

2010

Författare:
Jörgen Veisland
Johan Rahmqvist

Handledare:
Erik Norrman



Lunds universitet

Nationalekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats VT 2010

[ÄGARKONCENTRATION OCH AKTIEAVKASTNING]

FÖRORD

Vi vill tacka vår handledare Erik Norrman för alla värdefulla råd och tips vi fått under arbets gång. Vi vill också passa på att tacka David Rydin för hans design och språkkänsla.

Utan er hade inte denna uppsats sett ut som den gör idag.

Ett stort tack!

Johan Rahmqvist

Jörgen Veisland

Lund 2010-05-28

SAMMANFATTNING

Titel: Ägarkoncentration och aktieavkastning

Författare: Johan Rahmqvist, Jörgen Veisland

Handledare: Erik Norrman

Nivå: Kandidatnivå

Nyckelord: Aktieavkastning, Herrelösa Bolag, Ägarstruktur, Ägarkoncentration, Riskjusterade Avkastningsmått

Syfte: Syftet med studien är att undersöka om det föreligger statistiskt signifikanta skillnader i aktieavkastningen mellan företag med koncentrerat respektive utspritt ägande över tidsperioden 2004-2009.

Metod: Vi har genom tre olika riskjusterade avkastningsmått försökt svara på syftet. De tre måtten är Treynors index, Jensens alfa samt Sharpekvoten. De olika ägarstrukturerna är indelade i två kategorier: koncentrerat ägande samt utspritt ägande, så att två portföljer skapas som innehåller företag från respektive ägarstruktur.

För att statistiskt kunna uttala sig om eventuella skillnader har vi delat in tidsperioden i två stycken treårs perioder, där vi sedan har räknat ut dessa mått månadsvis så att varje portfölj har 36 observationer. De olika portföljerna har sedan hypotestestats mot varandra. Med tanke på den mängd data som har behandlats är det en kvantitativ studie som har genomförts.

Resultat: För våra hypotesprövningar hittade vi inte någon statistisk signifikans för någon av de undersökta tidsperioderna. Dock tycker vi oss kunna urskilja ett mönster, då de koncentrerade bolagen enligt vår mening presterade bättre under större delen av perioden. Baserat på detta kan vi inte dra några direkta slutsatser, men det ger oss en grund för att spekulera kring förhållandet mellan ägarstruktur och aktieavkastning.

INNEHÅLL

1 Inledning	1
1.1 Syfte.....	1
1.2 Frågeställning.....	1
1.3 Definitioner	2
1.4 Avgränsningar.....	3
1.5 Disposition.....	3
2 Teori.....	5
2.1 Tidigare studier	5
2.1.1 Shleifer och Vishny	5
2.1.2 Michael J Bennet.....	6
2.1.3 Demsetz & Villalonga.....	6
2.1.4 B. Burcin Yurtoglu.....	7
2.1.5 Bjuggren & Bohman	8
2.2 Den Svenska ägarmodellen.....	9
2.3 Konflikter mellan aktieägare.....	10
2.4 Principal-agent teorin.....	11
3 Metod.....	13
3.1 Metod i tidigare studier	13
3.2 Kritik av tidigare studiers utvärderingsmetoder	14
3.3 Tillvägagångssätt	15
3.4 Datainsamling	16
3.5 Utvärderingsmodeller.....	17
3.5.1 Sharpekvoten.....	17
3.5.2 Betavärde	18
3.5.3 Treynors index.....	18
3.5.4 Jensens alfa.....	19
3.6 Statistisk Metodik	20
3.6.1 Mätproblematik.....	22
4 Resultat.....	23

4.1 Resultat Treynors index.....	23
4.2 Sharpekvoten	24
4.3 Jensens alfa.....	25
4.4 Portföljavgkastning	26
5 Analys	27
6 Slutsats.....	29
7 Förslag till vidare forskning.....	30
8 Källor	31
Appendix.....	33
Tabeller	33
Lista över företag	34
Hypotesprövningar	40

TABELLER & DIAGRAM

Figur 1 Diagram Treynors index	23
Figur 2 Diagram Sharpekvoten	24
Figur 3 Diagram Jensens Alfa.....	25
Tabell 1 Avkastning 2004-2009	26
Tabell 2 Resultat utvärderingsmodeller.....	33
Tabell 3 Portföljbeta.....	33
Tabell 4 Företag 2004.....	34
Tabell 5 Företag 2005.....	35
Tabell 6 Företag 2006.....	36
Tabell 7 Företag 2007.....	37
Tabell 8 Företag 2008.....	38
Tabell 9 Företag 2009.....	39
Tabell 10 Jensens 2004-2006	40
Tabell 11 Jensens 2007-2009	40
Tabell 12 Sharpekvoten 2004-2006	41
Tabell 13 Sharpekvoten 2007-2009	41
Tabell 14 Treynors Index 2004-2006	42
Tabell 15 Treynors index 2007-2009.....	42

1 INLEDNING

Relationen mellan ett företags ägarstruktur och dess prestation har länge debatterats och varit ett hett ämne i den finansiella litteraturen. Debatten går tillbaka till Berle och Means (1932) som antyder att ett omvänt förhållande borde råda mellan spritt ägande och avkastning¹, alltså att ett spritt ägande bör prestera sämre. Många av de studier som gjorts kommer dock fram till olika slutsatser vilket gör det ännu mer intressant att själva fördjupa sig på området. Vi har även i denna uppsats valt en annan utvärderingsmetod än de tidigare studier på området, eftersom vår infallsvinkel är den som aktieägare. Våra utvärderingsmetoder är traditionella fondutvärderingsmetoder, sharpekvoten, treynorsindex och jensens alfa. I likhet med många andra studier finner vi ingen statistisk signifikans i resultaten men väl ett intressant mönster, nämligen en antydning till att de koncentrerade bolagen har presterat aningen bättre än de herrelösa över den studerade tidsramen.

1.1 SYFTE

Syftet med denna studie är att undersöka om det föreligger statistiskt signifikanta skillnader i aktieavkastningen mellan företag med koncentrerat respektive utspritt ägande över tidsperioden 2004-2009.

1.2 FRÅGESTÄLLNING

Vår hypotes är att företag med koncentrerat ägande kan generera en högre avkastning. Detta på grund av att det rimligtvis borde vara så att större ägare har större incitament att effektivisera verksamheten, därför att de har mer pengar investerade och därmed driva igenom förändringar som de anser nödvändiga utan att behöva förankra detta hos andra ägare, eller om så behövs enbart en annan ägare.

Ett företags resultat beror på många saker. För att simplificera så kan man säga att den översta raden i en resultaträkning, omsättningen, representerar de centrala intäkterna och att det sedan följer ett stort antal kostnadsposter för att sedan komma till den nedersta

¹ Demsetz, H, Villalonga, B. "Ownership structure and corporate performance", 2001. sid. 209

raden, resultat. Som ägare av ett företag, vad kan man då påverka? Det är naturligtvis på kort sikt oerhört svårt att påverka intäkterna i den riktningen man önskar. Det som är lättare att kontrollera och justera efter det ekonomiska klimatet är kostnaderna. Rimligtvis borde ett företag med en eller två ägare som har majoritet kunna anpassa kostnaderna till omgivningen på ett snabbare sätt än ett företag som inte har någon stark ägare överhuvudtaget. Företag utan en stark ägare kan tänkas ha en mer besvärlig beslutsprocess än koncentrerade bolag på grund av att flera ägare måste enas för att få majoritet. Genom detta resonemang har vi kommit fram till frågeställningen i denna uppsats: Kommer företag med hög ägarkoncentration generera högre avkastning än företag som har ett utspritt ägande?

Vi kommer ha ett aktieägarperspektiv i denna uppsats, vilket betyder att vi främst ser till avkastning på företagens aktier och inte prestation inom företaget till exempel vinstmarginal. Vi har därför valt utvärderingsmodeller som justerar företagens resultat för den risk de har. Dessa modeller väljs eftersom olika företag kommer medföra olika risker. Ett företag som har ett högre betatal kommer generellt medföra en högre avkastning än företag som har lägre betatal eftersom börsvärdet sett över tiden stiger och således kommer företag med högre beta generera högre avkastning.

1.3 DEFINITIONER

För att kunna genomföra undersökningen behöver vi först definiera ett antal uttryck. Koncentrerat ägande definieras vi som ett företag som kontrolleras av en eller två ägare som tillsammans får enkel majoritet. Detta kan vara familjer som Familjen Persson (H & M) eller riskkapitalister som genom bolag kontrollerar stora delar av företaget. Exempel på kända Svenska familjer som kontrollerar många bolag är Wallenberg sfären, SHB sfären osv. Detta är en struktur som benämns "Den svenska ägarmodellen". Det är vanligt att familjer äger stora delar av företag i Europa, precis som i Sverige. De centrala skillnaderna är att Svenska bolag i regel kontrolleras på en mindre kapitalbas på grund av differentierad rösträtt, samt att ett fåtal svenska familjer genom investment bolag och så kallat ask-i-ask-

ägande kontrollerar många olika företag medan det i övriga Europa är vanligt att en familj äger/kontrollerar ett företag².

Utspritt ägande definierar vi som ett företag där ingen äger 10 procent av kapitalet eller röstandelarna. Detta är vad Sven Ivan Sundqvist (2003) kallar för ett "herrelöst" bolag. Syftet med att använda denna definition på spritt ägande är att det inte riktigt finns någon stark ägare som har stora incitament att övervaka ledningens arbete. Enligt Zeckhauser och Pound³ så har övervakning av ledningen en positiv effekt på företagets prestation när det finns en ägare som har 15 procent av aktierna eller mer. Detta styrker vårt val av utspritt ägande. Därför har vi valt att titta på denna sorts ägarstruktur för att jämföra med det koncentrerade ägandet.

1.4 AVGRÄNSNINGAR

Vi har inte för avsikt att försöka förklara varför en viss ägarstruktur uppkommer eller dess inverkan på företagsspecifika problem utan begränsar oss till att titta på avkastningen på företag med olika ägarstrukturer ur ett aktieägarperspektiv.

