



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Kandidatuppsats
FEKK01, HT 2009

Kapital- och ägarstrukturens inflytande över avkastningen

En studie av svenska företag innan och
under den finansiella krisen

Handledare
Tore Eriksson

Författare
Ville Andréasson
Wang Ching Ho
Ludmilla Reinsch
Nadja Zakharova

Sammanfattning

Titel:	Kapital- och ägarstrukturens inflytande över avkastningen - En studie av svenska företag innan och under den finansiella krisen
Datum för seminarium:	2010-01-15
Ämne/kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
Författare:	Ville Andréasson Wang Ching Ho Ludmilla Reinsch Nadja Zakharova
Handledare:	Tore Eriksson
Fem nyckelord:	Finanskris, trade-off teorin, kapitalstruktur, ägarstruktur och Modigliani och Millers teorem
Syfte:	Syftet är att utifrån presenterade teorier utreda om företagets kapital- respektive ägarstruktur har något samband med aktieavkastningen innan och under nuvarande finanskris.
Metod:	Undersökningen bygger på en kvantitativ och deduktiv ansats.
Teoretiska perspektiv:	Relevanta teorier och artiklar om kapitalstruktur och ägarstruktur har använts i undersökningen.
Empiri:	Undersökningen baseras på 36 företag på Stockholmsbörsen. Den undersökta tidsramen är 2005-2008.
Slutsats:	Regressionsresultaten visade att varken kapitalstruktur eller ägarstruktur påverkar ett företags aktieavkastning. Nollhypotesen kunde därför inte förkastas. Dock visade regressionen en intressant avvikelse för krisåret 2008 där kapital- och ägarstruktur var nära att ha ett negativt samband med avkastningen.

Abstract

- Title: The Influence of Capital and Ownership Structure on the Rate of Return – A Study of Swedish Firms Before and During the Financial Crisis
- Seminar date: 2010-01-15
- Course: FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS
- Authors: Ville Andréasson
Wang Ching Ho
Ludmilla Reinsch
Nadja Zakharova
- Advisor: Tore Eriksson
- Keywords: Financial Crisis, Trade-Off Theory, Capital structure, Ownership structure and Modigliani-Miller theorem
- Purpose: The purpose of the study is to find out whether capital or ownership structure affect the rate of return for a firm before and during the financial crisis.
- Methodology: The study is based on a quantitative and deductive approach .
- Theoretical perspectives: Relevant theories and articles for capital and ownership structure have been applied in the study.
- Empirical foundation: The study is based on 36 companies listed on OMXS. The time frame of the study is 2005-2008.
- Conclusions: The regression analysis could not show that capital and ownership structure affects the rate of return. Though no relation could be found in general, year 2008 showed results close to statistical significance for a negative relationship.

Innehållsförteckning

1	Inledning	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Problemdiskussion	2
1.3	Problemformulering	4
1.4	Syfte	4
1.5	Avgränsningar	4
1.6	Målgrupp	4
1.7	Fortsatt disposition	5
2	Metod	6
2.1	Vetenskaplig ansats	6
2.2	Metodansats	7
2.3	Datainsamling	8
2.4	Urval av företag	9
2.5	Val av tidsperiod	10
2.6	Relevanta definitioner	10
2.6.1	Kapitalstruktur	10
2.6.2	Ägarstruktur	11
2.7	Statistisk metodik	12
2.7.1	Enkel linjär regressionsanalys	12
2.7.2	Hypotesprövning	12
2.8	Tillvägagångssätt	14
2.9	Metodproblem	14
2.9.1	Validitet	14
2.9.2	Reliabilitet	15
3	Teoretisk referensram	16
3.1	Kapitalstruktur	16
3.1.1	Traditionella teorier om kapitalstruktur	16
3.1.2	Forskning av relevans för vår studie	19
3.2	Ägarstruktur	21
3.2.1	Principal-agent teorin	21
3.2.2	Forskning av relevans för vår studie	21
4	Resultat	23
4.1	Deskriptiv analys	23
4.1.1	Kapitalstruktur	23
4.1.2	Ägarstruktur	25
4.2	Enkel linjär regression	26
4.2.1	Regression för kapitalstruktur	26
4.2.2	Regression för ägarstruktur	29

5	Analys	33
5.1	Kapitalstruktur	33
5.2	Ägarstruktur	34
6	Slutsats och vidareforskning	35
6.1	Slutsats.....	35
6.2	Vidareforskning	35
	Källförteckning	37
	Bilaga 1 - Undersökningsunderlag	40
	Bilaga 2 – Kapitalstruktur.....	41
	Bilaga 3 – Ägarstruktur	42
	Bilaga 4 - Förutsättningar för regression.....	43

1 Inledning

Detta kapitel kommer att inledas med en bakgrund till den valda studien. Det följs av en problemdiskussion och problemformulering där de problem som kommer att behandlas i uppsatsen presenteras. Därefter klargörs syftet med undersökningen och till vem uppsatsen riktar sig. Avslutningsvis kommer dispositionen av det fortsatta arbetet att presenteras.

1.1 Bakgrund

Den nuvarande finansiella krisen är ett starkt debatterat ämne på grund av dess världsomfattande konsekvenser på de finansiella marknaderna (Lybeck 2009, s.18-24). Den globala finansiella oron anses ha sin utgångspunkt i USA och relateras till likviditetssvårigheter hos amerikanska kreditinstitut. Dessa likviditetsproblem uppkom i samband med utlåning av finansiella medel för fastighetsfinansiering till betalningssvaga kunder. Fram till mitten av 2007 ökade riskfyllda krediter i USA samtidigt som upplysningar om kundernas kreditvärdighet hade brister. Belåningsgraden bland fastighetsinvestorer med sämre betalningsförmåga växte samtidigt som riskexponeringen bland kreditinstituten ökade. I juli 2007 blev detta problem mer påtagligt på de amerikanska kreditmarknaderna då fastighetspriserna i USA började falla. Fastigheternas minskade värde resulterade i att kreditinstituten plötsligt saknade tillräcklig säkerhet för sina lån vilket de tidigare haft när fastighetspriserna var högre. Detta ledde till att förtroendet för den amerikanska finansiella marknaden sjönk. Eftersom den amerikanska marknaden är starkt sammankopplad med övriga finansiella marknader i världen spred sig förtroendekrisen även globalt (Wickman-Parak 2008).

Även den svenska finansiella marknaden påverkades av den negativa utvecklingen. Indexutvecklingen på svenska aktiemarknader under den nuvarande krisen kan vara ett exempel på hur svenska investerare reagerade på den finansiella krisen. Stockholmsbörsen kan räknas till en av de viktigaste marknadsplatserna för handeln med aktier av svenska företag. Stockholmsbörsens reaktion på den finansiella krisen åskadliggörs i diagram 1 där indexutvecklingen mellan januari 2005 och juli 2009 presenteras.

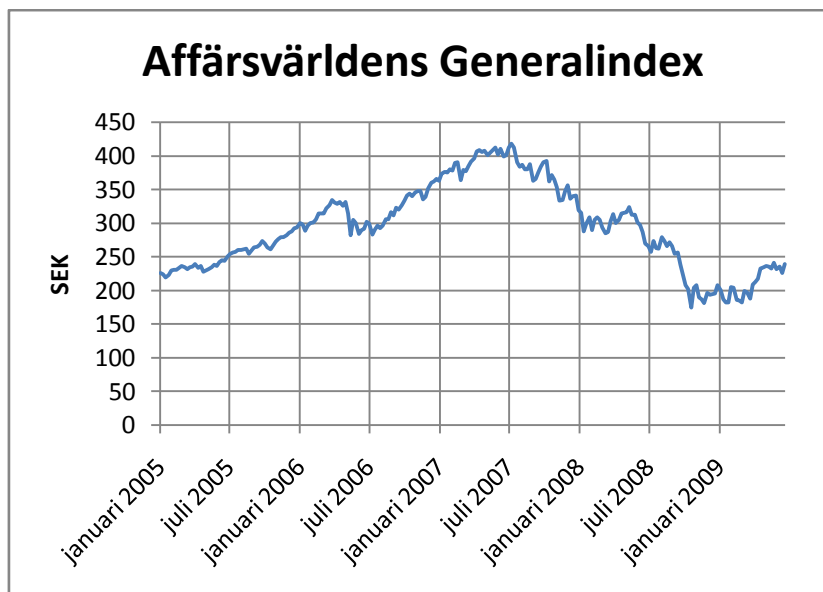


Diagram 1. Utveckling av Affärsvärldens Generalindex Källa: Datastream

Diagrammet ovan visar en stadig ekonomisk utveckling för Stockholmsbörsen från januari 2005 fram till juli 2007. Därefter började börsresan neråt och värdet på svenska företag sjönk generellt sett fram till mars 2009, då indexutvecklingen nådde sin bottennivå. Detta kan tolkas som ett tecken på att aktiesparare började reagera på eventuella risker med sina investeringar i svenska företag på grund av den allmänna oron på de finansiella marknaderna.

1.2 Problemdiskussion

Samtidigt som aktieprisindex på Stockholmsbörsen generellt sett sjönk, utvecklades enskilda företags aktiekurs i motsatt riktning under krisen (Malmqvist 2009). Vad är orsaken till att vissa företag är mer framgångsrika än andra under den finansiella krisen?

Det finns olika teorier (trade-off, pecking order, agentteori m.fl.) men även nyare forskning (Walsh & Ryan 1997 och Beattie et al. 2006) som försöker förklara sambandet mellan företagens marknadsvärde och interna faktorer. I dessa teorier betonas vikten av kapital- och ägarstrukturens roll i företagets prissättning på börsen (Kraus & Litzenberger 1973, Henrekson & Jakobsson 2008). Men kan slutsatserna i dessa teorier även appliceras på ett företags prisutveckling under en finansiell kris?

Ur ett företagsekonomiskt perspektiv betyder en finansiell kris att likviditeten hos företag åstramas. En mer återhållsam konsumtion under krisen gör att företag inte kan sälja alla sina produkter och göra tillräckliga vinster för återinvesteringar eller avbetalning på lån. Samtidigt försämras det finansiella läget för enskilda bolag till

följd av likviditetsproblem bland kreditinstitut, vilket gör det svårt för redan skuldsatta och betalningssvaga företag att låna nya finansiella medel (Bäckström 1998). Likviditetsproblem för skuldsatta företag innebär att den finansiella risken ökar och likaså konkursrisken (Andrén, Eriksson & Hansson 2003, s. 262-264). Detta leder till ökad riskmedvetenhet bland investerare vilket gör att de skuldsatta företagens värde kan sjunka på aktiemarknaden (Milken 2009).

Enligt detta resonemang verkar utvecklingen på Stockholmsbörsen vara en logisk följd av den nuvarande finansiella krisen. Kan företagets optimala kapitalstruktur enligt trade-off teorin eller enbart egen finansiering i enlighet med pecking order-teorin vara avgörande för företagets värde under den finansiella krisen?

Ägarstrukturen har olika karaktär i olika länder. Det är intressant att se hur dessa skillnader påverkar avkastning för företag under ekonomisk stabila och instabila tider. Den anglosaxiska modellen har till exempel en större tendens till spritt ägande jämfört med den svenska ägarmodellen. Ägarna i den svenska ägarmodellen har därför generellt en stark ställning relativt företagsledningen. Grunden för den svenska ägarmodellen lades under den första hälften av 1900-talet som en ideologisk modell. Ernst Wigforss, en framstående socialdemokratisk ideolog, såg starkt koncentrerat ägande som ett naturligt steg mot "samhällsföretag utan ägare" (Henrekson & Jakobsson 2008). Politiska medel som använts genom åren för att styra ägarstrukturen enligt den svenska ägarmodellen är bland annat skattepolitik, finansmarknadsregleringar, arbetsmarknadspolitik och aktiebolagsrättslig lagstiftning. Periodindelningen i Henrekson och Jakobssons rapport visar att den svenska ägarmodellen dominerade under 1945-1985 samt 1985-ca 2001. Den svenska ägarmodellen har under 2000-talet tappat mark på grund av ökat utländskt ägande samt att kontrollkapital har blivit mer utspädd i takt med behovet för företag att växa för att klara den internationella konkurrensen. Frågan är hur mycket den svenska ägarmodellen genomsyrar företag idag, det vill säga om koncentrerat ägande påverkar aktieavkastningen. En mer specifik och relevant frågeställning idag är om ägarstrukturen har någon väsentlig påverkan på företags aktieavkastning under en finansiell kris?