Vi kommer i denna studie endast betrakta Svenska börsnoterade företag under perioden 2004-2009. Val av period har vi gjort eftersom tillgängligheten för denna typen av data har varit begränsad. De ägarstrukturer som vi begränsar oss till är bolag med väldigt utspritt ägande samt bolag med väldigt koncentrerat ägande.

1.5 DISPOSITION

I det kommande kapitel presenterar vi de teorier som vi anser bär relevans för vår undersökning. Inledningsvis presenterar vi tidigare studier som är gjorda på området för att belysa de olika perspektiv som diskussionen om ägarstruktur berör. Sedan presenterar

² Magnus Henrekson, Ulf Jakobsson. *"Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll"*, 2008. sid.3

³ Zeckhauser, Richard J-Pound, John. "Are large shareholders effective monitors?" An investigation of share ownership and corporate performance", 1990. sid 177-178

vi centrala begrepp som den svenska ägarmodellen och principal-agent teorin vi belyser även konflikten mellan de olika aktieägarna. Kapitel tre behandlar metoden vi använt samt vilka mätproblem som kan finnas. I kapitel fyra presenterar vi resultaten av vår undersökning i tabeller och diagram, för att i kapitel fem föra en analys kring dessa resultat. Avslutningsvis har vi slutsatser och förslag på vidare forskning.

2 TEORI

Teoridelen i denna studie syftar till att ge läsaren en bakgrund till diskussionerna i den akademiska världen kring de befintliga frågeställningarna. Till en början presenterar vi tidigare studier på området för att sedan belysa den svenska ägarmodellen samt agentproblematiken kring företagsstyrning. Vi kommer i vår analys återkoppla till dessa teorier.

2.1 TIDIGARE STUDIER

Ett antal studier som gjorts på området kring ägarstruktur och dess relation med företags prestation visar på olika resultat. Tillvägagångssättet har dock skilt sig i dessa studier och många av dem är gjorda på olika marknader i världen under olika tidpunkter. Vi redovisar nedan de studier vi finner centrala för just vår uppsats. Vi har valt just dessa studier för att vi tycker de tillsammans belyser de olika aspekterna och sammanfattar den tidigare forskningen.

2.1.1 SHLEIFER OCH VISHNY

Shleifer och Vishny (1986) analyserar stora aktieägare och deras roll vid övervakning av ledning och kommer fram till att en stor aktieägare är en nödvändighet om en värde ökande övertagning, att en aktör går in och blir en kontrollerande ägare, skall kunna äga rum i ett företag. De fastställer också att en ökning av andelen aktier hos en storägare kommer att öka marknadsvärdet på företaget.⁴ Enligt dem spelar alltså de stora aktieägarna en viktig roll för företagets utveckling. Enkelt uttryckt så behöver företagsledningen övervakas och en stark ägare är den som ska göra detta.

I sin artikel påvisar de tre sätt som en storägare kan förbättra en ineffektiv ledning på. Det första är att storägaren genom budgivning erhåller majoritet av aktierna och helt enkelt byter ut ledningen. Detta leder till en ökning i värde av företaget. Denna metod är den som genererar högst värdeökning för de mindre aktieägarna. Det andra är att storägaren hjälper en "outsider" att ta över verksamheten i syfte att förbättra den, de delar sedan överskottet

⁴ Shleifer, A, Vishny, Robert W. "Large shareholders and corporate control", 1986. sid.470

av vinstökningen som sker. Med "outsider" menas en aktör som inte har några aktier i företaget från början. Det tredje alternativet är att storägaren övertalar och förhandlar med ledningen om en värdeökande förbättring. Denna informella process kallar de för "jawboning".⁵

2.1.2 MICHAEL J BENNET

Bennet (2010) skriver i sin artikel om hur ett koncentrerat ägande kan ha positiv inverkan på aktiepriserna i USA. Han mäter hur marknaden reagerar på ett företags aktievärde vid försäljning av en tillgång. Om aktievärdet på företaget ökar tolkar marknaden försäljningen som något som gynnar aktieägarna, om aktiepriset på företag med koncentrerat ägande ökar mer än de företag som har spritt ägande ser marknaden det som att dessa företag är bättre på att förhandla än de med spritt ägande. Ett negativt resultat på aktiekursen innebär att marknaden ser försäljningen som något negativt för aktieägarna, utan gynnar företagsledningen. Detta kan hända i företag som har spritt ägande.⁶

Anledningen till att koncentrerat ägarskap kan ha positiva effekter beror på förmågan att övervaka ledningen. Om ledningen har en annan målsättning än aktieägarna kan det uppstå en situation där den fattar beslut som inte maximerar aktieägarnas kapital. En intressant situation kan uppstå när ledningen har så pass stort aktieinnehav att de kan blockera möjligheten för fientligt uppköp, detta kallas för entrenchmenthypotesen. Den syftar på att det finns ett negativt förhållande till att ledningen innehar för stark position i företaget.⁷

2.1.3 DEMSETZ & VILLALONGA

Demsetz och Villalonga (2001) presenterade en studie gjord på den amerikanska marknaden där man försöker förklara sambanden mellan ägarstruktur och företags prestation. De har valt att titta på ägarstrukturen utifrån de fem största aktieägarna samt den andel aktier som företagsledningen håller, tillsammans ses de som två dimensioner av

⁵ Shleifer, A, Vishny, Robert W. "Large shareholders and corporate control", 1986. sid.465-470

⁶ Bennet, Michael. "Does ownership Structure Affect Corporate Performance? Evidence from the Market for Asset Sales", 2010. sid.57-58

⁷ Bennet, Michael. "Does ownership Structure Affect Corporate Performance? Evidence from the Market for Asset Sales", 2010. sid.63

ägarskapsstrukturen. Som mått på prestation har Demsetz (2001) valt att titta på Tobins Q, kvoten mellan värdet av total aktiestock och återanskaffningspriset på kapitalet, samt rörelsemarginal, där man ser till hur stor vinst man gör i förhållande till sina kostnader. De väljer att se ägarskapsstrukturen som en endogen variabel till skillnad från många andra studier på området. Med endogen menar Demsetz att ägarstrukturen är ett resultat av omgivningen i samverkan med nuvarande aktieägare och framtida aktieägare, alltså spekulanter.⁸ Det är troligt att företag förvärvar den struktur på ägandet som under förutsättningarna passar bäst. Eftersom varje företag möter olika omständigheter, i form av exempelvis lagstiftning och marknadsform, kommer ägarstrukturerna se annorlunda ut. Demsetz menar att företag, beroende på den miljö de är verksamma i, kommer att ha olika ägarstruktur, och denna kommer att anpassas till företaget. Där finns alltså inte en ägarstruktur som passar bäst under alla omständigheter utan snarare så att omständigheterna skapar den lämpliga ägarstrukturen.⁹ De finner inget belägg för att det kan finnas systematiska variationer mellan de olika ägarstrukturerna och företagens prestation.

2.1.4 B. BURCIN YURTOGLU

Slutsatserna av en studie gjort på den Turkiska marknaden av Yurtoglu(2000) visar ett signifikant negativt samband mellan ägarkoncentration och företagets prestation. Resultatet antyder ett opportunistiskt beteende av majoritetsägarna mot övriga aktieägarna. Med detta menas (som vi har varit inne på tidigare) att de stora ägarna utnyttjar sin position för egen vinning och inte alltid för företagets bästa. Det är enligt Yurtoglu(2000) en förklaring till det negativa sambandet.¹⁰ Detta är att betrakta som en nackdel med det koncentrerade ägandet.

Enligt studien finns det en annan betydande nackdel med koncentrerat ägarskap. Det antas leda till begränsade diversifieringsmöjligheter och tillgången till likviditet antas också vara begränsad. Anledningen till detta är att en majoritetsägare, oftast privatpersoner i Turkiet,

⁸ Demsetz, H, Villalonga, B. "Ownership structure and corporate performance", 2001. sid.210-211

⁹ Demsetz, H, Villalonga, B. "Ownership structure and corporate performance", 2001. sid. 230-231

¹⁰ B. Burcin Yurtoglu. "Ownership, control and performance of Turkish listed firms", 2000. sid.215-216.

har väldigt stora mängder kapital bundet i företaget, i form av aktieinnehav, och förväntas därför inte ha så mycket likvida medel utöver detta aktieinnehav. På grund av detta är förmodligen belåningsmöjligheterna för dessa ägare en aning begränsade. En annan viktig aspekt som måste betraktas är den ekonomiska situation Turkiet befann sig i vid genomförandet av studien. Man hade en betydande inflation och en politiskt och ekonomiskt osäker framtid. Riskpremien på investeringar i landet ökade med största sannolikhet på grund av detta, vilket kan medföra sänkt efterfrågan på att investera i Turkiska företag.¹¹

2.1.5 BJUGGREN & BOHMAN

Det finns ett fåtal studier gjord på den svenska marknaden. Bjuggren och Bohman (2006) kommer fram till ett antal intressant slutsatser. Man identifierar den differentierade rösträtten på svenska aktier som en komplexitet i utvärderingen av huruvida koncentrerat ägarskap påverkar ett företags prestation.¹² Man har valt att undersöka sambandet mellan ägarskap och prestation från tre olika perspektiv. Förutom det mer traditionella sättet att enbart se till koncentrationen av ägandet, ser man även till andelen utländskt ägande och den andelen som ägs av ledningen.

De kommer fram till att utländska ägare ser mycket till aktiepriset och företagsvärde, de var även benägna att köpa aktier med låg röstandel. Båda åren som man undersökte hittade man ett positivt samband mellan utländskt ägande och företagsvärde för både kapitalandelar och röstandelar. Man drar slutsatsen att dessa ägare agerar ut efter något man kallar för portföljbeteende, att man försöker hitta rätt risknivå i förhållande till en given avkastning¹³. För andelen ägande som ledningen stod för hittade man ett positivt samband med företagsvärdet enbart för kapital ägande, alltså för andelen aktier som enbart tillför kapital, B-aktier, för röstandelar, A-aktier, hittade man inget samband. I motsats till de utländska ägarna fanns en preferens för aktier med hög röstandel. Detta anser man vara i linje med agentkostnadsteorin. Slutligen fann man endast samband för koncentrerat

¹¹ B. Burcin Yurtoglu. "Ownership, control and performance of Turkish listed firms", 2000 .sid.218.

¹² Bjuggren, P-O, Bohman, H. "OWNERSHIP, CONTROL AND PERFORMANCE IN THE MOST ACTIVELY TRADD COMPANIES ON STOCKHOLM STOCK EXCHANGE. A COMPARISON BETWEEN 1999 AND 2001", 2006. sid.147

¹³ Bjuggren, P-O, Bohman, H. "OWNERSHIP, CONTROL AND PERFORMANCE IN THE MOST ACTIVELY TRADD COMPANIES ON STOCKHOLM STOCK EXCHANGE. A COMPARISON BETWEEN 1999 AND 2001", 2006. sid.148

ägande under recessionsåret 2001. Man drar paralleller till tidigare svenska studier, och noterar att man inte kan se några definitiva samband. Man noterar dock att positiva resultat för koncentrationsförhållande dyker upp lite här och var i studierna. Wahlström och Lundwall (1995) finner under recessionsåret 1992 en signifikant relation mellan Kapitalinnehavet av de största ägarna. Även Landholm (1995) finner samma samband i sin studie för året 1994. Bjuggren 1988 hittar ett samband 1985, för ett Herfindahl index (Herfindahl är ett koncentrationsmått som indexerar branscher och används för att undersöka hur konkurrenssituationen ser ut så att det inte bildas monopol¹⁴) och genom att använda en ¹⁵värderingskvot. Han använde andel röster för att räkna fram herfindahl index.

2.2 DEN SVENSKA ÄGARMODELLEN

En mycket vanligt förekommande modell för ägande har länge varit vad som brukar kallas "Den Svenska ägarmodellen" och definieras som bolag där ägandet är koncentrerat till en eller två ägare, som ofta är svenska familjer.¹⁶

Framväxten av den Svenska ägarmodellen beror enligt Henrekson (2008) delvis på skattepolitiken och den bolagsrättsliga lagstiftningen och hur den har hanterat enskilda ägare. Avsikten med denna politik var att inskränka den individuella förmögenhetsbildningen enligt Henrekson (2008).¹⁷

Under 1990 och 2000-talet har dock denna modell för ägande minskat i omfattning, delvis på grund av en ökad internationalisering på de finansiella marknaderna och delvis på grund av det ökade utländska ägandet. Det ökade utländska ägandet beror på att det i Sverige var omfattande statliga regleringar gällande utländskt ägande ända fram till början på 1990-talet som sedan avreglerats.¹⁸

¹⁴ <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Herfindahl+index>

¹⁵ <http://www.dummies.com/how-to/content/valuation-ratios-for-investment-analysis.html>

¹⁶ Henrekson, M och Jacobsson, U. "Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll", 2008. sid.

¹⁷ Henrekson, M och Jacobsson, U. "Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll". Paper nr 22. 2008 sid. 3

¹⁸ Henrekson, M och Jacobsson, U. "Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll", 2008. sid.1

Den svenska ägarmodellen karakteriseras av att en familj eller koncern har ett väldigt stort inflytande och innehar tillsammans med en annan ägare enkel majoritet i röstandel. Inflytandet över ett företag behöver inte nödvändigtvis stå i förhållande till det investerade kapitalet. Detta har möjliggjorts genom differentierad rösträtt på aktier, exempelvis motsvarar en Ericsson A-aktie 1000 röster medan en B-aktie motsvarar en röst. Detta är i utlandet väldigt ovanligt och det finns även en uttryckt önskan från EU att detta ska bort, man vill närma sig den anglosaxiska modellen.

Den anglosaxiska modellen är egentligen motsatsen till den svenska modellen. Kännetecknen för den anglosaxiska modellen är ett spritt ägande där ingen ägare har en direkt styrande roll utan ägarskapet är väldigt skingrat och därmed har företagsledningen större inflytande.¹⁹

2.3 KONFLIKTER MELLAN AKTIEÄGARE

En konflikt som ofta uppstår mellan stora och små aktieägare är preferenser gällande utdelning. Stora ägare kontrollerar ofta sitt ägande genom ett eller flera företag, där det generellt sett är mer förmånligt rent skattemässigt att dela ut kapital. Små aktieägare föredrar enligt Shleifer (1986) generellt sett att erhålla kapitalvinsten genom en kursökning, då de själva kan välja när beskattning av kapitalvinsten ska äga rum.²⁰ Denna typ av konflikt bygger på skattetekniska detaljer och kan skilja sig beroende på vilken region eller tidpunkt som betraktas.

Ett annat fundamentalt problem som kan uppstå mellan aktieägare och som är förknippat med koncentrerat ägande är att de riktigt stora ägarna kan utnyttja sin position i företaget för egen nytta. De stora aktieägarnas preferenser behöver inte nödvändigtvis sammanfalla med ledningens eller andra aktieägares preferenser. När en aktieägare når en viss andel av

¹⁹ Magnus Henrekson, Ulf Jakobsson. "Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll", 2008. sid.8

²⁰ Shleifer, A, Vishny, Robert W. "Large shareholders and corporate control", 1986. sid.465

kontroll så antas han vara så pass förmögen att han kommer använda företaget för personliga förmåner.²¹

2.4 PRINCIPAL-AGENT TEORIN.

För att undersöka huruvida ägarstrukturen påverkar prestationen, och kan generera en eventuell överavkastning hos ett företag är det en nödvändighet att först betrakta relationen mellan ägarna och ledningen.

Jensen och Meckling (1976) definierar en agentrelation som ett kontrakt där en eller flera personer (principalen) tillåter en annan person, agenten, att i deras ställe driva verksamheten. Om båda dessa parter är nyttomaximerare, då kan man på goda grunder anta att agenten inte alltid kommer agera i syfte att maximera principalens nytta.²² För att förstå varför citerar vi Adam Smith:

*"The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own"*²³.

Man kan alltså inte förvänta sig att ledningen för ett företag vakar över resurserna i företaget som om det vore deras egna. Detta gäller företag där ägandet och kontrollen är skilda, vilket innebär de allra flesta aktiebolag som är noterade på börsen.

Detta leder till vad som kallas för agentkostnader. Dessa agentkostnader består av tre delar. *Monitoring expenditures* uppstår vid övervakande av agenten och principalens utgifter för att begränsa divergensen mellan agenten och sin egen nytta. *Bonding expenditures* är en kostnad som uppstår när principalen ger agenten incitament att agera i principalens nytta. Det kan bland annat vara bonusutbetalningar, eller icke-monetära faktorer som till exempel ledighet och anställningstrygghet. *Residual loss* är välfärdsförlusten som uppstår om

²¹ Shleifer, A, Vishny, Robert W. "A survey of corporate governance", 1997 sid.758-759.

²² Jensen, Michael c, Meckling, William H, "Theory of the firm: Manegerial Behaviour: Agency Costs and Ownership Structure",1976 sid.5

²³ Jensen, Michael c, Meckling, William H," Theory of the firm: Manegerial Behaviour: Agency Costs and Ownership Structure",1976. Abstract

agentens beslut inte är de besluten som skulle maximera principalens nytta.²⁴ Tillsammans bildar de agentkostnaderna.

Ytterligare en agentkostnad som kan uppstå är när den interna ledningen är mindre riskbenägen än ägarna. Detta kan hända när ägarna redan har diversifierat sin risk genom att placeringar i olika tillgångar, men ledningen har svårare att diversifiera bort sin risk eftersom man är personligt engagerad i företaget genom sin anställning. Går företaget i konkurs blir man av med sin inkomst. Detta kan få följden att ledningen fattar andra investeringsbeslut vilka medför lägre risk och mindre avkastning än vad ägarna själva hade valt.²⁵

²⁴ Jensen, Michael c, Meckling, William H, "*Theory of the firm: Manegerial Behaviour: Agency Costs and Ownership Structure*", 1976. sid. 5-6

²⁵ Easterbrook, Frank, H. "*Two Agency cost explanation of dividends*", 1984 sid.653

3 METOD

De tidigare studierna som presenterats har nästan alla olika tillvägagångssätt för att utvärdera om det finns någon systematisk skillnad i prestation mellan de olika ägarformerna, de identifierar även olika typer av ägare. Där råder inte heller någon allmän konsensus i de tidigare studierna utan det finns tre block, ett som säger att koncentrerat ägande har positiv inverkan, ett som säger att det inte spelar någon roll och ett tredje block menar på att storägare har negativ inverkan. Först presenteras de centrala skillnaderna i metoden i de tidigare studier som vi presenterat samt kritik av dessa, för att sedan beskriva vårt eget tillvägagångssätt, kritik av metoden vi använt.

3.1 METOD I TIDIGARE STUDIER

Bennet (2010) har valt att studera hur ett företag värderas vid tillkännagivandet av en försäljning eller en förvärvning av en tillgång. Marknadens reaktion på tillkännagivandet mäts i skillnader i aktiens pris och på så sätt indirekt marknadsvärdet på företaget. Denna reaktion jämförs sedan med vad som förväntas hända med aktien om ingen försäljning eller förvärvning hade ägt rum. Bennet har identifierat tre olika typer av ägare:

Large block inside shareholder uppstår när företagsledningen äger en stor aktiepost, de kan tillsammans äga över 5% och då räknas de som ett block. *Large outside shareholders* beskrivs som en utomstående aktieägare som har ett innehav som är 5 procent eller mer. *Widely held firm* är företag med ett utspritt ägande, och definieras genom att ingen ägare har mer än 5 procent av det totala antalet aktier. Det Bennet gör bra i sin undersökning är att han tar med de tre ägarkategorierna som identifieras i alla undersökningar och presenterar resultat i de olika tänkbara kombinationerna vid försäljning och köp av tillgångar.

Demsetz & Villalonga (2001) använder två mått på företags prestation. Tobins Q och rörelsemarginal. Tobins Q beskriver kvoten mellan ett företags aktievärde och värdet på företagets tillgångar. Om man har ett högt Tobins Q innebär det att aktien är högt värderad

och vise versa.²⁶ Demsetz menar att där finns problem med båda mätmetoder men menar på att Tobins q påverkas i större utsträckning av investerarspsykologi eftersom täljaren är en avspeglning av vad dessa investerare tror om företagets framtida prestation, detta avspeglas alltså i dagens aktievärde. Rörelsemarginalen berörs inte lika mycket av prediktioner, och är i viss utsträckning reglerad av bokföringslagstiftning.²⁷ Vidare menar Demsetz att de flesta studier som görs på området använder Tobins q som mått²⁸.