1.3 Problemformulering

Två huvudsakliga frågeställningar som växer fram ur problemdiskussionen är:

- Finns det något samband mellan företagets aktieavkastning och dess kapitalstruktur innan och under den aktuella finansiella krisen?
- Finns det något samband mellan företagets aktieavkastning och dess ägarstruktur innan och under den aktuella finansiella krisen?

1.4 Syfte

Syftet är att utifrån presenterade teorier utreda om företagets kapital- respektive ägarstruktur har något samband med aktieavkastningen innan och under nuvarande finanskris.

1.5 Avgränsningar

I uppsatsen har vi valt att avgränsa oss till den svenska marknaden och enbart ta i beaktande aktiekursutvecklingen för svenska företag noterade på Stockholmsbörsen. En andra begränsning är urval av företag i fyra utvalda branscher. Valet av de fyra branscherna motiveras i kapitel två. Vidare kommer undersökningen att avgränsas till tidsperioden januari 2005 till december 2008. Närmare förklaring för val av tidsperiod kommer att ges i kapitel 2.5.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen riktas först och främst till studenter och lärare på företagsekonomiska institutioner som redan har grundläggande kunskaper inom företagsfinansiering. En vidare grupp av läsare kan utgöras av personer som saknar kunskaper i företagsfinansieringen men som är intresserade av att lära sig om detta ämne. Ambitionen är att undersökningen kan användas för vidare forskning inom företagsekonomi.

1.7 Fortsatt disposition

Kapitel 2 – Metod

I detta kapitel beskrivs metodiken som används för att genomföra studien. Här diskuteras även de huvudsakliga problem som är förknippade med metoden.

Kapitel 3 – Teori

I detta kapitel presenteras den teoretiska referensram som studien bygger på. Här presenteras såväl traditionella teorier om kapital- och ägarstruktur samt nutida forskning inom området.

Kapitel 4 – Resultat

Detta kapitel ägnas åt det praktiska genomförandet av den empiriska undersökningen. Resultat från undersökningen presenteras.

Kapitel 5 – Analys

I detta kapitel analyseras resultaten av undersökningen utifrån utvalda teorier.

Kapitel 6 – Slutsats och vidareforskning

Här diskuteras undersökningsresultat och slutsatser. Förslag till vidareforskning kommer även att behandlas.

2 Metod

I detta kapitel beskrivs metodiken som används i undersökning. Metodiken handlar om vilka tillvägagångssätt forskare använder sig av för att kartlägga problem de avser att undersöka (Jacobsen 2002, s. 34). Även huvudsakliga svårigheter och fördelar som är förknippade med metodiken diskuteras i detta kapitel.

2.1 Vetenskaplig ansats

Det finns två grundläggande förfaranden i att angripa ett problem inom forskningen. De kallas för deduktivt respektive induktivt angreppssätt (Bryman & Bell 2005, s. 23).

Den förstnämnda ansatsen handlar om att man försöker lösa verklighetsbaserade problem med hjälp av tillgängliga teorier inom forskningsområdet. Man går ”från teori till empiri” vilket betyder att man försöker applicera teorier på verkligheten i syfte att hitta lösningen på relevanta problem i praktiken. Forskaren anses ha en viss förväntan på undersökningens resultat redan innan insamling och analys av data. Det finns då en tendens till att bara söka efter information som bedöms vara relevant för en teori. Detta gör att forskare måste vara explicita i frågor om vilken information som är relevant för undersökningen, vilka problem de avser att studera och vilka resultatalternativ som kan vara giltiga. På så vis utvecklas standardiserade mätapparater som även kan användas av andra forskare för att studera verklighetsbaserade problem. Detta anses vara en central fördel med det deduktiva sättet. Undersökningens strikta begränsning till den informationen som anses vara relevant i teorisammanhanget har stora brister då annan befintlig information, som kan ha betydelse för undersökningen, försummas (Jacobsen 2002, s. 34-35, 42-43).

På grund av detta kan man hävda att ett induktivt angreppssätt är ett bra alternativ till det deduktiva sättet. Det induktiva förfarandet utgår ifrån att informationen inte bör begränsas enbart till data som kan passa in i en befintlig teori utan all relevant fakta samlas in. Dessa fakta kan sedan systematiseras och utgöra grunden för utveckling av nya teorier. Man går ”från empiri till teori” utan några förväntningar på resultatet, vilket gör att verkligheten återges på ett objektivt sätt. Dock kritiserar det induktiva angreppssättet för sin naivitet. Med detta menas att forskarens öppenhet till relevant information begränsas av psykologiska aspekter genom att människor har tendenser till medveten eller omedveten sortering av information efter viktighetskriterier redan innan de påbörjar en empirisk studie.

Vid datainsamling innebär detta att hänsyn inte tas till all befintlig information utan fokus läggs snarare på sådana fakta som anses vara viktig vid undersökningen (Jacobsen 2002, s. 34-35, 42-43).

I undersökningen kommer det deduktiva angreppssättet att användas eftersom meningen är att pröva redan befintliga teorier inom företagsekonomi och försöka förklara verklighetsbaserade fenomen med hjälp av dessa. Teoretisk referensram presenteras närmare i följande kapitel. Vi har på förhand bestämt exakt vilken slags information som kommer att samlas in för att resultatet ska kunna studeras och jämföras med befintliga teorier. Tillvägagångssättet för datainsamlingen kommer att redogöras under efterföljande avsnitt.

2.2 Metodansats

Man skiljer mellan två huvudsakliga strategier inom företagsekonomisk forskning: kvantitativt och kvalitativt tillvägagångssätt (Bryman & Bell 2005, s. 39).

Skillnaden mellan de två ansatserna handlar om att kvantitativa sättet innebär att man samlar in data i form av siffror, medan vid det kvalitativa sättet läggs vikten på ord när det gäller faktainsamling (Jacobsen 2002, s. 48). Det finns olika krafter som påverkar val av respektive strategi. Problemställningen anses vara en av de viktigaste faktorerna när man väljer vilken metod som ska väljas. I den kvantitativa ansatsen lägger man vikt på kausalitet när det gäller problemställning. Studier syftar då till att hitta ett samband med olika variabler, vilket leder till att undersökningen ”går på bredden”, det vill säga man behandlar få variabler men hos många enheter (Jacobsen 2002, s. 56-57). Vidare är det rimligt att använda sig av kvantitativa metoder när man försöker förklara ett fenomen med hjälp av befintliga teorier eftersom fokus då ligger på prövning av teorier, det vill säga man ägnar sig åt det deduktiva angreppssättet (Bryman & Bell 2005, s. 23). Den viktigaste fördelen med kvantitativa ansatsen är att informationen som samlas in standardiseras och således lättare att bearbeta. Med hjälp av kvantitativ data är det lättare att strukturera fakta efter olika kriterier som är av intresse i undersökningen. Å andra sidan kan man hävda att på grund av att informationen som samlas in är bestämd i förväg riskerar hela undersökningen att inta en tvivelaktig karaktär i fråga om innehållet. En annan aspekt som är av betydelse i kvantitativa undersökningar är att mängden information som bearbetas i en studie kan göra själva studien ytlig eftersom det inte finns utrymme att ingående bearbeta en större mängd data (Jacobsen 2002, s. 146-147).

Den kvalitativa ansatsen innebär att man ”går på djupet” i vetenskapliga studier vilket betyder att några få undersökningsenheter behandlas mer nyanserat. Stor vikt läggs vid flera olika aspekter som kan belysa en och samma undersökningsenhet (Jacobsen 2002, s. 46, 56). Kvalitativa sättet används när man utgår ifrån den induktiva ansatsen i studier, där tyngden läggs vid utveckling av teorier som följd av empiriska undersökningar. En av de viktigare fördelarna med ansatsen är att den inte bara är begränsad till information relevant för en viss teori. Öppenheten gör att varje undersökning blir unik och korrekt i fråga om sitt innehåll på grund av att den blir mer nyanserad (Bryman & Bell 2005, s. 299).

Som framgått i det första kapitlet används en förklarande problemställning i undersökningen. Meningen är att se om det finns ett samband mellan verklighetsbaserade fenomen och i förväg bestämda variabler. I och med detta samt att redan befintliga teorier för att hitta lösningen på problem i verkligheten används, är det tydligt att en kvantitativ undersökning blir ett rimligt tillvägagångssätt för studien.

2.3 Datainsamling

Data brukar delas in i två huvudsakliga kategorier: primär- och sekundärdata (Jacobsen 2002, s. 152-153).

Primärdata kännetecknas av att den insamlas för första gången för en specifik undersökning (Jacobsen 2002, s. 152). Sekundärdata däremot kännetecknas av att den är behandlad för andra ändamål än den aktuella undersökningen. Därav kommer trovärdigheten på resultatet som är baserad på källorna att påverkas vilket spelar en avgörande roll i läsarens bedömning av undersökningen. Hela studien kan framstå som oseriös bara på grund av att datakällor är av tveksam karaktär i fråga om pålitlighet. Å andra sidan är sekundärdata lättillgänglig, vilket gör att de kan granskas av många forskare. Detta faktum tycks öka informationens reliabilitet vilket är viktigt för att undersökningen ska framstå som trovärdig. Tillgängligheten gör även att det blir relativt sett billigare att inhämta sekundärdata än att arbeta fram primärdata själv (Jacobsen 2002, s. 153, 188-189).

I insamlingen av data till undersökningen har fokus lagts på olika typer av sekundärdata. För insamlingen av siffror för omsättning, långfristiga skulder, eget kapital och ägarstruktur för respektive företag används årsredovisningar för koncerner. Undersökningsmaterialet baseras därför på årsvis data på tidigare nämnda variabler. Årsredovisningar har inhämtats från företagens officiella hemsidor. Enligt aktiebolagslagen (2005:551) ska alla aktiebolags årsredovisningar granskas av auktoriserade revisorer innan de offentliggörs (ABL

9 kap. 3 §). På grund av detta anser vi att årsredovisningarna består av tillförlitlig data som gör vår studie trovärdig. Vidare har månadsvisa kursnoteringar använts på Stockholmsbörsen för 36 bolag mellan 2005 och 2008. Dessa har hämtats från elektroniska finansdatabasen Datastream. Företagsekonomiska kursböcker samt artiklar från olika tidskrifter och Lunds universitets elektroniska databas Elin är ytterligare sekundärkällor för undersökningsmaterialet.

2.4 Urval av företag

Inspiration till valet av de fyra branscherna hämtades från artikeln av Peter Malmqvist i "Aktiespararen" från september 2009 (Malmqvist 2009). Författaren introducerar i artikeln resultatet av sin treåriga studie där han undersökte aktiekursutvecklingen på Stockholmsbörsen för tiotals nordiska bolag under den nuvarande finanskrisen. Enligt hans studie finns det andra faktorer än bara P/E talen som gör att några bolag klarar sig bättre än andra under krisen. Han presenterar även en tabell med de bolagen som relativt sett har haft de högsta aktiekurserna under krisen. De flesta av dessa företag ingår i branscherna; hälsovård, sällanköpsvaror, IT och industri enligt Affärsvärldens indelning (Affärsvärlden). En intressant synvinkel är att undersöka om det finns ett samband mellan interna företagsekonomiska faktorer och aktiekursutveckling inom de ovan nämnda branscherna. Därför har företag valts som:

1. Tillhör branscherna hälsovård, sällanköpsvaror, IT och industri.
2. Har varit noterade på Stockholmsbörsen oavbrutet under perioden 2005-2008.

Ett representativt urval av olika stora bolag inom respektive bransch gjordes för en god avspeglning av branscherna utifrån storlekskriteriet (Bryman & Bell 2005, s. 110). Detta är viktigt för att säkerställa externa validiteten av empirin (Jacobsen 2002, s. 21). Med detta i åtanke har alla bolag i respektive bransch sorterats efter storlek för år 2005. Storleken är baserat på företagets omsättning. Företagen med störst omsättning placerades högst upp i varje branschindelning och sen listades de övriga i fallande ordning. Varje bransch delades in i tre lika stora delar för att skilja på stora, medelstora respektive små företag. Anledningen till detta var att få en bred fördelning av företag inom varje bransch.

Sedan har ett obundet slumpmässigt sannolikhetsurval av tre företag gjorts för de tre storleksgrupperna inom respektive bransch. Ett obundet slumpmässigt sannolikhetsurval går ut på att man slumpmässigt väljer en enhet i populationen med tanke på att alla enheter i denna population har samma chans att komma med i urvalet (Bryman & Bell 2005, s. 115). Med hjälp av en slumpvalsgenerator från

Microsoft Excel erhöjls tre företag inom varje storlekskategori, det vill säga totalt nio företag inom respektive bransch. Sammanlagt blev 36 företag valda på detta sätt vilka presenteras i bilaga 1.

2.5 Val av tidsperiod

Juli 2007 definierar början av den aktuella krisen då Affärsvärldens prisindex på Stockholmsbörsen började falla drastiskt och nådde sin bottennivå i mars 2009 (Datastream). Vi bestämde oss att även titta på hur aktieavkastningen sett ut några år innan krisen för att skapa en mer rättvisande bild av aktieavkastningen. Därför har januari 2005 valts som startpunkt för undersökningen. Slutet av december 2008 kommer att vara slutdatum för analysen av sambandet mellan aktieavkastning och kapitalstruktur respektive ägarstruktur. Detta sker av praktiska skäl, eftersom informationen om årsvis data för kapital- respektive ägarstruktur finns tillgängliga i årsredovisningar.

2.6 Relevanta definitioner

Som nämnts i avsnitt 1.4 är det meningen att undersöka om det är möjligt att säkerställa eller förkasta eventuella samband mellan aktiekursavkastningen och kapitalstruktur respektive ägarstruktur innan och under den finansiella krisen. För att göra denna undersökning presenteras några begrepp som är av betydelse för att öka läsarens förståelse för studien samt att tillförsäkra en hög begreppsvaliditet för undersökningen.

2.6.1 Kapitalstruktur

Bolagens kapitalstruktur är analyserade utifrån deras skuldsättningsgrad. Skuldsättningsgraden i procent definieras som skulder genom eget kapital (Andrén et al. 2003, s.257). Skulder kan definieras på många olika sätt. I undersökningen används följande skuldsättningsgrad:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Långfristiga skulder}}{\text{Eget kapital}}$$

Valet att sätta fokus på långfristiga skulder beror på att de dels är räntebärande och dels för att deras storlek och utformande ligger under företagens interna kontroll. Detta betyder att bolagens ledning kan påverka sin skuldsättningsgrad genom att öka eller minska till exempel sina lån eller genom att ändra finansieringsform. Storleken på kortsiktiga skulder däremot ligger utanför

företagets interna kontroll och påverkas av till exempel leverantörers likviditet. Därför kommer skuldsättningsgraden som är beräknad med långfristiga skulder att uttrycka företagets medvetna val av verksamhetsfinansieringen. Vi avser att analysera huruvida dessa val kan påverka aktiekursutvecklingen innan och under den finansiella krisen.

Eget kapital undersöks i termer av bokfört värde. Till skillnad från marknadsvärde baseras inte bokfört värde lika mycket på svängningar i marknaden utan mer på företagets finansieringsbeslut (Asgharian 1997, s. 90). Långfristiga skulder samt bokfört eget kapital för respektive företag analyseras årsvis.

2.6.2 Ägarstruktur

Måttet på ägarstruktur av utvalda företag kommer i undersökningen att definieras som koncentrerat ägande. Med koncentrerat ägande menas andelen aktier av företagets aktiekapital som innehas av företagets samtliga storägare. Begreppet storägare innebär ägare som har en andel av det totala aktiekapitalet som överstiger 4%.

$$\text{Koncentrerat ägande (\%)} = \frac{\sum \text{Aktiekapital som innehas av storägare}}{\text{Totalt aktiekapital}} * 100\%$$

Med spritt ägande menas andelen aktier av företagets aktiekapital som innehas av företagets samtliga småägare. Begreppet småägare omfattar alla ägare som har en andel av aktiekapitalet som understiger 4%.

$$\text{Spritt ägande (\%)} = \frac{\sum \text{Aktiekapital som innehas av småägare}}{\text{Totalt aktiekapital}} * 100\%$$

Allmänt sett definieras spritt ägande som summan av alla aktieandelar understigande eller lika med 5% av ett företags aktier. Denna gräns sätts på grund av att aktieförvärvarens bestämmanderätt i ett företag inte ska vara väsentlig och medföra kontroll av företaget (Wärnsund 1975). Enligt Lagen (2004:46) om investeringsfonder begränsas även Sveriges aktiefonders innehav av ett och samma företags aktier till andelen som gör det omöjligt för fondbolaget ”att utöva ett väsentlig inflyttande över ledningen av ett företag” (2004:46 5 kap. 20§). Vidare föreskriver lagen att fonden inte får inneha aktieandelar av ett och samma företag som överstiger 5% av fondkapitalet (2004:46 5 kap. 6 §).

En iakttagelse av ägarstrukturen i de utvalda företagen visar att många ägare ligger på ett ägande runt 4-5%. Genom att sätta gränsen mellan koncentrerat och spritt ägande till 4% inkluderas storägare av väsentlighet. Detta görs för att skapa

en mer rättvis bild av ägarstrukturen i de utvalda företagen. I fortsättningen syftar ägarstruktur på koncentrerat ägande.

2.7 Statistisk metodik

2.7.1 Enkel linjär regressionsanalys

Den enkla regressionsmodellen är en analys av hur sambandet ser ut mellan den beroende och den oberoende variabeln (Gujarati 2006, s. 133).

Den enkla linjära regressionsmodellen ser ut som följer:

$$y_i = \beta_1 + \beta_2 * x_i + e_i$$

Där y_i är den beroende variabeln, β_1 är interceptet, β_2 är lutningen, x_i är den oberoende variabeln och e_i är en slumpterm. Variationen i den beroende variabeln förklaras därmed av en systematisk- och en slumpmässig del (Westerlund 2005, s. 71).

För att skatta de okända parametrarna β_1 och β_2 används minsta kvadratmetoden, även kallad OLS-metoden (Ordinary Least Squares). Metoden innebär att man väljer β_1 och β_2 så att summan av de kvadrerade avstånden från den anpassade räta linjen och de observerade talparen y_i och x_i minimeras (Gujarati 2006, s. 146).

Med hjälp av statistiska formler härleds formlerna för att räkna ut β_1 och β_2 .

$$\beta_2 = \frac{N \sum(x_i * y_i) - N \sum(y_i) * \sum(x_i)}{N \sum(x_i^2) - \sum(x_i)^2}$$

$$\beta_1 = \frac{\sum(y_i)}{N} - \frac{\beta_2 \sum(x_i)}{N}$$

där N är antalet observationer.

2.7.2 Hypotesprövning

Nollhypotes

Genom statistisk inferens kan man studera hur bra stickprovet är jämfört med hela populationen. Med andra ord går det att ta reda på hur signifikant modellen är jämfört med den sanna populationsmodellen. Efter en regression har gjorts används hypotestest för att visa om parametrarna β_1 och β_2 är signifikanta och därmed kan förklara variationen i den beroende variabeln y_i (Gujarati 2006, s

167). Enligt Westerlund (2005) sägs det att en hypotesprövning består av fyra delar; en nollhypotes, en alternativhypotes, en teststatistika och en kritisk region.

Nollhypotesen, H_0 , specificerar en testbar hypotes kring en eller flera parametrar. Ett exempel är att $H_0: \beta_2 = \alpha$. Alternativhypotesen, H_1 , kan då se ut på följande sätt:

$$H_1: \beta_2 < \alpha$$

$$H_1: \beta_2 > \alpha$$

$$H_1: \beta_2 \neq \alpha$$

De två första alternativhypoteserna är enkelsidiga medan det sistnämnda exemplet är dubbelsidigt.

För att avgöra om nollhypotesen ska accepteras eller förkastas används en teststatistika. Teststatistikan som använts är t-statistikan och den beräknas med följande formel:

$$\frac{\beta_2 - \alpha}{se(\beta_2)} \sim t_{n-2}$$

där $se(\beta_2)$ är standardavvikelsen av β_2 .

Den kritiska regionen ser olika ut beroende på om det är ett enkelsidigt eller dubbelsidigt hypotestest. Nollhypotesen ska förkastas i följande fall:

Om alternativhypotesen är $H_1: \beta_2 < \alpha$ ska nollhypotesen förkastas om värdet på t-statistikan är mindre än $-t_\alpha$. I fall alternativhypotesen är $H_1: \beta_2 > \alpha$ ska nollhypotesen förkastas om värdet på t-statistikan är större än t_α . När $H_1: \beta_2 \neq \alpha$ förkastas nollhypotesen i fall värdet på t-statistikan är mindre än $-t_{\alpha/2}$ eller större än $t_{\alpha/2}$. Värdet på t_α och $t_{\alpha/2}$ fås ur statistiska formelsamlingar.

P-värde

Ett annat sätt att dra slutsatser från ett hypotestest är att använda testets p-värde. P-värdet är ett alternativ till t-statistikan för att dra slutsatsen i fall man ska godta eller förkasta nollhypotesen. Beslutsregeln för p-värdet är att om testets p-värde är mindre än den valda signifikansnivån α ska man förkasta nollhypotesen.

Förklaringsgrad

Förklaringsgrad eller determinationskoefficienten är ett mått som anger hur mycket av variationen i den beroende variabeln som kan förklaras med hjälp av den skattade regressionslinjen, det vill säga hur stor del av variationen i den beroende variabeln y_i som kan förklaras av variationen i den oberoende variabeln x_i (Gujarati 2006, s. 187). Förklaringsgraden är korrelationskoefficienten upphöjt med två och den anges i procent. Korrelationskoefficienten är ett mått på hur starkt linjärt samband två variabler har och det kan anta värden mellan -1 och 1 (Gujarati 2006, s. 61). En förklaringsgrad på 90% innebär att 90% av variationen i den beroende variabeln kan förklaras av variationen i den oberoende variabeln.

2.8 Tillvägagångssätt

Skuldsättningsgraden för respektive företag beräknas årsvis enligt formeln i kapitel 2.6.2. Beräkningen av det koncentrerade ägandet har beräknats årsvis. Månadsvisa aktiekursnoteringar för utvalda företag har samlats in från databasen Datastream för att kunna beräkna aktieavkastningarna. Resultaten redovisas i bilaga 2 och 3.

Hypoteser ställs därefter upp för att testa signifikans för de frågeställningar som ska undersökas. För att säkerställa eller förkasta sambandet mellan företagsekonomiska faktorer och aktiekursavkastningen för utvalda företag används enkel linjär regressionsanalys. Regressionen görs med hjälp av programmet E-Views, version 6 med avseende på årsvis kapital- och ägarstruktur. Analysen baseras därefter på resultatet från regressionen för att besvara frågeställningarna.

2.9 Metodproblem

Det finns två grundläggande kriterier i empiriutvärdering som används för att bedöma huruvida en viss studie är seriös eller inte. Den ena kallas för validitet och den andra definieras som reliabilitet (Jacobsen 2002, s.21). I detta avsnitt redogörs dessa begrepps innebörd i syfte att öka läsarens förståelse för dem. Ambitionen är att ge läsaren ett verktyg för att kunna bedöma studiens pålitlighet och relevans med hjälp av de kunskaper som dessa begrepp avser att förmedla.

2.9.1 Validitet

Validiteten förutsätter att empirin ska vara giltig och relevant. Man brukar skilja mellan begreppsvaliditet, intern samt extern validitet. Det förstnämnda begreppet handlar om huruvida empirin i själva verket mäter vad forskaren avser att mäta.

Vid hög begreppsvaliditet gäller det att empirin är kopplat till teorin på ett korrekt sätt. Den interna validiteten berör frågor om kausalitet mellan oberoende och beroende variabler. Den interna validiteten försöker förklara hur pass bra variationer i de oberoende variablerna påverkar den beroende variabel (Bryman & Bell 2005, s. 95). Externa validiteten handlar om ifall resultatet från ett urval kan genereras till hela populationen. Detta förutsätter att de faktorer som forskaren avser att studera måste vara representativa för hela populationen för att resultatet kan vara överförbart till denna population (Jacobsen 2002, s.21).

I kapitel 2.3, 2.4 och 2.6 förklaras hur undersökningen försöker uppnå hög validitet.