3.2 KRITIK AV TIDIGARE STUDIERS UTVÄRDERINGSMETODER

Genom att kika på Tobins Q blir problemet att tillgångens börsvärde spelar en stor roll. Börsvärdet präglas av den bedömning som spekulanter gör av företagets framtida värde. Tobins Q är framtaget som en utvärderingsmodell för att kontrollera om en aktie är övervärderad eller inte. Målet för vår uppsats är att se ifall avkastningen har skiljt sig statistiskt signifikant genom åren, alltså blir Tobins Q inte en lämplig utvärderingsmetod. Rörelsemarginal beskriver hur mycket ett företag gör i vinst på sin intäkt. Om ett företag tjänar 100 vet man inte om det är bra eller dåligt. Har man sålt för 200 är det bra eftersom hälften av allt du sålt är vinst, alltså 50 procent s rörelsemarginal. Hade man istället sålt för 1000 hade det inte varit lika bra eftersom man enbart haft 10 procent s rörelsemarginal. Detta blir då inte heller en lämplig utvärderingsmodell eftersom den inte beskriver hur de olika företagets aktievärde påverkas av de olika marginalerna. De artiklar vi nämner använder antingen Tobins Q eller rörelsemarginal som utvärderingsmodell, eller så har författaren byggt en helt egen modell som Bennet som bygger på simulerade priser på aktier vid olika kombinationer av ägande. Denna metod är väldigt tidskrävande och tog författaren ett år att skapa databasen som behövdes, denna skapades även för den amerikanska marknaden som bekant har andra regleringar kring bolag än vad vi har i Sverige.

²⁶ <http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

²⁷ Demsetz, H, Villalonga, B. "Ownership structure and corporate performance", 2001. sid 213

²⁸ Demsetz, H, Villalonga, B. "Ownership structure and corporate performance", 2001. sid 211

3.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Vi har i vår undersökning ett aktieägarperspektiv. Med detta menas att vi endast betraktar en akties kursförändringar och inte tittar på inre faktorer inom företagen som vissa tidigare studier har gjort. Följaktligen har vi delat in företagen på börsen i bolag med koncentrerat ägande och utspritt ägande. Definitionen av utspritt ägande har vi hämtat ifrån Sven-Ivan Sundqvist som i sina böcker definierar dessa som "herrelösa bolag"²⁹. Dessa bolag har ingen aktieägare som har mer än 10 procents innehav. Koncentrerat ägande har vi definierat som bolag där en eller maximalt två ägare har mer än 50 procents innehav vilket innebär att de har kontroll över företaget eftersom de uppnår enkel majoritet. Denna definition är i enighet med "Den svenska ägarskapsmodellen"³⁰. Vi delar sedan in företagen i fyra portföljer enligt följande:

1. Koncentrerat 2004-2006
2. Herrelösa 2004-2006
3. Koncentrerat 2007-2009
4. Herrelösa 2007-2009

Vi har valt denna indelning för att undersöka om det kan finnas signifikanta skillnader mellan åren 2004-2007 (som får betraktas som "vanliga" börsår) och 2008-2009 (som har präglats av en väldigt hög volatilitet).

För dessa portföljer har vi sedan räknat ut Treynors index, Jensens alpha samt Sharpes kvot. Resultaten har vi sedan hypotestestat för att kunna avgöra om vi statistiskt kan styrka

²⁹ Sundqvist, S, Sundin, A. Fristedt, D. "Ägarna och makten i sveriges börsföretag 2003", 2003. sid. 43.

³⁰ Henrekson, M och Jacobsson, U. "Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll", 2008. sid i.

vår hypotes. Vi har alltså hypotestestat Treynor's för portföljen med koncentrerade bolag för två år mot Treynor's för herrelösa bolag under samma period och sedan gjort likadant för Jensens alfa och Sharpekvoten. Detta har vi gjort under perioden 2004-2009, så att det blir tre stycken tvåårs perioder för respektive utvärderingsmodell. På så sätt får vi 36 observationer för varje portfölj, vilket är tillräckligt för att genomföra våra hypotestester. Måttet på företagens prestation mäts som månadsvis avkastning. Avkastningen har vi beräknat enligt följande:

$$\text{Avkastning} = \frac{\text{Aktiekurs}_t - \text{Aktiekurs}_{t-1}}{\text{Aktiekurs}_{t-1}}$$

När vi räknat fram betatalet månadsvis har vi hämtat data från 48 månader tillbaka i tiden, alltså har beta för januari 2006 räknats från januari månad 2002 och betavärdet för februari 2006 beräknats från februari 2002 och så vidare.

3.4 DATAINSAMLING

De data som har krävts för att genomföra vår studie består av historiska kurser för en mängd aktier och index samt data över ägarförhållanden i svenska börsbolag. I Sverige är det vanligt att ett fåtal personer kontrollerar stora delar av företagen på börsen, ofta genom så kallat ask-i-ask ägande. Detta blir således ett stort problem för oss om vi ska identifiera börsbolag med två storägare som har majoritet, eftersom de tre största ägarna kan vara företag som i sin tur ägs av samma person/familj. Genom att redovisa innehav från alla de största sfärerna (tex: SHB sfären, Wallenberg sfären) löser Sven-Ivan Sundqvist detta problem åt oss med böckerna "Makten och ägandet i svenska börsbolag" som ges ut årligen. Utifrån dessa böcker har vi identifierat mellan 20-25 bolag av de olika ägarstrukturerna för åren 2004-2009.

De historiska kurserna för bolagen har vi hämtat från dataprogrammet Thompson Reuters Datastream, där vi använt en datatyp som benämns "Price Adjusted-Default" och som är

justerad för alla nyemissioner och splittar vilket underlättar bearbetningen av datan. Från samma källa hämtade vi också data för Affärsvärldens generalindex.

Den riskfria räntan är hämtad från Riksbankens hemsida³¹ där vi använt oss av 30 dagars SSVX. De är ursprungligen uttryckta på årsbasis, så genom att dividera dem med 12 erhålls de effektiva månadsräntorna.

3.5 UTVÄRDERINGSMODELLER

Vi har valt ett antal utvärderingsmodeller för att pröva våra resultat. i detta avsnitt kommer vi presentera en bakgrund till dem och berätta hur de beräknas.

3.5.1 SHARPEKVOTEN

Sharpekvoten beräknar riskpremien i portföljen per enhet av total risk. Riskpremien är den överavkastning man får av investeringen med hänsyn tagen till den totala risken i portföljen, alltså den systematiska risken och den icke systematiska risken. Den beräknas med hjälp av en riskfri ränta och ett riskmått som mäts i standardavvikelse på portföljavkastningen. Den riskfria räntan betraktas som den alternativkostnad som investeraren har, det vill säga den avkastningen som kan uppnås utan att ta någon risk alls. Sharpekvoten beräknas med följande ekvation:

$$S = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

S=Sharpekvoten

r_p =portföljavkastning

r_f =Riskfria räntan

σ_p =portföljvariansen

³¹ <http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16739>

Sharpekvoten för en portfölj kan jämföras med en indexportfölj. Man stoppar in värdena för respektive portfölj och räknar fram sharpekvoten. Den portföljen med högst sharpekvot har presterat bäst avkastning per riskenhet.³²

3.5.2 BETAVÄRDE

När man beräknar marknadsrisken benämns den ofta i termer av beta. Betavärdet kan vara antingen större eller mindre än ett.³³ Ett värde större än ett innebär att tillgången har tendens att svänga mer än marknadsportföljen. Ett betavärde på 1.5 betyder alltså att om marknadsportföljen går upp en procent en dag, bör tillgången med det högre beta gå upp 1,5 procent. När man ska utvärdera en portfölj är det viktigt att man använder korrekta skattningar av betavärden på de tillgångar som ska ingå i ens portfölj. Det finns bevis för att historiska betavärden ger användbar information framtida betavärden.³⁴ I denna uppsats har vi använt betavärden som är beräknade på kursdata 48 månader tillbaka i tiden.

3.5.3 TREYNORS INDEX

Treynors index räknar fram överavkastningen i en portfölj per riskenhet. Den systematiska risken är den del av den totala risk man inte kan diversifiera bort genom att investera i marknadsportföljen. Treynors index beräknas på följande vis:³⁵

$$T = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

T = Treynors Index

r_p = Portföljavkastning

r_f = Riskfria räntan

β_p = Beta för portföljen

³² Lalith P. Samarakoon and Tanweer Hasan. "Portfolio Performance Evaluation", 2005. sid 5-6

³³ Elton Edwin j, Gruber Martin J mfl "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 7th ed", 2007. sid.137

³⁴ Elton Edwin j, Gruber Martin J mfl "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 7th ed", 2007. sid.139

³⁵ Lalith P. Samarakoon and Tanweer Hasan. "Portfolio Performance Evaluation", 2005. sid. 6-7

Treynors index berättar alltså för oss hur en portfölj presterar i förhållande till den systematiska risken. Att bara jämföra avkastningen för olika portföljer kan ge en felaktig bild av prestationen, eftersom vissa portföljer kan exponera sig för mer risk än andra. Vi beräknar Treynors index för våra portföljer för att sedan jämföra dem med varandra och se vilken som har presterat bäst per enhet av systematisk risk.³⁶

3.5.4 JENSENS ALFA

Jensens alfa har CAPM (Capital Asset Pricing Model) som sin utgångspunkt. Jensens alfa visar hur mycket portföljens medelavkastning avviker från det förväntade värdet av sin prestation i CAPM. CAPM räknas ut genom att man tar hänsyn till ett antal variabler, dessa variabler är, riskfria räntan, systematisk risk och marknadens riskpremium. Alfa antar värden som är större eller mindre än noll. Ett alfa som är större än noll visar att portföljen har presterat bättre än var förväntat av CAPM . Jensens alfa beräknas på följande sätt:³⁷

$$\alpha = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$$

α = Jensens alfa

r_p = Portföljavkastning

r_m = marknadens avkastning

r_f = Riskfri ränta

β_p = Portföljens beta

³⁶ Lalith P. Samarakoon and Tanweer Hasan. "Portfolio Performance Evaluation", 2005.sid 6-7

³⁷ Lalith P. Samarakoon and Tanweer Hasan. "Portfolio Performance Evaluation", 2005 sid 8-9

Alfa för markandsportföljen är alltid 0. Således berättar jensens alfa huruvida man har presterat bättre eller sämre givet marknadsrisken på portföljen. Har man positivt värde har man presterat bättre än vad som förväntas i förhållande till marknadsrisken.³⁸

3.6 STATISTISK METODIK

Syftet med denna del är att upplysa läsaren om vårt tillvägagångssätt gällande behandlingen av data och beräkningar som gjorts för att kunna besvara de uppsatta frågeställningarna.