2.9.2 Reliabilitet

Reliabiliteten handlar i grunden om att data som samlas in ska vara tillförlitlig och trovärdig. Detta betyder att om en forskare gör samma undersökning en gång till ska denna studies resultat inte skilja sig från första studiens resultat och inte påverkas av tillfälliga betingelser. Tillförlitlighet uppnås bland annat genom att mätfel reduceras och seriösa sekundärkällor används (Jacobsen 2002, s. 21).

I undersökningen har en hög reliabilitet uppnåtts genom att hanteringen av siffror varit noggrann för att reducera mätfel. Sekundärdata som använts har också varit av seriös natur för att öka tillförlitligheten av undersökningen. Vilken slags sekundärdata som använts i studien beskrivs i kapitel 2.3.

3 Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras och diskuteras de teorier som ligger till grund för den empiriska undersökningen. Tanken är att ge läsaren en djupare förståelse av teoriernas relevans för undersökningen.

3.1 Kapitalstruktur

Enligt Johansson och Runsten (2005) är det av väsentlig betydelse för företaget att satsa på sin tillväxt för att kunna klara sig i den hårda konkurrensen på marknaden. För att kunna växa och investera måste företaget finansiera sin verksamhet antingen genom eget eller främmande kapital. Det är avvägningen mellan dessa som avgör ett företags kapitalstruktur (Johansson & Runsten 2005, s. 23). Det egna kapitalet skjuts till av aktieägarna i utbyte mot en ägarandel i företaget. Den eventuella kostnaden för eget kapital är utdelning och det finns inget legalt krav på utbetalning av denna (Andrén et al. 2003, s. 61). Detta kan anses vara den största fördelen med denna finansieringsform till skillnad från främmande kapital som främst består av olika typer av lån som behöver betalas tillbaka samtidigt som de bär på obligatoriska räntekostnader (Andrén et al. 2003, s. 105). Oavsett val av finansieringsalternativ kommer det alltid att finnas ett pris på det kapital som företaget införskaffar, där priset för eget kapital är avkastningskravet från aktieägarna och priset för främmande kapital är ränta (Johansson & Runsten 2005, s. 14-15).

3.1.1 Traditionella teorier om kapitalstruktur

Som teoretisk utgångspunkt har Modigliani och Millers teorem (1958) använts. I detta teorem gäller antagandet om en perfekt kapitalmarknad vilket utgör en enorm förenkling av verkligheten. Författarna såg bristerna och inkluderade 1963 skatteeffekter vilket gjorde teoremet mer verklighetsbaserat. Teoremet med hänsyn till skatt är grunden till trade-off teorin vilket utgör en betydelsefull teoretisk grund för vår empiriska studie. Därför har Modigliani och Millers teorem inkluderats i den teoretiska referensramen.

Modigliani och Millers teoremet

Detta teorem vilar på två propositioner som enligt Modigliani och Miller gäller under vissa förutsättningar. Dessa baseras på antaganden om att företag agerar i en perfekt kapitalmarknad med symmetrisk information där det inte finns några transaktionskostnader. Ett annat antagande är att skatter inte utgör en relevant

kostnad för företagen eftersom bolagen inte beskattas i teoremets friktionsfria värld (Modigliani & Miller 1958).

I sin första proposition menar Modigliani och Miller att man inte kan skapa mervärde av företaget genom valet av kapitalstruktur för verksamheten. De menar att lägre kapitalkostnad för främmande kapital jämfört med eget kapital inte nödvändigtvis leder till lägre finansieringskostnader i slutändan. En förklaring till detta är att risken ökar med finansiering med främmande kapital. Den ökade risken innebär att aktieägare kräver högre avkastning på sin insats vilket gör att kostnader för eget kapital ökar. Denna balansakt mellan kostnader för främmande och eget kapital gör att valet av kapitalstruktur inte har någon direkt inverkan på avkastning (Modigliani & Miller 1958).

Den andra propositionen härleds från första propositionen och handlar om det linjära sambandet mellan skuldsättningsgrad och kostnader för eget kapital. Sambandet innebär att skuldsättningsgraden ökar proportionellt med kostnader för eget kapital. Detta betyder att företag inte kan öka skuldsättningsgraden utan att kostnader för eget kapital ökar vilket i sin tur innebär att det inte finns någon optimal kapitalstruktur (Modigliani & Miller 1958).

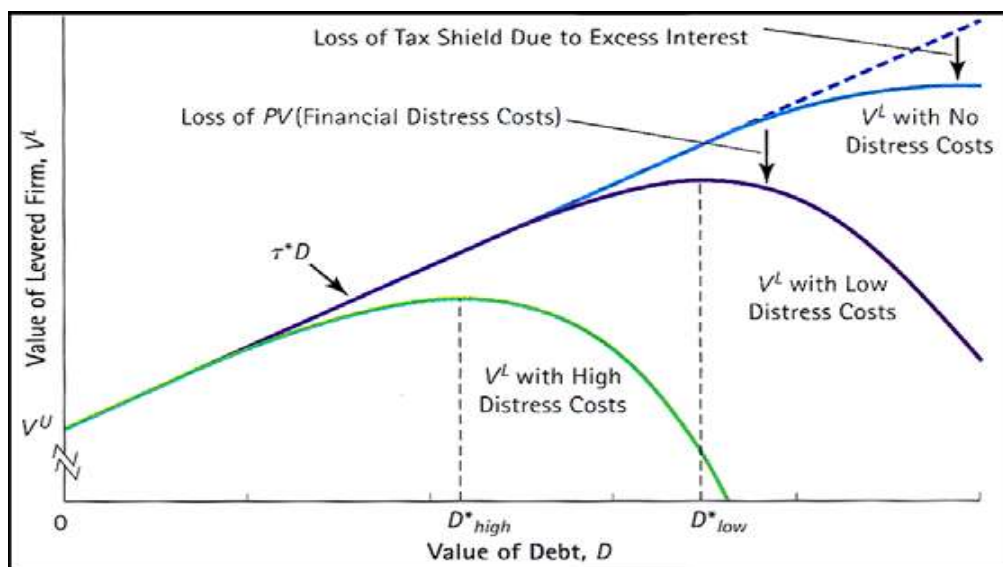
Som påpekats i första stycket vilar Modigliani och Miller teoremet på bland annat antagande om att man inte behöver betala skatt på marknader där företag agerar. Detta är ett utopiskt antagande även enligt Modigliani och Miller. Ökad förståelse av skatterollen ledde till att de justerade sitt teorem genom att ta bort antagandet om skatter. Slutsatsen av teoremet blev att man kan öka värdet på företaget genom att öka skuldsättningsgraden. Detta beror på att en ökad belåningsgrad leder till högre räntekostnader. Räntekostnaderna minskar det totala beskattningsbara resultatet vilket leder till lägre beskattning som gör att det totala företagsvärdet ökar. Modigliani och Millers resonemang medför att ett företag kan uppnå en optimal kapitalstruktur genom att öka sin skuldsättningsgrad (Modigliani & Miller 1963). Teoretiskt sett innebär detta teorem att ett företag skulle kunna uppnå en optimal kapitalstruktur genom att finansiera sin verksamhet uteslutande med skulder. Detta existerar dock inte i praktiken. Därför utvecklades teoremet ytterligare av Kraus & Litzenberger (1973) vilket ledde till trade-off teorin.

Trade-off teorin

Trade-off teorin baseras på Modigliani och Millers resonemang om att alla företag kan uppnå en optimal kapitalstruktur genom att öka skuldsättningsgraden. Fokus sätts på minskade skattekostnader till följd av en högre ränta som tillkommer för ett belånat företag. Kraus och Litzenberger som utvecklade denna teori införde ytterligare ett begrepp i resonemanget, konkurskostnader. Konkurskostnaderna ökar ju mer belånat företaget är eftersom sannolikheten för konkurs blir större.

När ett bolag ökar sin skuldsättningsgrad medför detta automatiskt att även företagets finansiella risk stiger på grund av att företag kan drabbas av plötsliga likviditetsproblem. Kraus och Litzenberger menar att endast balansen mellan effekterna av de två kostnaderna kan leda till en optimal kapitalstruktur. De framför vidare att skatteeffekterna på resultatet relativt konkurskostnader maximeras vid en viss skuldsättningsgrad. Vid denna skuldsättningsgrad balanseras positiva skatteeffekter av räntekostnader från främmande kapital med negativa effekter från konkurskostnader. Om företaget däremot ökar sin belåningsgrad ytterligare kommer skatteeffekterna att minska samtidigt som konkurskostnaderna stiger. Detta medför att det inte blir lönsamt att öka belåningsgraden över den optimala nivån.

Slutsatsen av trade-off teorin är att skuldsättningsgraden kan öka företagsvärdet till den optimala nivån där fördelarna med skatteskölden balanseras med nackdelarna med konkurskostnader (Kraus och Litzenberger 1973).



Figur 1. Optimal belåningsgrad (Berk och DeMarzo 2007, sid 502)

Figur 1 visar företagsvärdet för företag med olika höga konkurskostnader. D^*_{low} markerar den optimala skuldsättningsgraden som maximerar företagsvärdet för företag med låga konkurskostnader. Det samma gäller för D^*_{high} när det gäller företag med höga konkurskostnader. Ur figuren kan man se att den optimala skuldsättningsgraden sjunker ju högre konkurskostnaderna är (Berk och DeMarzo 2007, sid 502).

Pecking order-teorin

Enligt pecking order-teorin kommer företaget välja att finansiera sin verksamhet i första hand med hjälp av internt tillförda medel i form av befintlig kassa eller balanserad vinst. Företagsledningen gör det i syfte att inte låta kapitalmarknadens

aktörer påverka den normala verksamheten. Om det interna kapitalet inte räcker till kommer extern finansiering att behövas. Exempel är checkkredit och lån från tidigare kreditgivare som har hög prioritet (Andrén et al. 2003, s. 105). Pecking order-teorin säger att nyemission är det sämsta finansieringsalternativet. Den främsta orsaken till detta anses vara informationsasymmetrin som sker på grund av att företagsledningen är bättre insatt i företagets verksamhet än externa aktörerna. Aktien uppfattas oftast som övervärderad vid nyemissioner vilket leder till att aktiepriset faller. Detta leder i sin tur till ett lägre marknadsvärde på företaget som anses vara en alldeles för dyr affär för företagsledningen. Däremot påverkas aktiepriset inte alls i samma utsträckning när det gäller de förstnämnda finansieringsformerna (Berk och DeMarzo 2007, s. 518).

3.1.2 Forskning av relevans för vår studie

Walsh och Ryan (1997)

Walsh och Ryan (1997) genomförde en empirisk studie av bland annat skatteeffekter på kapitalstruktur hos 1000 företag som var noterade på Stock Exchange i London mellan 1984 och 1991. Slutsatsen som drogs i undersökningen är att företag generellt väljer den belåningsgrad som minimerar den effektiva skattesatsen då enbart skatteeffekter beaktas (Walsh och Ryan 1997). Slutsatsen stämmer överens med slutsatser i Modigliani och Millers teorem med hänsyn till skatter om att företag kommer att optimera sin kapitalstruktur genom att öka belåningsgraden (Modigliani & Miller 1963).

Beattie, Goodacre och Thomson (2006)

En annan undersökning genomfördes av Beattie, Goodacre och Thomson (2006), där UKQ1-listade företag i Storbritannien granskades inom industri- och handelssektorn som var noterad i mars 2000. De intervjuade företagsledningarna i slumpmässigt valda företag inom dessa sektorer för att ta reda på hur företagets finansiella beslut om kapitalstruktur förhåller sig till trade-off och pecking order teorierna.

Kring 50% av de intervjuade företagen svarade att de strävar efter en optimal kapitalstruktur där fördelar med skuldsättningsgraden är balanserade med olika kostnader relaterade till belåningen. Resultatet stämmer överens med slutsatser i trade-off teorin om optimal kapitalstruktur där för- och nackdelar med finansieringen med främmande kapital balanseras i en optimal kapitalstruktur. På frågan om företagen medvetet väljer en finansieringshierarki i sin kapitalstruktur där de mest fördelaktiga finansieringsalternativen utnyttjas före mindre fördelaktiga alternativ svarade 60% att så är fallet. Företagen fick även möjlighet

att rangordna åtta olika finansieringsalternativ som ansågs vara viktiga i deras finansiella beslut. Resultatet blev att de flesta företag som rangordnade sina finansieringsalternativ prioriterade intern finansiering. Detta stämmer överens med pecking order-teorin där företagen anses prioritera interna resurser framför externa i sin finansiering. Ett tredje resultat av denna studie var att 32% av alla intervjuade företag strävade efter en optimal kapitalstruktur i enlighet med trade-off teorin, samtidigt som de valde att finansiera sin verksamhet med framförallt interna resurser enligt pecking order-teorin.

Författarna menar att denna motsättning kan förklaras med att företagsledningen tänker olika på kort och lång sikt i denna fråga. På kort sikt kan likviditetsbrist tillgodoses genom belåning i enlighet med trade-off teorin. På lång sikt prioriterar företag finansiering med interna resurser. Vidare skriver författarna att frågan om kapitalstruktur är så pass komplicerad att man bör inkludera antagandet i pecking order-teorin om asymmetrisk information i trade-off teorin och analysera företagets kapitalstruktur med hänsyn till detta (Beattie, Goodacre och Thomson 2006).

Beattie, Goodacre och Thomson kom även fram till att företagets beslut vid val av optimal kapitalstruktur i enlighet med trade-off teorin beror på dess storlek. Stora företag i undersökningen tenderade att sträva efter en optimal kapitalstruktur medan mindre företag inte gjorde det. Detta förklarar författarna med att stora företag har bättre kontroll över sina finansiella resurser än mindre företag. Stora företag är mindre utsatta för konkursrisk och har flera möjligheter att ta ett nytt lån än de mindre företagen vid likviditetsproblem (Beattie, Goodacre och Thomson 2006).

Carpentier (2006)

Cécile Carpentier testade Modigliani och Millers teorem (1958) genom att undersöka kapitalstrukturer av 246 franska icke finansiella företag från 1987 till 1996. Författarens främsta motiv till studien var att komplettera den bristfälliga kunskapen om relationen mellan kapitalstruktur och företags marknadsvärde. Ett annat motiv för undersökningen var att författaren fann att de flesta studier på kapitalstruktur endast omfattade amerikanska företag. Hon tyckte att studien borde utvidgas till europeiska företag för att öka trovärdigheten för sambandet mellan företagets kapitalstruktur och marknadsvärde.

Slutsatsen av undersökningen var att förändringar i kapitalstrukturer av de undersökta företagen inte resulterade i förändringar i deras marknadsvärde på lång sikt. Denna slutsats stämde överens med Modigliani och Millers första teorem

(1958) där forskare påstår att företagets marknadsvärde inte påverkas av dess kapitalstruktur (Carpentier 2006).

3.2 Ägarstruktur

3.2.1 Principal-agent teorin

Som utgångspunkt för undersökningen av ägarstruktur har principal-agent teorin valts där ägaren är principal och företagsledningen är agent. Denna teori utgår från att större bolag oftast har ett stort antal aktieägare som alla inte har möjlighet att vara insatta och påverka den dagliga verksamheten.

Därför tillsätts det en självständig och professionell företagsledning som får till sitt uppdrag att leda och styra företaget i aktieägarnas intresse (Andrén et al. 2003, s. 75). Eftersom ägande och kontroll separeras uppstår lätt intressekonflikter mellan ägare och ledning. Ägarna strävar efter en god lönsamhet och aktieutdelning. Företagsledningen å andra sidan agerar utifrån att anskaffa mer makt och eget vinstintresse vilket leder till att tillväxt prioriteras före god lönsamhet. Samtidigt hålls kapital inom företaget för att ledningen ska få mer kapital att förvalta över vilket leder till låg utdelning (Andrén et al. 2003, s. 75). Det kan även hända att företagsledningen öppet utnyttjar sin position och orsakar onödiga utgifter för företaget på bekostnad av aktieägarna (Kim & Nofsinger 2007, s. 3-4). För att minimera risken för sådana intressekonflikter och informationsasymmetri som inträffar mellan agenter och principaler har man börjat införa olika övervakningssystem i form av till exempel styrelse och revisorer. De ser till att ledningen sköter sitt arbete på ett för företaget korrekt och gynnsamt sätt. Ett alternativ för att minska intressekonflikter är att ledningen motiveras till att ha mål i samma riktning som aktieägarna. Vanligtvis görs det genom olika slags belöningssystem och incitamentsprogram (Andrén et al. 2003, s. 75).

3.2.2 Forskning av relevans för vår studie

Chen , Cheung, Stouraitis och Wong (2005)

Chen et al. (2005) studerade 412 noterade Hong Kong företag under åren 1995-1998 i syfte att undersöka om koncentrerat ägande påverkar företagsvärdet. De tre måtten som användes i undersökningen var räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på tillgångar och P/B kvot (marknadspris dividerat med bokfört värde). Chen et al. kom fram till att det inte fanns något positivt samband mellan koncentrerat ägande och företagets aktieavkastning. Däremot lyckades de bevisa ett negativt samband

mellan koncentrerat ägande under 10% och aktieavkastning som var statistiskt signifikant för P/B kvot. De gjorde tolkningen att intressekonflikten mellan ledning och ägare ger upphov till agentkostnader och därav det negativa sambandet mellan koncentrerat ägande och aktieavkastning (Chen et al. 2005). En annan studie undersökte 511 börsnoterade amerikanska företag kunde heller inte hitta ett positivt samband mellan koncentrerat ägande och avkastning (Demsetz 1985).

Yurtoglu (2000)

Yurtoglu (2000) studerade i sin artikel ägarstrukturen för 257 företag noterade på ISE (Istanbul Stock Exchange) juli 1998.

Majoriteten bland de undersökta företagen hade högt koncentrerat ägande varav 75% av dessa ägdes av familjer. Yurtoglu genomförde sin undersökning i syfte att studera hur koncentrerat ägande förhåller sig till företagets aktieavkastning. Resultatet visade ett negativt samband mellan koncentrerat ägande och avkastning (Yurtoglu 2000). Resultatet tolkade Yurtoglu som att ett högre koncentrerat ägande ger en negativ effekt på företagets marknadsvärde och således på dess aktieavkastning. Möjliga förklaringar till fenomenet är ägarnas opportunistiska beteendet mot minoritetsägarna samt högre agentkostnader vilket ett högt koncentrerat ägande medför (Yurtoglu 2000).

4 Resultat

I detta kapitel kommer resultat att presenteras. De är baserade på metoder från tidigare kapitel. Först redovisas en beskrivande statistik av kapital- och ägarstruktur som följs av två enkla linjära regressioner, en mellan kapitalstruktur och avkastning och den andra mellan ägarstruktur och avkastning.

4.1 Deskriptiv analys

I denna del av undersökningen görs ett försök i att förklara variationer i skuldsättningsgrad och ägarstruktur mellan de fyra åren på ett övergripande plan innan mer ingående analys görs med hjälp av regression. Skillnader i branscher är även redovisade för att se eventuella skillnader mellan dessa. Branscher kommer ej att analyseras i regressionen eftersom antalet datapunkter inte är tillräcklig.

4.1.1 Kapitalstruktur

Den första faktorn som undersökts är kapitalstruktur. Medelvärde, median och standardavvikelse har sammanställts i tabell 1 för alla branscher samt för branscherna var för sig. Skuldsättningsgraden som använts är baserad på formeln i avsnitt 2.6.1.

(%)	2005	2006	2007	2008
Alla, n=36				
Medel	56.46	46.00	42.81	44.20
Standardavvikelse	77.09	72.97	53.65	55.80
Median	17.98	12.94	22.71	19.22
Industri, n=9				
Medel	52.24	41.39	52.73	54.64
Standardavvikelse	54.71	57.13	61.26	67.34
Median	27.78	13.49	21.24	23.67
Hälsovård, n=9				
Medel	69.15	73.94	38.27	31.50
Standardavvikelse	99.87	121.68	63.95	52.01
Median	7.74	7.11	5.14	2.64
IT, n=9				
Medel	14.50	8.37	18.50	16.08
Standardavvikelse	26.62	10.94	12.72	14.20
Median	2.65	4.72	22.71	10.35
Sällanköp, n=9				
Medel	89.95	60.30	64.12	74.57
Standardavvikelse	94.24	48.77	58.32	62.84
Median	48.01	45.41	45.89	78.01

Tabell 1. Skuldsättningsgrad för hela urvalet samt branscher

Datan från Metro (sällanköp) år 2007 är borträknad eftersom skuldsättningsgraden är ovanligt stor jämfört med åren innan och efter vilket kommer att ge en felvisande bild för branschen i övrigt det året. Skuldsättningsgraden låg på 116.96% 2006 och gick upp till 487.02% 2007 för att därefter gå ner till 36.38% 2008. Detta beror på att 2-3 åriga skulder ökade ovanligt mycket samtidigt som eget kapital sjönk p.g.a. sämre resultat.

Det gemensamma medelvärdet av skuldsättningsgrad för alla branscher har sjunkit genom åren med undantag för 2008. Även standardavvikelsen har sjunkit, främst för övergången mellan 2006 och 2007. Resultat från regressionen kommer att visa om det finns ett samband mellan skuldsättningsgrad och företagets prestation för alla företag i undersökningen under perioden senare i kapitlet.

Vad gäller branscher emellan visar hälsovård det tydligaste mönstret. Både medel- och medianvärde sjunker samtidigt som standardavvikelsen minskar vilket stärker påståendet att skuldsättningsgraden sjönk vid övergången mellan år 2006 och 2007, det vill säga starten av den finansiella krisen. En orsak till detta är det saknas säkerheter som garanti för lån.

Industri har hållit ungefär samma nivå på medelvärdet med aningen högre standardavvikelse för 2007 och 2008. Det antyder att kapitalstrukturen inte förändrats mycket för de flesta företag med undantag av Beijer Alma som ökade sin skuldsättning mest med 58.27% för 2008.

Den mest homogena branschen i undersökningen med avseende på skuldsättningsgrad är IT som visar lägst standardavvikelse genom alla åren.

Sällanköp visar en betydande förändring av skuldsättning mellan 2007 och 2008 till skillnad från till exempel hälsovård där förändringen sker mellan 2006 och 2007. Detta kan bero på att sällanköp är mer direkt beroende av konsumentbeteende än de övriga branscherna. Eftersom konsumenter blev påverkade på allvar av den finansiella krisen 2008 så har konsumtionen minskat därefter och företag inom sällanköp har blivit mer skuldsatta.

4.1.2 Ägarstruktur

På samma sätt som för kapitalstruktur har en tabell sammanställts för hur koncentrerat ägande förändrats genom åren. Koncentrerat ägande är uträknad enligt:

$$\text{Koncentrerat ägande (\%)} = \frac{\sum \text{Aktiekapital som innehas av storägare}}{\text{Totalt aktiekapital}} * 100\%$$

(%)	2005	2006	2007	2008
Alla, n=36				
Medel	43.74	44.87	44.57	45.19
Standardavvikelse	23.52	19.81	19.21	17.49
Median	46.97	45.20	47.55	46.10
Industri, n=9				
Medel	52.77	50.83	51.63	53.16
Standardavvikelse	22.96	21.87	17.49	17.55
Median	55.10	50.33	50.20	52.40
Hälsovård, n=9				
Medel	44.37	43.76	44.31	43.44
Standardavvikelse	13.27	18.00	12.47	12.85
Median	48.44	47.60	47.60	42.00
IT, n=9				
Medel	24.55	34.30	31.51	35.54
Standardavvikelse	24.76	21.77	21.47	21.54
Median	16.36	36.38	34.67	36.54
Sällanköp, n=9				
Medel	53.25	50.56	50.82	48.64
Standardavvikelse	22.25	15.41	20.01	14.41
Median	55.86	49.00	48.90	44.40

Tabell 2. Ägarstruktur för hela urvalet samt branscher.

Siffrorna för varje bransch visar att ägarstrukturen har varit relativt stabil genom de fyra åren med undantag för IT 2005 som visar lägre medel- och medianvärde. Framförallt är det hälsovård och sällanköp som inte visar några markanta förändringar. Sällanköp har en svag trend neråt för både medel- och medianvärde. Baserat på den beskrivande statistiken går det inte att se något mönster för ägarstruktur innan och under krisen.

4.2 Enkel linjär regression

Enligt uträkningar i bilaga 4 av homoskedacitet och normalfördelning för undersökningsmaterialet är förutsättningarna för OLS uppfyllda. Därför är regression möjlig att göra.