För att kunna dra statistiska slutsatser kring vårt resultat har vi genomfört flera hypotestester för att kunna avgöra om vi kan hitta en signifikant skillnad mellan de två ägarstrukturerna.

Det första vi gör är att säkerställa att vi har tillräckligt många observationer för att kunna anta att stickprov är normalfördelat. I och med att det är 36 stycken bör det vara normalfördelat enligt Westerlund(2005), det är en tumregel att man bör ha mer än 30 för att vara säker.³⁹ Sedan specificerar vi en nollhypotes respektive alternativhypotes. Nollhypotesen antas vara sann om inte stickprovet kan bevisa motsatsen.⁴⁰ Vår nollhypotes är att det inte föreligger någon skillnad i den riskjusterade avkastningen mellan portföljen med koncentrerade bolag samt portföljen med herrelösa bolag.

- H_0 : Portfölj med herrelösa bolag = Portfölj med koncentrerade bolag

Alternativhypotesen är att det föreligger skillnader mellan dessa två portföljers riskjusterade avkastning.

- H_1 : Portfölj med herrelösa bolag \neq Portfölj med koncentrerade bolag

Denna alternativhypotes är dubbelsidig, vilket betyder att vi bör förkasta nollhypotesen för stora positiva och stora negativa tal på t-statistikan.

³⁸ Lalith P. Samarakoon and Tanweer Hasan. "Portfolio Performance Evaluation", 2005. sid 8-9

³⁹ Westerlund, J. "Introduktion till ekonometri", 2005 sid.59

⁴⁰ Westerlund, J. "Introduktion till ekonometri", 2005 sid. 115

T-statistikan som vi använt oss av ser ut på följande sätt⁴¹

$$T = \frac{\bar{Y}_1 - \bar{Y}_2}{\sqrt{s_1^2/N_1 + s_2^2/N_2}}$$

Där täljaren representerar de två urvalens medelvärde och nämnaren representerar roten ur de två urvalens varians dividerat på stickprovsstorleken⁴².

Testets signifikansnivå (α) har vi valt till 0,05 eftersom det är den i särklass vanligast förekommande signifikansnivån. Den kritiska regionen är alla de värdena på t-statistikan som leder till att vi förkastar nollhypotesen. För våra dubbelsidiga test är alltså antalet frihetsgrader 70 och $\alpha=0,05$. Från Westerlund(2005) kan vi då se att den kritiska regionen för t-fördelningen är 2,069.⁴³

Beslutsregeln är som följer: Förkasta nollhypotesen om $t < -2,069$ eller $t > 2,069$.

Rent praktiskt har vi använt oss av excel när vi har gjort hypotetsprövningarna. Funktionen heter "t-test: två-sampel antar olika varianser" och ligger under fliken dataanalys. Vi har valt att gå via excel för att det minskar risken för manuella fel samt är mindre tidskrävande. Vi har dock räknat för hand enligt formeln ovan och erhöll samma svar.

I samband med att man gör hypotestester i syfte att statistiskt styrka vissa förhållanden finns risken att man drar fel slutsats. Det finns två olika fel man kan göra. De kallas fel av typ 1 och 2. Fel av typ 1 är när vi förkastar en sann nollhypotes och sannolikheten för att göra detta fel är lika med signifikansnivån, 0,05 i vårt fall. Typ 2 fel är när vi inte förkastar

⁴¹ http://www.itl.nist.gov/div898/handbook/eda/section3/eda353.htm_15/5-10

⁴² http://www.itl.nist.gov/div898/handbook/eda/section3/eda353.htm_15/5-10

⁴³ Westerlund, J. "Introduktion till ekonometri", 2005 sid.118-119

en falsk nollhypotes, denna sannolikhet är inte känd, men vi vet att den har ett negativt samband med testets signifikansnivå och storleken på stickprovet.⁴⁴

3.6.1 MÄTPROBLEMATIK

AFGX index som vi har använt oss av är börsviktat, vilket betyder att de stora bolagen har större inverkan på hur index utvecklas än de små bolagen. Däremot så är de portföljer vi har utvärderat likviktade, vilket innebär att alla bolag har lika stor inverkan på portföljens avkastning. Följden av detta kan bli att småbolagen får relativt sett stor genomslagskraft på den totala portföljavgastningen samtidigt som de påverkar index utvecklingen i väldigt liten utsträckning. En lösning på detta kan vara att börsvikta portföljerna men då kommer de stora företagen (till exempel H&M) få extremt stor genomslagskraft på portföljens avkastning. Följden av detta skulle bli mer missvisande och följaktligen får vi reservera oss för att denna effekt har påverkat resultatet.

Under de turbulenta börsår som ingår i undersökningsperioden är det troligtvis så att vissa branscher har drabbats hårdare än andra. Denna effekt kan ha influerat våra resultat eftersom vi inte har någon branschindelning på våra portföljer. En tänkbar lösning är att skapa ett jämförelsesindex som speglar bättre de portföljer man undersöker.

Även storleken på bolagen kan spela roll. Det finns en anomali om heter småbolageffekten som möjligtvis kan påverka resultaten. De mindre bolag är ofta mer volatila, alltså de svänger mer, än marknaden. Detta kan vara fallet i den herrelösa portföljen eftersom bolagen generellt sett är mindre (se lista över bolag i appendix).⁴⁵ Vi har kompenserat för denna anomali genom att undersöka portföljerna med sharpekvoten som ser till den totala volatiliteten hos portföljerna, eftersom treynors index och jensens alfa enbart ser till den systematiska risken.

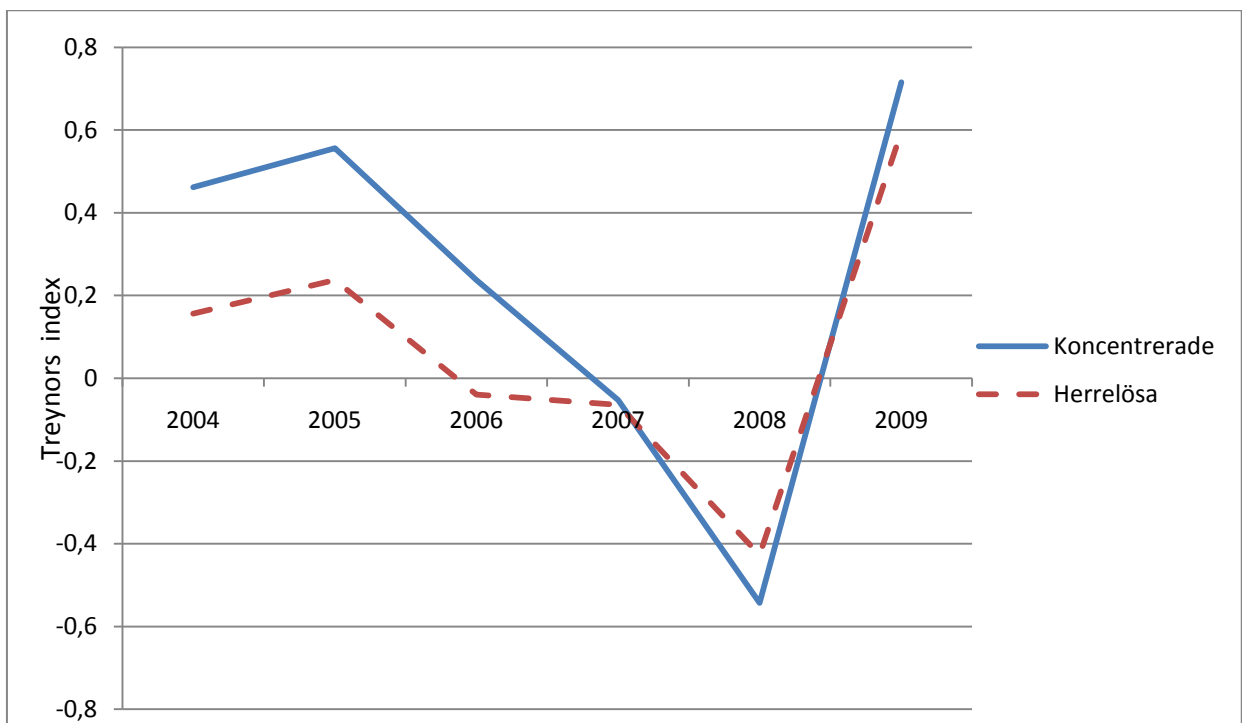
⁴⁴Westerlund, J. "Introduktion till ekonometri", 2005 sid.123-124

⁴⁵ Elton Edwin j, Gruber Martin J mfl "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 7th ed", 2007. sid.418

4 RESULTAT

Vi kommer i detta avsnitt presentera resultaten av vår undersökning. Först presenterar vi resultaten för de olika utvärderingsmodellerna, treynors index, jensens alfa och sharpkvoten var för sig. Vi har genomfört hypotesprövningar på dessa utvärderingsmetoder för att se om det finns signifikanta skillnader.