4.2.1 Regression för kapitalstruktur

För att se om det finns något samband mellan avkastningen på företags aktier och kapitalstrukturen har följande regressionsmodell ställts upp:

$$\text{Avkastning} = \beta_1 + \beta_2 * \text{skuldsättningsgrad}$$

Regression har genomförts årsvis mellan åren 2005-2008. 2005 och 2006 ses som år med god aktieutveckling, 2007 räknas som ett år med en uppgång fram tills halvårsskiftet. År 2008 ses som ett år med stor nedgång på aktiemarknaden.

Avkastning för ett företag i procent definieras enligt:

$$\text{Avkastning} = \frac{\text{Aktiekurs vid årets slut} - \text{aktiekurs vid årets början}}{\text{Aktiekurs vid årets början}}$$

Nollhypotesen innebär att det inte finns något samband mellan kapitalstruktur och avkastning för ett företag. Alternativhypotesen är dubbelsidig vilket innebär att det antingen finns ett positivt eller negativt samband mellan kapitalstruktur och avkastning.

Nollhypotesen är $H_0: \beta_2 = 0$

$H_1: \beta_2 \neq 0$

Den kritiska regionen för nollhypotesen kräver att t-värdet inte får vara mindre än $-2,094$ eller större än $2,094$ vid användande av en signifikansnivå på 5% och 34 frihetsgrader. Med en vald signifikansnivå på 5% innebär det att p-värdet inte får understiga 5% för att nollhypotesen ska vara sann. Om p-värdet är mindre än 5% förkastas nollhypotesen (Westerlund 2005, s. 122).

År 2005

Följande modell erhöles för år 2005:

$$\text{Avkastning} = 47.64918 + 0.007510 * \text{skuldsättningsgrad}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	47.64918	16.17947	2.945040	0.0058
b(2)	0.007510	0.170870	0.043949	0.9652
Förklaringsgrad	0.0057%			

Tabell 3.

Det beräknade t-värdet på 0.04 överstiger inte det kritiska värdet på 2.094. P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Nollhypotesen kan därför inte förkastas. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen på våra utvalda företag och skuldsättningsgraden.

År 2006

Följande modell erhöles för år 2006:

$$\text{Avkastning} = 9.115254 + 0.088050 * \text{skuldsättningsgrad}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	9.115254	7.389027	1.233620	0.2258
b(2)	0.088050	0.086528	1.017600	0.3161
Förklaringsgrad	2.9556%			

Tabell 4.

Det beräknade t-värdet på 1.018 överstiger inte det kritiska värdet på 2.094. P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen på våra utvalda företag och skuldsättningsgraden.

År 2007

Följande modell erhöles för år 2007:

$$\text{Avkastning} = 23.25372 - 0.171709 * \text{skuldsättningsgrad}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	23.25372	17.96540	1.294361	0.2043
b(2)	-0.171709	0.170604	-1.006480	0.3213
Förklaringsgrad	2.8932%			

Tabell 5.

Det beräknade t-värdet på -1.006 understiger inte det kritiska värdet på -2.094 . P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen på våra utvalda företag och skuldsättningsgraden.

År 2008

Följande modell erhöles för år 2008:

$$\text{Avkastning} = -35.97122 - 0.155464 * \text{skuldsättningsgrad}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	-35.97122	5.448795	-6.601684	0.0000
b(2)	-0.155464	0.077207	-2.013592	0.0520
Förklaringsgrad	10.6546%			

Tabell 6.

Det beräknade t-värdet på -2.014 understiger inte det kritiska värdet på -2.094 . P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen på våra utvalda företag och skuldsättningsgraden.

4.2.2 Regression för ägarstruktur

För att se om det finns något samband mellan avkastningen på företags aktier och ägarstruktur (koncentrerat ägande) har vi ställt upp följande modell som vi har gjort en regression för:

$$\text{Avkastning} = \beta_1 + \beta_2 * \text{ägarstruktur}$$

Regression har även här genomförts årsvis mellan åren 2005-2008. 2005 och 2006 ses som år med god aktieutveckling, 2007 räknas som ett år med en uppgång fram tills halvårsskiftet. År 2008 ses som ett år med stor nedgång på aktiemarknaden. Avkastning för ett företag definieras som:

$$\text{Avkastning} = \frac{\text{Aktiekurs vid årets slut} - \text{aktiekurs vid årets början}}{\text{Aktiekurs vid årets början}}$$

Det framräknade värdet räknas i procent.

Ägarstrukturen för ett företag har vi bestämt genom att summera alla ägares andel som har överstigit 4% av kapitalet. Även denna variabel räknas i procent.

Nollhypotesen innebär att det inte finns något samband mellan ägarstruktur och avkastning för ett företag. Alternativhypotesen är dubbelsidig vilket innebär att det antingen finns ett positivt eller negativt samband mellan ägarstruktur och avkastning.

Nollhypotesen är $H_0: \beta_2 = 0$

$H_1: \beta_2 \neq 0$

Den kritiska regionen för nollhypotesen kräver att t-värdet inte får vara mindre än $-2,094$ eller större än $2,094$ vid användande av en signifikansnivå på 5% och 34 frihetsgrader. Med en vald signifikansnivå på 5% innebär det att p-värdet inte får understiga 5% för att nollhypotesen ska vara sann. Om p-värdet är mindre än 5% förkastas nollhypotesen (Westerlund 2005, s. 122).

År 2005

Följande modell erhöles för år 2005:

$$\text{Avkastning} = 24.00335 + 0.550335 * \text{ägarstruktur}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	24.00335	27.33431	0.878140	0.3860
b(2)	0.550335	0.552177	0.996665	0.3260
Förklaringsgrad	2.8387%			

Tabell 7.

Det beräknade t-värdet på 0.997 överstiger inte det kritiska värdet på 2.094. P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen och ägarstrukturen på våra utvalda företag.

År 2006

Följande modell erhöles för år 2006:

$$\text{Avkastning} = 3.642827 + 0.212251 * \text{ägarstruktur}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	3.642827	15.72955	0.231591	0.8182
b(2)	0.212251	0.321445	0.660301	0.5135
Förklaringsgrad	1.2661%			

Tabell 8.

Det beräknade t-värdet på 0.660 överstiger inte det kritiska värdet på 2.094. P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen och ägarstrukturen på våra utvalda företag.

År 2007

Följande modell erhöles för år 2007:

$$\text{Avkastning} = -7.936409 + 0.487335 * \text{ägarstruktur}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	-7.936409	39.49487	-0.200948	0.8419
b(2)	0.487335	0.815544	0.597558	0.5541
Förklaringsgrad	1.0393%			

Tabell 9.

Det beräknade t-värdet på 0.598 överstiger inte det kritiska värdet på 2.094. P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen och ägarstrukturen på våra utvalda företag.

År 2008

Följande modell erhöles för år 2008:

$$\text{Avkastning} = -22.11503 - 0.458625 * \text{ägarstruktur}$$

Beroende variabel: Avkastning				
Sampel: 1 - 36				
Inkluderade observationer: 36				
	Koefficient	Standardavvikelse	t-statistika	p-värde
b(1)	-22.11503	12.02074	-1.839739	0.0746
b(2)	-0.458625	0.248508	-1.845517	0.0737
Förklaringsgrad	9.1053%			

Tabell 10.

Det beräknade t-värdet på -1.846 understiger inte det kritiska värdet på -2.094. P-värdet gav samma svar, det låg inte under 0.05 vilket krävs för att förkasta nollhypotesen. Av detta kan man se att det inte finns något samband mellan avkastningen och ägarstrukturen på våra utvalda företag.

5 Analys

Detta kapitel kommer att tolka resultaten från kapitel 4 och analysera dem utifrån de teorier och studier som redovisats i kapitel 3.

5.1 Kapitalstruktur

Resultatet från regressionen visar att kapitalstruktur har låg förklaringsgrad för avkastning. Nollhypotesen förkastas inte för något av åren vilket betyder att inget samband mellan kapitalstruktur och avkastning kunde bevisas. Modigliani och Miller teoremet (1958) säger att valet av finansieringsform inte ska påverka företagsvärdet vilket stämmer överens med resultat från regressionerna för de fyra åren. Detta stämmer även överens med Carpentiers studie (2006) om att avkastningen inte påverkas av kapitalstrukturen. Eftersom samband mellan kapitalstruktur och avkastning inte kunde visas för något av åren innebär det även att den finansiella krisen inte hade någon större inverkan på valet av kapitalstruktur. Modigliani och Miller teoremet (1958) gäller därför även under krisen.

Att kapitalstruktur inte påverkar avkastning strider mot slutsatsen i Modigliani och Millers teorem med hänsyn till skatter (1963) som hävdar att företag medvetet väljer en optimal kapitalstruktur genom att öka skuldsättningsgraden i syfte att öka företagsvärdet på marknaden. Även Walsh och Ryans studie (1997) stödjer teoremet. Samtidigt finns det studier som visar det motsatta, i linje med Carpentier och Modigliani och Miller (1958) fast med en annan aspekt. Beattie et al. (2006) är ett exempel där enbart 50% av de undersökta företagen strävade efter en optimal kapitalstruktur. Anledningen kan vara att många företag inte lägger någon större vikt på val av kapitalstruktur under normala år. Avvikande år som till exempel under finansiella kriser kan däremot ha inverkan som denna undersökning gav en svag indikation om.

2008 som anses vara ett krisår var det enda året där p-värdet var nära att uppfylla kraven för att förkasta nollhypotesen. Förklaringsgraden var även högre för detta år än de tidigare åren. Skuldsättningsgraden skulle i så fall ha haft ett negativt samband med avkastningen för året. Men eftersom en signifikansnivå på 5% användes kunde inte nollhypotesen förkastas även om p-värdet var 5.2%. Närheten till att kapitalstruktur och avkastning har ett samband skulle kunna förklaras med en ökad risk med högre skuldsättning under krisperiod. Detta kan bero på att investerare blir mer återhållsamma med att investera i företag med relativt hög skuldsättning vilket återspeglas i aktiepris (Milken 2009).

Vidare kan denna avvikelse för år 2008 förklaras med likviditetsproblem vilket är en konsekvens av krisperioder (Bäckström 1998). Med likviditetsproblem ökar konkursrisken för skuldsatta företag vilket leder till obalans mellan positiva skatteeffekter från räntekostnader och konkurskostnader. Trade-off teorin säger att om denna obalans i företagets kapitalstruktur uppkommer tenderar företagets marknadsvärde att gå ner (Kraus & Litzenberger 1973).

5.2 Ägarstruktur

På samma sätt som för kapitalstruktur gjordes en regression för koncentrerat ägande. Regressionen kunde inte visa att avkastningen påverkades av koncentrerat ägande eftersom nollhypotesen inte kunde förkastas för något av de undersökta åren.

Tidigare studier som studerat samband mellan koncentrerat ägande och avkastning är Chen et al. (2005) och Demsetz (1985). I båda artiklarna kunde de inte visa ett positivt samband mellan dessa. Däremot hittade Chen et al. (2005) ett negativt samband mellan koncentrerat ägande under 10% och avkastning. Samma resultat fick Yurtoglu (2000) i en undersökning av turkiska företag. I regressionen som gjordes i vår undersökning för ägarstruktur var 2008 nära att visa signifikans för ett negativt samband mellan koncentrerat ägande och avkastning relativt de tidigare åren. Även förklaringsgraden för 2008 var mycket högre än det övriga åren. En förklaring till att signifikans nästan kunde visas för ett negativt samband mellan koncentrerat ägande och avkastning 2008 kan vara de ökade agentkostnader som högt koncentrerat ägande ger (Demsetz 1985).

En annan aspekt som borde beaktas är flexibiliteten hos ett företag baserat på olika koncentrerat ägande. Man kan tänka sig att koncentrerat ägande innebär långsammare anpassning till omgivningen på grund av friktionen mellan ledningens och storägarnas vision enligt principal-agent teorin. I ett företag med spritt ägande är det lättare för ledningen att ändra inriktning när den ekonomiska miljön förändras snabbt, till exempel under en finanskris.

När det gäller åren som var långt ifrån att visa statistisk signifikans vilket också är åren innan krisen tyder vi att andel storägare inte gör någon skillnad för avkastning. Detta kan bero på att den svenska ägarmodellen inte är lika tydlig idag som nämnts i problemformuleringen. Som ett resultat gynnas inte koncentrerat ägande på samma sätt som förr.

6 Slutsats och vidareforskning

Kapitlet behandlar kopplingen mellan undersökningens syfte och resultat. Vidare diskuteras möjlig vidareforskning.

6.1 Slutsats

Målet med uppsatsen var att undersöka två samband innan och under den finansiella krisen: kapitalstruktur och avkastning respektive ägarstruktur och avkastning. Varken kapital- eller ägarstruktur påverkar företagens avkastning i de fyra valda branscherna. I undersökningen har vi använt oss av både teorier och artiklar om liknande undersökningar. Resultatet för kapitalstruktur går i linje med Modigliani och Miller teoremet (1958) om att den inte har någon inverkan på företagsvärdet. Inte heller för ägarstruktur visade regressionen något statistiskt signifikant samband med avkastning. En möjlig förklaring är att det inte är någon stor skillnad mellan agentkostnader under spritt och koncentrerat ägande.

Krisåret 2008 visade det mest intressanta resultatet, både för kapitalstruktur och ägarstruktur. Regressionerna var nära att visa ett negativt samband mellan de undersökta faktorerna och avkastning. Om regressionen för kapitalstruktur hade visat signifikant samband skulle det innebära att ju högre skuldsättningsgrad ett företag har desto sämre avkastning får företaget. Detta hade i så fall stämt med trade-off teorin. När det gäller ägarstruktur hade ett negativt samband inneburit att den sämre avkastningen kan förklaras med ökade agentkostnader som högt koncentrerat ägande för med sig. Vad vi tror är att krisåret 2008 förändrade strukturen i ekonomin i den grad att regressionsresultaten skiljde sig väldigt mycket från de tidigare åren.

6.2 Vidareforskning

I denna undersökning har vi valt att bara ta med svenska företag på Stockholmsbörsen. En intressant utökning vore att titta på marknadsplatser utomlands för att se om skillnader finns mellan olika länder.

Den svenska ägarmodellen är inte lika dominant idag som förr vilket förklaras i Henrekson & Jakobsson (2008) av att ägandet har spätts ut som ett resultat av ökad internationell konkurrens. Med de rådande förändringar som sker i ägarmodellen vore det intressant att undersöka hur utländskt ägande och institutionellt ägande påverkar företagsvärde. Även förklaringar till förändringar i ägarmönster kan undersökas.

I undersökningen har vi haft ett begränsat antal oberoende variabler. Exempel på oberoende variabler är storlek på företag och relevanta nyckeltal som används för att förklara ett företags avkastning. Möjligheten finns att andra variabler förklarar avkastning bättre under kris. Att inkludera fler variabler innebär även eventuellt en högre förklaringsgrad på dessa i multipelregressionen.

Man skulle även kunna inkludera andra branscher och fler företag i undersökningen. Sålunda skulle man kunna få en mer rättvisande bild av sambandet mellan oberoende variabler och aktiekursutvecklingen på Stockholmsbörsen under finansiella kriser.

Kapitalstruktur skulle även kunna undersökas för tidigare kriser för att utöka kunskapen om krisers inverkan på företag.

Källförteckning

Publicerade källor

- Andrén, Niklas, Eriksson, Tore & Hansson, Sigurd (2003) *Finansiering*, Liber
- Asgharian, Hossein (1997) *Essays on Capital Structure*, Lund Economic Studies
- Beattie, Vivien & Goodacre, Alan & Thomson, Sarah Jane (2006) "Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, nov./dec. 2006, Vol. 33 Issue 9/10, s. 1402-1434
- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2007) *Corporate Finance*, Pearson, International Edition
- Brooks, Chris (2002) *Introductory econometrics for finance*, Cambridge University Press
- Bryman, Alan & Bell, Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber
- Bäckström, Urban (1998) "Finansiella kriser - svenska erfarenheter", *Ekonomisk debatt*, årg. 26, nr.1, s. 5-19
- Carpentier, Cécile (2006) "The valuation effects of long-term changes in capital structure". *International Journal of Managerial Finance*, Emerald Group Publishing Ltd., Vol. 2, nr. 1 2006, s. 4-18
- Chen, Zhilan et al. (2005) "Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong". *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13 2005, s. 431-449
- Demsetz, Harold & Lehn, Kenneth (1985) "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, vol. 93 no. 6, 1985, s. 1155-1177
- Devore, Jay L. (2008) *Probability and Statistics for Engineering and the Sciences*, Cengage Learning, 7e upplagan
- Gilchrist, Warren (2000) *Statistical modelling with quantile functions*, CRC Press
- Gujarati, Damodar N. (2003) *Basic econometrics*, McGraw Hill, 4e upplagan
- Gujarati, Damodar N. (2006) *Essentials of econometrics*, McGraw Hill, 3e upplagan
- Henrekson, Magnus och Jakobsson, Ulf (2008) *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*, Underlagsrapport nr 19 till Globaliseringsrådet, Institutet för näringslivsfrågor
- Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och varför?*, Studentlitteratur
- Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*, Studentlitteratur
- Kim, Kenneth A. & Nofsinger John R. (2007) *Corporate Governance*, Pearson, International Edition
- Kraus, Alan & Litzenberger, Robert H. (1973) "A State-Preference Model of

- Optimal Financial Leverage”. *Journal of Finance*, Vol. 28
Issue 4 1973, s. 911-922
- Lybeck, Johan (2009) *Finanskrisen*, SNS Förlag
- Malmqvist, Peter (2009) ”Stabila bolag fortfarande högst rankade”. *Aktiespararen*
sep. 2009, s.26 -28
- Menard, Scott W. (2002) *Applied logistic regression analysis*, SAGE
- Milken, Michael (2009) ”Why Capital Structure Matter”, *Wall Street Journal*,
N.Y. 21 apr. 2009, s. A.21
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1958) *The Cost of Capital, Corporation
Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*; jun.
1958, Vol. 48, s.261-297
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1963) *Corporate Income Taxes and the
Cost of Capital: A Correction*, *American Economic Review*; jun. 1963, Vol.
53 Issue 3, s. 433-443
- Walsh, Eamonn J. & Ryan, James (1997) *Agency and tax explanations of security
issuance decisions*, *Journal of Business Finance & Accounting*, september
1997, Vol. 24 Issue 7/8, s. 943-961
- Westerlund, Joakim (2005) *Introduktion till ekonometri*, Studentlitteratur
- Wärnsund, Sven-Olof (1975), *Ekonomisk demokrati genom aktiespridning?*
Ekonomiskdebatt, nummer 2 1975
- Yurtoglu, B. Burcin (2000) ”Ownership, Control and Performance of Turkish
Listed Firms”. *Empirica*, vol. 27 2000, s. 193-222

Lagar

- Aktiebolagslag (2005:551)
Lag om investeringsfonder (2004:46)

Elektroniska källor

- Wickman-Parak, Barbro (2008), *Finanskrisen ur ett centralbanksperspektiv*, talet
på bankföreningens årsmöte 2008-11-12,
<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=29561>, 2009-12-20
- Affärsvärldens hemsida,
[http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_detail.page?magic=\(cc%20\(ts%2049534\)\)](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_detail.page?magic=(cc%20(ts%2049534))), 2009-12-28

Datakällor

- Datastream

Årsredovisningar

Företag	Årsredovisningar	Hemsida
ACADEMEDIA	2005-2008	www.academedia.se
ACAP INVEST	2005-2008	www.acapinvest.se
ATLAS COPCO	2005-2008	www.atlascopco.com
AUTOLIV INC	2005-2008	www.autoliv.com
AXIS	2005-2008	www.axis.com
BEIJER ALMA	2005-2008	www.beijer-alma.se
BETSSON	2005-2008	www.betsson.se
BILIA	2005-2008	www.bilia.se
BIOINVENT INTL.	2005-2008	www.bioinvent.com
BIOLIN SCIENTIFIC	2005-2008	www.biolinscientific.com
BIOTAGE	2005-2008	www.biotage.com
CARDO	2005-2008	www.cardo.se
DUROC	2005-2008	www.duroc.se
ELANDERS	2005-2008	www.elanders.se
ELECTROLUX	2005-2008	www.electrolux.com
ELOS	2005-2008	www.elos.se
ERICSSON	2005-2008	www.ericsson.com
FAGERHULT	2005-2008	www.fagerhult.se
FENIX OUTDOOR	2005-2008	www.fenixoutdoor.se
FIREFLY	2005-2008	www.firefly.se
GUNNEBO	2005-2008	www.gunnebo.com
JEEVES	2005-2008	www.jeeves.se
LABS2GROUP	2005-2008	www.labs2.com
MEDA	2005-2008	www.meda.se
MEDIVIR	2005-2008	www.medivir.se
METRO INTERNATIONAL	2005-2008	www.metro.lu
MODUL 1 DATA	2005-2008	www.modul1.se
MSC KONSULT	2005-2008	www.msc.se
MULTIQ INTERNATIONAL	2005-2008	www.multiq.se
NSP HOLDING	2005-2008	www.nordicservicepartners.se
PRICER	2005-2008	www.pricer.se
PROACT IT GROUP	2005-2008	www.proact.se
PROBI	2005-2008	www.probi.se
RAYSEARCH LAB.	2005-2008	www.raysearchlabs.com
SECO TOOLS	2005-2008	www.secotools.com
STILLE	2005-2008	www.stille.se

Bilaga 1 - Undersökningsunderlag

Bransch	Stora företag	Medelstora företag	Små företag
IT	Ericsson	Labs2Group	MultiQ International
	Axis Communication	Modul1	MSC konsult
	ProAct IT Group	Pricer	Jeeves
Industri	Gunnebo	Beijer Alma	ACAP Invest
	Atlas Copco	Fagerhult	Duroc
	Cardo	Seco Tools	Firefly
Hälsovård	Biotage	Medivir	Biolin
	Elos	Stille	BioInvent
	Meda	RaySearch Laboratories	Probi
Sällanköp	Bilia	Fenix Outdoor	NSP Holding
	Autoliv Inc	Elanders	Academedia
	Electrolux	Metro	Betsson

Bilaga 2 – Kapitalstruktur

Tabellen nedan visar företagens avkastning (A) och skuldsättningsgrad (SSG) för 2005-2008.

Företag	2005		2006		2007		2008	
	A	SSG	A	SSG	A	SSG	A	SSG
ACADEMEDIA	-27.79	2.36	-15.34	1.98	192.76	3.7	-15.92	81.33
ACAP INVEST	195.75	113.59	87.50	44.12	41.59	30.2	-65.91	31.24
ATLAS COPCO	75.97	52.11	36.82	12.38	-5.67	157.41	-25.88	125.1
AUTOLIV INC	12.79	39.68	12.07	45.41	-15.48	52.82	-49.28	78.01
AXIS	210.11	2.65	55.90	3.13	73.30	7.27	-64.00	6.98
BEIJER ALMA	57.57	17.8	40.09	13.49	-31.44	8.04	-19.78	11.18
BETSSON	29.86	5.08	-10.61	0.19	460.55	0.04	1.48	0.6
BILIA	30.08	138.02	-6.42	90.97	-7.03	142.93	-84.18	105.7
BIOINVENT INTL.	32.74	0	-19.83	0	72.22	0	-15.52	0
BIOLIN SCI.	35.25	0.75	-31.94	0.05	-60.80	23.59	-25.35	16.71
BIOTAGE	20.38	7.74	10.50	7.11	-35.34	5.14	-43.82	1.01
CARDO	1.31	9.1	34.36	8.74	-22.69	7.46	-38.71	8.42
DUROC	96.79	5.16	-11.19	6.15	-8.16	15.92	-38.49	17.57
ELANDERS	8.66	29.14	20.77	20.9	2.30	38.95	-81.67	19.92
ELECTROLUX	35.06	74.49	6.00	125.44	-8.60	99.13	-38.48	133.3
ELOS	28.19	149.55	29.11	165.73	95.62	126.27	-56.10	119.95
ERICSSON	29.25	23.53	1.09	19.62	-45.10	23.98	-17.61	27.79
FAGERHULT	53.00	92.46	1.38	88.29	3.33	93.88	-21.29	74.99
FENIX OUT.	108.18	48.01	12.50	41.79	0.00	29.64	-12.80	21.42
FIREFLY	55.95	0	73.38	0	-34.16	0	-36.47	0
GUNNEBO	13.26	152.12	0.62	175.39	-17.71	140.4	-76.46	199.59
JEEVES	66.67	1.63	-6.38	1.21	-30.98	27.42	-46.18	46.69
LABS2GROUP	-5.00	11.32	20.00	5.42	-83.67	8.78	-57.14	14.49
MEDA	247.61	174.87	143.00	116.4	-38.29	170.51	-31.51	124.7
MEDIVIR	-42.01	2.96	-15.56	0	7.41	0	-4.49	0
METRO INT.	-19.96	199.41	-33.67	116.96	-48.19	487.02	-83.37	36.38
MODUL 1 DATA	-27.18	82.7	32.53	33.26	-23.48	3.34	-53.33	0.69
MSC KONSULT	40.00	0.57	-9.09	0	44.85	29.43	-73.04	22.5
MULTIQ INT.	20.80	2.33	-38.11	3.08	-10.98	38.77	-63.44	7.68
NSP HOLDING	-84.53	273.4	16.20	99.06	21.09	145.76	-89.74	194.48
PRICER	-4.46	1.25	-38.05	4.9	-35.21	22.71	-13.73	10.35
PROACT IT GR.	39.41	4.48	47.06	4.72	8.57	4.82	-17.22	7.55
PROBI	-1.70	4.78	-18.00	4.88	48.94	0	2.72	0
RAYSEARCH	268.75	18.16	-13.64	15.91	26.66	17.28	-81.77	18.51
SECO TOOLS	29.95	27.78	31.98	23.91	-0.67	21.24	-43.16	23.67
STILLE	99.95	263.58	28.93	355.41	-39.35	1.66	-60.67	2.64

Bilaga 3 – Ägarstruktur

Tabellen nedan visar företagens avkastning (A) och koncentrerat ägande (KÄ) för 2005-2008.