4.1 RESULTAT TREYNORS INDEX



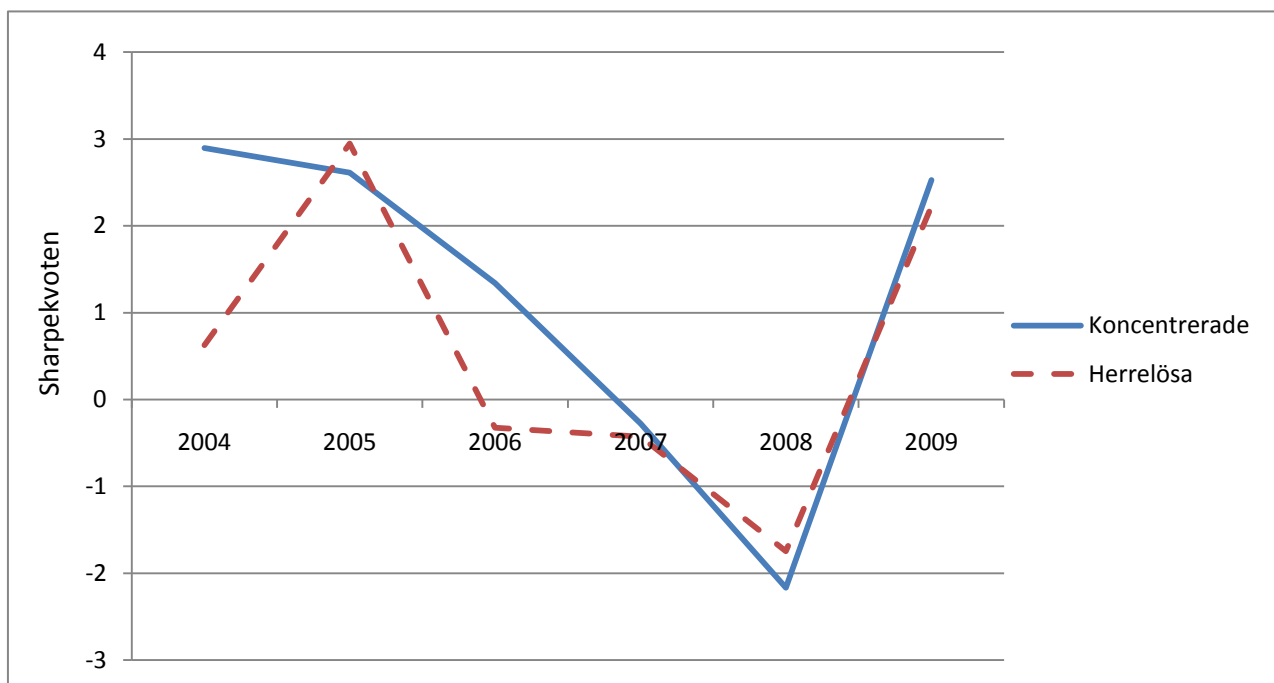
FIGUR 1DIAGRAM TREYNOR

Diagrammet ovan visar Treynors index för hela perioden 2004-2009. Det syns tydligt att de koncentrerade bolagen har presterat bättre, sett till den systematiska risken, med undantag för år 2008.

Beträffande hypotesprövningarna som vi genomförde för de två perioderna 2004-2006 och 2007-2009 så visade de att vi inte kan förkasta nollhypotesen för någon av perioderna. Således kan vi inte statistiskt stödja att det föreligger skillnader mellan de två portföljernas

riskjusterade avkastning. För åren 2004-2006 erhöll vi en t-kvot på 1,62 och p-värdet blev 0,11. För den andra perioden 2007-2009 blev t-kvoten 0,07 och p-värdet 0,94. Precis som diagrammet ovan visar så är skillnaden mellan de två portföljerna betydligt större för de inledande tre åren än för de tre avslutande, vilket stöds av den stora skillnaden i t-kvoten. För fullständig överblick se tabell 14 samt 15 i appendix.

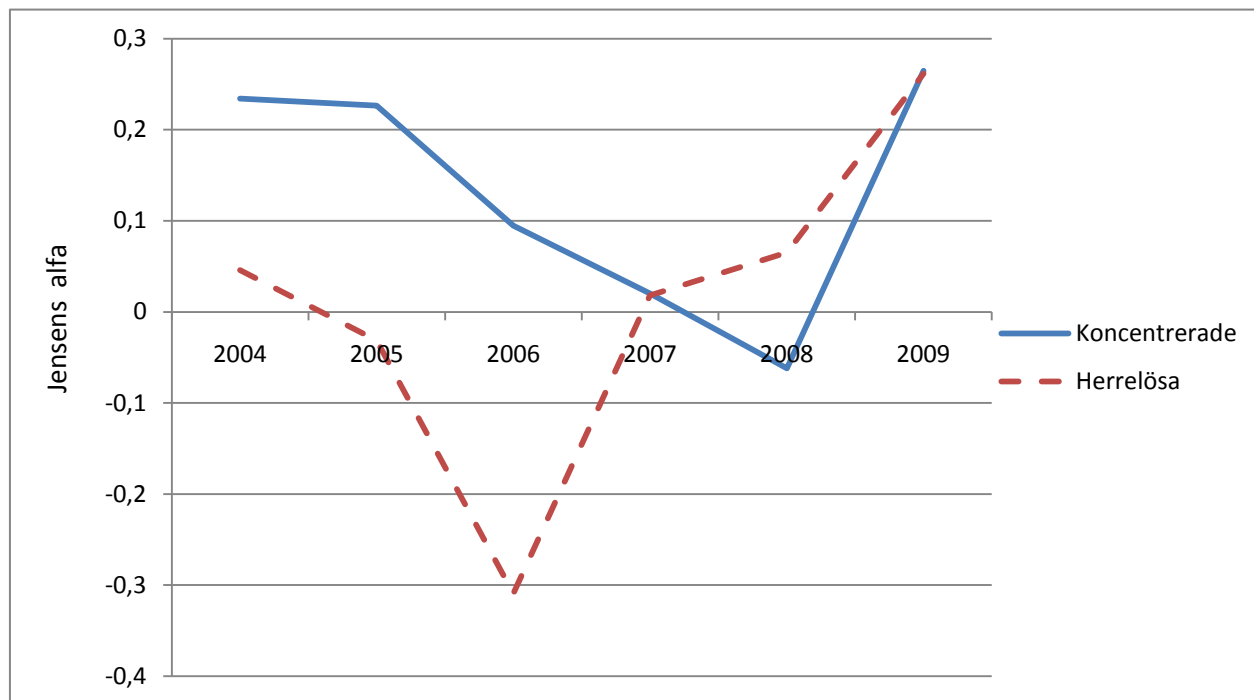
4.2 SHARPEKVOTEN



FIGUR 2 DIAGRAM SHARPEKVOTEN

I diagrammet ovan (figur 2) visas en grafisk representation av sharpekvoten. Sharpekvoten fångar upp den totala risken i portföljerna genom standardavvikelse. Även här ser vi att de koncentrerade bolagen har presterat bättre, sett till den totala risken, än de herrelösa med undantag för 2008 samt 2005. Hypotesprövningarna visar dock inte heller här någon statistisksignifikans. För resultat se tabell 12 samt 13 i appendix.

4.3 JENSENS ALFA



FIGUR 3 DIAGRAM JENSENS ALFA

I detta diagram (figur 3) visas en bild av hur Jensens alfa har sett ut för de två portföljerna. De koncentrerade bolagen har presterat bättre än de herrelösa från 2004-2007. Med ett högre Jensens alfa menas att de genererat en högre avkastning i förhållande till den avkastning de borde ha genererat enligt CAPM. Med ett negativt värde på Jensens alfa presterar man alltså sämre än man borde enligt CAPM. Noterbart är att de koncentrerade bolagen har presterat bättre än de herrelösa sett till hela mätperioden. Än en gång kunde inte statistisksignifikans påvisas. För fullständig redogörelse se tabell 10 och 11 i appendix.

4.4 PORTFÖLJAVKASTNING

Alla de mått som hittills har redovisats är riskjusterade utvärderingsmodeller. För att få en helhetsbild över utvecklingen av våra portföljer visar vi nedan en tabell (tabell 1) över avkastningen för den undersökta perioden. Som aktieägare ser man gärna till den totala avkastningen och jämför ofta med ett index. I tabellen nedan är marknaden representerad av AFGX (affärsvärldens generalindex).

År	Koncentrerade	Herrelösa	Marknaden
2004	0,35	0,26	0,15
2005	0,44	0,41	0,28
2006	0,24	-0,05	0,16
2007	-0,02	-0,08	-0,04
2008	-0,47	-0,52	-0,44
2009	0,61	0,80	0,41
Standardavvikelse	0,39	0,46	0,30

TABELL 1 AVKASTNING 2004-2009

Anmärkningsvärt är att under de kraftiga uppgångarna på marknaden, 2009 och 2005, presterar båda portföljerna betydligt bättre än marknaden. Det kan ses att båda portföljerna har högre standardavvikelse än marknaden, den herrelösa har i särklass högst varians.

5 ANALYS

Denna del syftar till att analysera de presenterade resultaten och återknytta till de teorier vi nämnt i teoriavsnittet.

Samtliga hypotesprövningar visar på att det inte finns någon statistisk signifikans i prestation mellan de olika portföljerna. Demsetz och Villalonga (2001) betonar att företags ägarstruktur ska ses som ett resultat av omgivningen och genom handel med aktier (röstandelar) kommer varje företag ha den ägarstruktur som passar bäst. Därför menar de att systematiska skillnader mellan företags ägarstruktur och prestation inte kommer kunna identifieras. Ägarstrukturen i Sverige är och har varit väldigt koncentrerad under en lång period, det var först under 1990-talet som en fullständig avreglering underlättade för utländskt ägande. Den politik som fördes innan 1993 har gynnat den ägarkoncentration som uppstod i Sverige. Alltså har omgivningen i Sverige skapat ett koncentrerat ägande som dominerande modell. Detta stödjer Demsetz teori om hur ägarstrukturer växer fram.

Även om vår undersökning inte finner statistiskt signifikans i prestation mellan de två portföljerna tycker vi dock att ett mönster kan urskiljas. De koncentrerade bolagen presterar bättre i flesta undersökta åren. Dock presterar den koncentrerade portföljen sämre för alla tre mått under 2008 och för sharpekvoten under 2005.