Företag	2005		2006		2007		2008	
	A	KÄ	A	KÄ	A	KÄ	A	KÄ
ACADEMEDIA	-27.79	54.43	-15.34	41.78	192.76	86.9	-15.92	38.5
ACAP INVEST	195.75	70.2	87.50	65.2	41.59	55.4	-65.91	51
ATLAS COPCO	75.97	15.01	36.82	15.01	-5.67	19.44	-25.88	20.87
AUTOLIV INC	12.79	33.3	12.07	32.6	-15.48	27	-49.28	33.5
AXIS	210.11	53.4	55.90	52.9	73.30	51.4	-64.00	50.8
BEIJER ALMA	57.57	55.1	40.09	54.7	-31.44	50	-19.78	53.67
BETSSON	29.86	61.6	-10.61	61.2	460.55	22.8	1.48	30.7
BILIA	30.08	37.9	-6.42	49	-7.03	47.5	-84.18	44.4
BIOINVENT INTL.	32.74	18.8	-19.83	14.2	72.22	26.3	-15.52	21.3
BIOLIN SCI.	35.25	43.33	-31.94	47.6	-60.80	41.5	-25.35	41.8
BIOTAGE	20.38	39.1	10.50	33.4	-35.34	34.5	-43.82	34.5
CARDO	1.31	45.5	34.36	46	-22.69	50.2	-38.71	52.4
DUROC	96.79	26	-11.19	29	-8.16	40	-38.49	42.6
ELANDERS	8.66	55.86	20.77	60.63	2.30	64.15	-81.67	69.84
ELECTROLUX	35.06	16.8	6.00	28.5	-8.60	38.5	-38.48	39.9
ELOS	28.19	50.4	29.11	50.4	95.62	47.6	-56.10	45.7
ERICSSON	29.25	5.02	1.09	5.02	-45.10	5.09	-17.61	7.95
FAGERHULT	53.00	82	1.38	77.3	3.33	74.1	-21.29	79
FENIX OUT.	108.18	57	12.50	61.5	0.00	62.4	-12.80	62.6
FIREFLY	55.95	44.95	73.38	38.15	-34.16	46.15	-36.47	46.78
GUNNEBO	13.26	55.23	0.62	50.33	-17.71	50.91	-76.46	54.63
JEEVES	66.67	39.71	-6.38	41.15	-30.98	42.96	-46.18	46.99
LABS2GROUP	-5.00	0	20.00	36.38	-83.67	6.63	-57.14	34.32
MEDA	247.61	52.5	143.00	44.4	-38.29	47.8	-31.51	42
MEDIVIR	-42.01	30.1	-15.56	21.6	7.41	29.1	-4.49	36.5
METRO INT.	-19.96	68.1	-33.67	44.1	-48.19	48.9	-83.37	64
MODUL 1 DATA	-27.18	0	32.53	0	-23.48	10.82	-53.33	5.62
MSC KONSULT	40.00	70.2	-9.09	70.2	44.85	68	-73.04	68.2
MULTIQ INT.	20.80	16.36	-38.11	27.79	-10.98	34.67	-63.44	36.54
NSP HOLDING	-84.53	94.3	16.20	75.76	21.09	59.22	-89.74	54.33
PRICER	-4.46	14.88	-38.05	39.58	-35.21	25.9	-13.73	17.1
PROACT IT GR.	39.41	21.4	47.06	35.7	8.57	38.1	-17.22	52.3
PROBI	-1.70	48.44	-18.00	50.11	48.94	57.51	2.72	56.65
RAYSEARCH	268.75	60.9	-13.64	62.6	26.66	52.2	-81.77	46.5
SECO TOOLS	29.95	80.9	31.98	81.8	-0.67	78.5	-43.16	77.5
STILLE	99.95	55.8	28.93	69.57	-39.35	62.32	-60.67	66.02

Bilaga 4 - Förutsättningar för regression

För att avgöra vilken typ av signifikanstest som är lämplig att göra på samplingsdata är det nödvändigt att utvärdera homoskedacitet, autokorrelation och normalfördelning (Menard 2002, s.4).

Homoskedacitet

Homoskedacitet innebär att datan har ändlig varians. Motsatsen till detta är heteroskedacitet som kan ge oönskvärda resultat i OLS (Brooks 2002, s. 147).

Hela undersökningsmaterialet baseras på 144 datapunkter för de 36 företagen genom de fyra år som undersöks.

Heteroskedacitet kan inte bekräftas om $n \cdot R^2 < \chi^2$, där n är antalet datapunkter, R^2 erhålls genom regression och χ^2 slås upp i tabell.

Kapitalstruktur	$n \cdot R^2 = 144 \cdot 0.001394 = 0.20 < \chi^2(144) = 124.34$
Ägarstruktur	$n \cdot R^2 = 144 \cdot 0.00388 = 0.559 < \chi^2(144) = 124.34$

Därför kan inte heteroskedacitet bekräftas för kapitalstruktur och ägarstruktur.

Autokorrelation – Durbin-Watson statistic

Ett vanligt test som används för autokorrelation är Durbin-Watson statistic. Den testar korrelation i residualerna. Värdet på d ligger alltid mellan 0 och 4. Ett värde nära 2 innebär ingen autokorrelation. Antar d 0 eller 4 innebär detta positivt eller negativ autokorrelation. (Gujarati 2003, s. 467-518)

$$d = \frac{\sum_{t=2}^T (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^T e_t^2}$$

där, e är residualen vid tiden t.

	d
Ägarstruktur	1.963
Kapitalstruktur	1.879

Normalfördelning

Det är önskvärt att undersökningsmaterialet är normalfördelat för att göra en OLS, men inte nödvändigtvis ett måste. Många mätpunkter kan kompensera för en icke-normalfördelad datamängd (Brooks 2002, s. 182). Normalfördelning av samplingsdata kan kontrolleras med hjälp av normalfördelningsdiagram, även kallat för rankitdiagram (Devore 2008, s. 171).

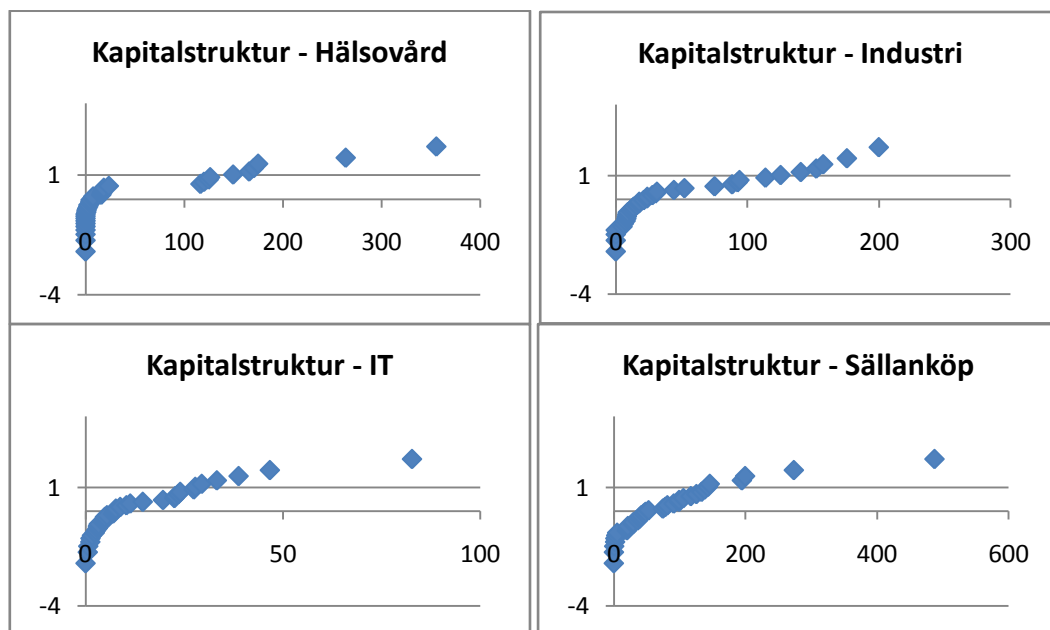
Observationerna rankas i storleksordning och tilldelas ett index, j . Rankit beräknas enligt:

$$\frac{j - 0.5}{n}$$

Detta är en förbättrad version av den mer traditionella:

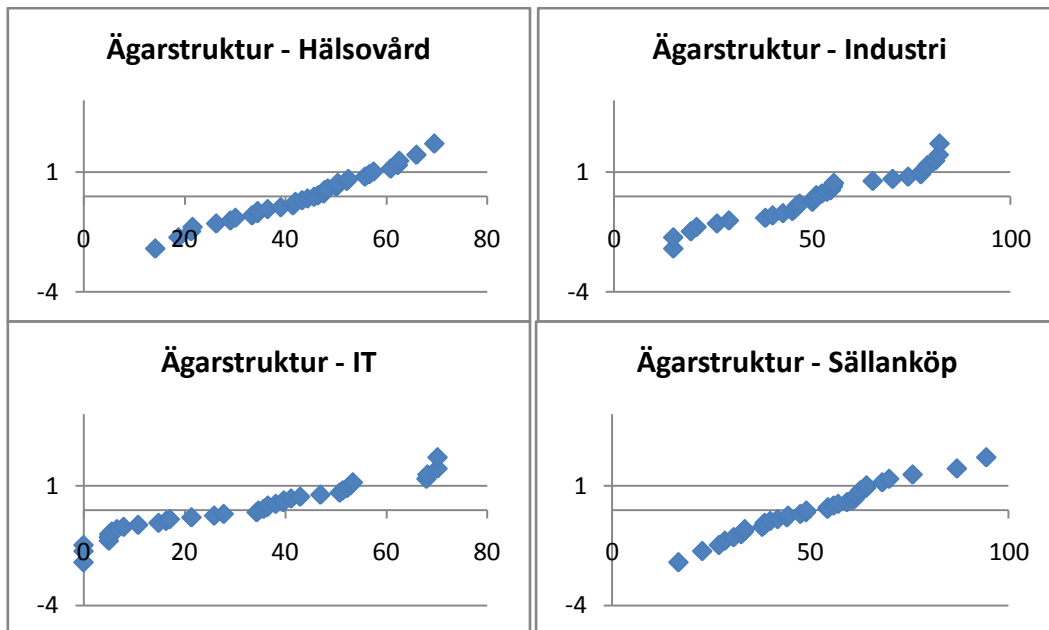
$$\frac{j}{n + 1}$$

där j är index och n är antalet observationer (Gilchrist 2005, s. 89).



Normalfördelningsplottar för kapitalstruktur.

Kapitalstrukturen är inte helt normalfördelat för någon av industrierna enligt ovanstående figur. Vad som orsakar detta är de företag som har låg skuldsättningsgrad, speciellt för hälsovård. För övrigt visar företag med högre kapitalstruktur ett mer linjärt samband vilket antyder normalfördelning.



Normalfördelningsplottar för ägarstruktur.

Normalfördelning gäller för ägarstruktur enligt ovanstående figur.