Att sharpekvoten är högre för de herrelösa under 2005 och inte för treynors indikerar att beta, systematiska risken, för de herrelösa är "för högt" eller att beta för de koncentrerade är "för lågt" eller en kombination av båda. Rent matematiskt blir detta en konsekvens av hur utvärderingsmodellerna är konstruerade. Ett högt tal i nämnare för treynors index innebär att kvoten blir mindre (se formel för treynors index sid. 18). På samma sätt blir summan av Jensens alfa för låg eftersom betavärdet multipliceras in i den term som subtraheras från portföljvinstkastningen (se formel för Jensens alfa sid. 19). Enligt våra beräkningar är beta för den koncentrerade portföljen lägre (än de herrelösas) men dess standardavvikelse högre (se tabell 3 i appendix).

Detta skulle också förklara skillnaderna för 2008 av anledningen som nämndes ovan. Betavärdet för 2008 baseras som bekant på historisk data för 48 månader tillbaka i tiden. De fyra åren innan finanskrisen är förhållandevis lugna börsår och därför kan betavärdet bli missvisande när det kommer en kraftig svängning, i det här fallet nedgång.

Ytterligare en möjlig förklaring till varför den koncentrerade portföljen har presterat bättre kan vara ett resultat av de kostnader vi nämner i principal agent problemet. Marknadsvärdet kan öka med övervakning av ledningen, alltså kan det varit en fördel att övervaka ledningen. I de bolag vi valt är det två ägare som tillsammans äger majoritet av rösterna, vilket betyder att ägarna kan avskeda hela eller delar av ledningen om de inte är nöjda med deras arbetsinsats. En möjlig tolkning av våra resultat är att detta kan vara med och påverka den riskjusterade avkastningen positivt. Vishny (1986) menar också att en storägare är nödvändig för att kunna förbättra en ineffektiv ledning. En faktor som möjligen är relevant för analysen av våra resultat kan vara att ledningen i de herrelösa företagen är mindre effektiva och presterar således ett sämre resultat än de koncentrerade bolagen, eftersom inga storägare finns som kan övervaka lednings arbete. De herrelösa bolagen minskar i antal under 2009, en möjlig förklaring kan vara att vissa företag med en ineffektiv ledning inte överlever ett kraftigt krisår som 2008. Ytterligare skäl till att de herrelösa bolagen presterar sämre kan vara att om de hade presenterat bra resultat hade någon sfär fått upp ögonen för dem och köpt tillräckligt med aktier för att bli en kontrollerande ägare. Detta kan underlättas av röstdifferentieringen om det finns en sådan på aktien.

Något som kan påverka de koncentrerade bolagen negativt är att de riktigt stora aktieägarna utnyttjar företaget för personlig vinning, precis som Vishny (1997) påpekar. Detta tror vi inte har påverkat resultaten i undersökningen i så stor utsträckning eftersom de etablerade maktsfärerna, Wallenberg, Stenbeck och andra stora sfärer som figurerar i många av de koncentrerade bolagen, skulle få utstå en omfattande negativ publicitet av ett sådant agerande. Det kan tänkas mer troligt att detta agerande sker i mindre familjeägda bolag, men i vilken omfattning det påverkat vårt resultat är svårt att spekulera kring.

6 SLUTSATS

Syftet med studien har varit att undersöka om det föreligger statistiskt signifikanta skillnader i aktieavkastningen mellan företag med koncentrerat respektive utspritt ägande. För den undersökta tidsperioden 2004-2009 har ingen statistisk signifikans kunnat påvisas. Dock har vi kunnat urskönja ett mönster.

Mönstret vi observerar är att de koncentrerade bolagen har presterat bättre över hela den undersökta perioden. Förklaringarna till detta kan vara flera och vår undersökning är för begränsad i sitt omfång för att kunna identifiera vilka faktorer som ligger bakom detta mönster. Vi har i vår teoridel försökt återge en bild av de teorier som präglar den diskussion som förs inom den akademiska världen kring detta ämne, i analysen har vi knutit an till ett antal av dessa teorier i ett försök att förklara mönstret. Som ofta är fallet inom den akademiska världen finns den inte en allmän konsensus om relationen mellan ägarstruktur och prestation. Vi har styrkt mönstret med hjälp av ett antal av teorierna, men även förklarat avvikelserna från mönstret med hjälp av de teorier som åskådliggjorts i uppsatsen.

7 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

För att påvisa det mönster vi tycks se hade en längre undersökningsperiod varit nödvändig. Det hade framförallt varit intressant att följa över flera turbulenta perioder för att se om det finns några cykliska mönster, samt hur det kan se ut inom olika branscher. Vidare hade varit intressant med en undersökning som identifierar flera olika typer av ägarskap, i likhet med Bennet(2010) och Demsetz(2001), för att se om detta har någon inverkan på resultaten i den miljö som råder i Sverige.

8 KÄLLOR

Tryckta källor:

Bennet, Michael *"Does ownership Structure Affect Corporate Performance? Evidence from the Market for Asset Sales"*. The IUP Journal of Corporate Governace vol. IX Nos 1 & 2, 2010

Demsetz, H, Villalonga.B. *"Ownership structure and corporate performance"*. Journal of corporate finance 7, 2001.

Bjuggren, P-O, Bohman, H. *"OWNERSHIP, CONTROL AND PERFORMANCE IN THE MOST ACTIVLY TRADD COMPANIES ON STOCKHOLM STOCK EXCHANGE. A COMPARISON BETWEEN 1999 AND 2001"*. Corporate Ownership & control volume 4, issue 1, Fall 2006

Magnus Henrekson, Ulf Jakobsson. *"Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll"*. IFN policy paper nr.22, 2008

Shleifer, A, Vishny, Robert W. *"Large shareholders and corporate control"*. The journal of political economy, vol 94 no. 3, part 1. 1986

B. Burcin Yurtoglu. *"Ownership, control and performance of Turkish listed firms"*. Empirica 27, 2000

Shleifer, A, Vishny, Robert W. *"A survey of corporate governance"*.
The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997)

Jensen, Michael c, Meckling, William H. *" Theory of the firm: Manegerial Behaviour: Agency Costs and Ownership Structure"*. Journal of financial economics, v.3, No.4 , 1976

Lalith P. Samarakoon and Tanweer Hasan. *"Portfolio Performance Evaluation"*.
The Encyclopedia of Finance, C. F. Lee, Editor, Springer, 2005

Easterbrook, Frank, H. *"Two Agency cost explanation of dividends"*. The American Economic Review, Vol. 74, Nr. 4, September 1984

Zeckhauser, Richard J-Pound, John. *"Are large shareholders effective monitors?" An investigation of share ownership and corporate performance"*, University of Chicago press, 1990

Westerlund, J. (2005) *"Introduktion till ekonometri"*. studentlitteratur, Lund

Fristedt, Daniel - Sundin, Anneli - Sundqvist, Sven-Ivan, (2003), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2003"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Fristedt, Daniel - Sundqvist, Sven-Ivan, (2004), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2004"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Fristedt, Daniel - Sundqvist, Sven-Ivan, (2005), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2005"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Fristedt, Daniel - Sundqvist, Sven-Ivan, (2006), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2006"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Fristedt, Daniel - Sundqvist, Sven-Ivan, (2007), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2007"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Fristedt, Daniel - Sundqvist, Sven-Ivan, (2008), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2008"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Fristedt, Daniel - Sundqvist, Sven-Ivan, (2009), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2009"*. SIS Ägarservice AB, Halmstad

Elton, Edwin. J – Gruber, Martin. J – Brown, Stephen. J – Goetzmann, William. N, 2007. *"Modern portfolio theory and investment analysis 7th ed"*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

Elektroniska källor:

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Herfindahl+index>

<http://www.dummies.com/how-to/content/valuation-ratios-for-investment-analysis.html>

<http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>

<http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16739>

http://www.itl.nist.gov/div898/handbook/eda/section3/eda353.htm_.15/5-10

APPENDIX

TABELLER

År	Treynors index		Sharpekvoten		Jensens alfa	
	Koncentrerade	Herrelösa	Koncentrerade	Herrelösa	Koncentrerade	Herrelösa
2004	0,46	0,15	2,90	0,63	0,23	0,05
2005	0,56	0,24	2,61	2,95	0,23	-0,03
2006	0,24	-0,04	1,34	-0,32	0,09	-0,31
2007	-0,05	-0,06	-0,28	-0,43	0,02	0,02
2008	-0,54	-0,43	-2,17	-1,75	-0,06	0,06
2009	0,72	0,60	2,53	2,22	0,26	0,26

TABELL 2 RESULTAT UTVÄRDERINGSMODELLER

År	Portföljbeta	
	Koncentrerade	Herrelösa
2004	0,70	1,47
2005	0,76	1,63
2006	0,91	1,79
2007	0,95	1,85
2008	0,93	1,31
2009	0,83	1,32

TABELL 3 PORTFÖLJBETA

LISTA ÖVER FÖRETAG

TABELL 4 FÖRETAG 2004

Koncentrerade 04	Värde Mkr	Herrelösa 2004	värde i Mkr
BEIJER ALMA	605	ARTIMPLANT	273
CONCORDIA MARITIME	826	BIOLIN SCIENTIFIC	52
CONSILIUM	173	CASTELLUM	7310
DIAMYD MEDICAL	312	ENEA	838
DIGITAL VISION	64	FINNVEDEN	1146
FAGERHULT	1317	HIQ INTERNATIONAL	590
GEVEKO	633	JM	2975
HAVSFRUN INVESTMENT	403	KUNGSLEDEN	3659
HENNES & MAURITZ	141 509	MANDATOR	119
HL DISPLAY	853	MODUL 1 DATA	111
HOLMEN	20 433	NET INSIGHT	348
KABE HUSVAGNAR	304	PRECISE BIOMETRICS	72
KINNEVIK	14 854	PROACT IT GROUP	225
LATOIR INVESTMENT	6099	SANDVIK	64160
LUNDBERGFÖRETAGEN	14 449	SARDUS DEAD	1050
NCC	6018	SBT LANDSKRONA	39
NEFAB	843	SEMCON	270
NEW WAVE GROUP	2175	SKANDIA FÖRSÄKRINGS	26817
NOVACAST TECHS	14	SWEDISH MATCH	25842
PEAB	3802	SWITCHCORE	764
RATOS	9124	TECHNOLOGY NEXUS	247
STRALFORS	1090	TICKET TRAVEL	213
SVEDBERGS	535		
TELE2	56 663		273
TRACTION	459		52
TRELLEBORG	10 702		7310
WALLENSTAM	2502		838
VBG GROUP	308		1146

TABELL 5 FÖRETAG 2005

Herrelösa 2005	Aktie värde i Mkr	koncentrerade 2005	Aktievärde i Mkr
ARTIMPLANT	257	BEIJER ALMA	1229
ASPIRO	284	CONCORDIA MARITIME	1708
BURE EQUITY	654	CONSILIUM	195
CASTELLUM	10234	DIAMYD MEDICAL	368
ENEA	1690	DIGITAL VISION	39
JM	5375	FAGERHULT	1310
KUNGSLEDEN	4759	GEVEKO	738
MODUL 1 DATA	93	HAVSFRUN INVESTMENT	403
MULTIQ INTERNATIONAL	116	HENNES & MAURITZ	191574
PRECISE BIOMETRICS	179	KABE HUSVAGNAR	585
SEMCON	532	KINNEVIK	18913
SWITCHCORE	251	LATOIR INVESTMENT	7074
SWEDISH MATCH	25918	NEFAB	1232
CAPIO	6294	NEW WAVE GROUP	4022
LEDSTIERNAN	454	NOVACAST TECHS	133
MANDATOR	225	PEAB	5667
SKANDIA FORSAKRINGS	33903	RATOS	11608
TELELOGIC	3412	STRALFORS	1272
TRICORONA	86	SVEDBERGS	779
		TELE2	38528
		TRACTION	632
		TRELLEBORG	10845
		WALLENSTAM	3974
		VBG GROUP	402

TABELL 6 FÖRETAG 2006

2006 Koncentrerade	Värde Mkr	2006 Herrelösa	Värde Mkr
BEIJER ALMA	1997	ARTIMPLANT	500
BERGS TIMBER	151	BIOINVENT INTL.	575
CARDO	5835	BOLIDEN	18810
DIAMYD MEDICAL	578	C2SAT	500
ELANDERS	983	CAPIO	11946
FAGERHULT	1978	CASTELLUM	12298
FENIX OUTDOOR	769	CONFIDENCE INTL	156
GETINGE	22105	ENEA	2149
GEVEKO	881	ENIRO	18210
HENNES & MAURITZ	223434	HIQ	2121
HAVSFRUN INVESTMENT	432	JM	8686
HL DISPLAY	1084	KUNGSLEDEN	10465
INDUSTRIVARDEN 'C'	40909	LEDSTIERNAN	579
KABE HUSVAGNAR	1314	MANDATOR	319
KINNEVIK	19588	MODUL 1	77
LATOUR INVESTMENT	8936	NEXUS	199
MSC KONSULT	34	OB Ducat	335
NEW WAVE	5677	PA Resources	4996
NOVACAST TECHS.	382	PRECISE Bio	405
PARTNERTECH	1256	SEMCON	1013
Q-MED	6215	SINTERCAST	560
TRACTION	1017	SWITCHCORE	235
TRELLEBORG	15212	TELELOGIC	4965
WALLENSTAM	6124	TELIGENT	634
XANO INDUSTRI	487	TRICORONA	205

TABELL 7 FÖRETAG 2007

Koncentrerade 2007	Aktievärde i Mkr	Herrelösa 2007	Värde i Mkr
BEIJER ALMA	2770	ACANDO	1145
BERGS TIMBER	240	ARTIMPLANT	216
DIAMYD MEDICAL	1403	BIOINVENT INTL.	509
ELANDERS	1203	BOLIDEN	50994
FAGERHULT	1927	C2SAT	666
FASTIGHETS BALDER	1654	CASTELLUM	15695
FENIX OUTDOOR	836	CONFIDENCE INT	133
GETINGE	30987	ENEA	1384
GEVEKO	919	ENIRO	16480
HAVSFRUN INVESTMENT	451	HALDEX	3645
HENNES & MAURITZ	286327	HIQ INTL	2118
HL DISPLAY	1421	JM	15320
INDUSTRIVARDEN 'C'	51561	KARO BIO	1207
KABE HUSVAGNAR	1008	KNOW IT	737
KINNEVIK	30395	KUNGSLEDEN	14332
LATOUR INVESTMENT	12239	LEDSTIERNAN	523
MSC KONSULT	30	MANDATOR	466
New Wave	5125	MODUL 1 DATA	107
NOVACAST TECHS	520	NEXUS	123
Q-Med	10605	OBDUCAT	493
TELE2	44439	PA RESOURCES	10477
TRACTION	1297	PRECISE BIOMETRICS	363
TRELLEBORG	14818	SENSYS TRAFFIC	1155
WALLENSTAM	9024	SWITCHCORE	185
XANO INDUSTRI	812	TELELOGIC	3780
		TRICORONA	686

TABELL 8 FÖRETAG 2008

2008 Koncentrerade	Värde Mkr	2008 Herrelösa	Värde Mkr
Beijer Alma	1899	ARTIMPLANT	196
Bergs Timber	307	BIOINVENT INTL.	1035
Corem Property Group	1376	BOLIDEN	23518
Diamyd Medical	682	C2SAT	650
Digital Vision	92	CASTELLUM	11567
Elanders	1357	CISION	1267
Fagerhult	1991	CONFIDENCE INTI	82
Fastighets Balder	1297	ENEA	789
Fenix Outdoor	836	ENIRO	9411
Getinge	35025	HIQ	1716
Geveko B	529	JM	11781
Havsfrun Investment	385	KARO BIO	522
Hennes & Mauritz	325635	KNOW IT	736
HL Display	1508	KUNGSLEDEN	9828
Industrivärden	42773	MODUL 1	82
Kabe Husvagnar	720	NEXUS	52
Kinnervik	39156	OB Ducat	547
Latour Investment	13702	PA Resources	7395
MSC Konsult	56	PRECISE BIOMETRICS	139
New wave	4478	SENSYS TRAFFIC	600
Novacast tech	425	SWITCHCORE	68
Q-med	8348		
Wallenstam	7471		

TABELL 9 FÖRETAG 2009

koncentrerade 2009	Värde i Mkr	Herrelösa 2009	Värde i Mkr
BEIJER ALMA	1494	Artimplant	97
BERGS TIMBER	109	Bioinvent Intl	823
COREM PROPERTY	1095	Boliden	4868
DIAMYD MEDICAL	582	C2sat	131
ELANDERS	249	Castellum	10449
FAGERHULT	1554	Confidence Intl	7
FASTIGHETS BALDER	681	Connecta	416
FENIX OUTDOOR	740	haldex	595
GETINGE	22283	HIQ	1083
GEVEKO	286	INTOI	156
HENNES & MAURITZ	252812	JM	3586
HL DISPLAY	711	Karo Bio	940
HOLMEN	16377	Know it	247
IBS	696	Kungsleden	7371
KABE HUSVAGNAR	243	Ledstiernan	144
LUNDBERGFÖRETAGEN	18892	Modul 1	40
MSC KONSULT	14	NET INSIGHT	1276
NCC	5410	PA Resources	1673
NOVACAST TECHS	92	Precise Biometrics	80
PEAB	6286	Sensys traffic	349
Q-MED	2424		
WALLENSTAM	3982		

HYPOTESPRÖVNINGAR

TABELL 10 JENSENS 2004-2006

<i>Jensens alfa 2004-2006</i>	<i>Koncentrerade</i>	<i>Herrelösa</i>
Medelvärde	0,014077	-0,00344
Varians	0,000727	0,006196
t-kvot	1,262885	
P(T<=t) ensidig	0,106718	
t-kritisk ensidig	1,681071	
P(T<=t) tvåsidig	0,213436	
t-kritisk tvåsidig	2,016692	

TABELL 11 JENSENS 2007-2009

<i>Jensens alfa 2007-2009</i>	<i>Koncentrerade</i>	<i>Herrelösa</i>
Medelvärde	0,002116	0,003265
Varians	0,001295	0,00183
t-kvot	-0,12335	
P(T<=t) ensidig	0,451097	
t-kritisk ensidig	1,667572	
P(T<=t) tvåsidig	0,902193	
t-kritisk tvåsidig	1,995469	

TABELL 12 SHARPEKVOTEN 2004-2006

<i>Sharpe 2004-2006</i>	<i>Koncentrerade</i>	<i>Herrelösa</i>
Medelvärde	0,639799	0,384769
Varians	0,950256	1,078049
t-kvot	1,074424	
P(T<=t) ensidig	0,143161	
t-kritisk ensidig	1,666914	
P(T<=t) tvåsidig	0,286322	
t-kritisk tvåsidig	1,994437	

TABELL 13 SHARPEKVOTEN 2007-2009

<i>Sharpe 2007-2009</i>	<i>Koncentrerade</i>	<i>Herrelösa</i>
Medelvärde	-0,05723	-0,02521
Varians	1,319592	1,283683
t-kvot	-0,11906	
P(T<=t) ensidig	0,452783	
t-kritisk ensidig	1,666914	
P(T<=t) tvåsidig	0,905566	
t-kritisk tvåsidig	1,994437	

TABELL 14 TREYNORS INDEX 2004-2006

<i>Treynor 2004-2006</i>	<i>Koncentrerade</i>	<i>Herrelösa</i>
Medelvärde	0,034794732	0,015378
Varians	0,002781118	0,002398
t-kvot	1,618764304	
P(T<=t) ensidig	0,054997636	
t-kritisk ensidig	1,66691448	
P(T<=t) tvåsidig	0,109995272	
t-kritisk tvåsidig	1,994437086	

TABELL 15 TREYNORS INDEX 2007-2009

<i>Treynor 2007-2009</i>	<i>Koncentrerade</i>	<i>Herrelösa</i>
Medelvärde	0,000136	-0,00115
Varians	0,006837	0,005794
t-kvot	0,068763	
P(T<=t) ensidig	0,472687	
t-kritisk ensidig	1,666914	
P(T<=t) tvåsidig	0,945374	
t-kritisk tvåsidig	1,994437	