

Företagsekonomiska institutionen
FEKH89
Examensarbete i Finansiering
VT-17



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Spelar det någon roll vilken ägarstruktur företaget har?

En undersökning av den svenska marknaden

Författare:
Gustav Persson
Samir Sinanovic
Linus Wendeberg

Handledare:
Maria Gårdängen

Sammanfattning

Titel:	Spelar det någon roll vilken ägarstruktur företaget har? - En undersökning av den svenska marknaden.
Seminariedatum:	2017-05-31.
Kurs:	FEKH89, Examensarbete kandidatnivå i finansiering, 15 HP.
Författare:	Gustav Persson, Samir Sinanovic och Linus Wendeborg.
Handledare:	Maria Gårdängen.
Nyckelord:	Ägarstruktur, Finansiell prestation, Agentteorin, Stockholmsbörsen, Börsintroducering
Syfte:	Syftet med denna studie är att undersöka ifall det föreligger ett samband mellan ett företags finansiella prestation de närmaste åren efter en börsintroducering på Nasdaq OMX Stockholm och företagets ägarstruktur. Uppsatsen ämnar definiera och mäta ägarstruktur genom variablerna ägarkoncentration, andel utländska ägare samt andel institutionella ägare. Författarna ämnar mäta finansiell prestation som företagets aktiekursutveckling. Därtill ämnar studien att uteslutande undersöka svenska bolag.
Metod:	Författarna till studien använder en kvantitativ metod och en deduktiv ansats för att ta fram studiens hypoteser. Studien använder tvärsnittsdata och genomför multipel regressionsanalys. Regressioner och regressionstester är genomförda i EViews.
Teoretiskt ramverk:	Studiens teoretiska ramverk bygger till stor del på tidigare forskning inom området. Agentteorin är det huvudsakliga teoretiska ramverket som används och den kompletteras av den Resursbaserade teorin, The Efficient Monitoring Theory och The Controlling Shareholder Tradeoff.
Empiri:	Urvalet består av 43 företag som genomfört en börsintroducering på Nasdaq OMX Stockholm mellan åren 2001 och 2014.
Slutsats:	Studiens resultat visar ett negativt samband mellan utländska ägare och finansiell prestation på kort sikt. För övriga perioder och variabler återfinns inga signifikanta samband. Trots det negativa sambandet på kort sikt mellan utländska ägare och finansiell prestation dras slutsatsen att ägarstruktur i stort inte har någon påverkan på den finansiella prestationen.

Abstract

- Title:** Does the Ownership Structure Have any Effect on the Financial Performance? – An Analysis of the Swedish Market
- Seminar date:** 2017-05-31.
- Course:** FEKH89, Degree Project Undergraduate Level, Business Administration, 15 University Credit Points.
- Authors:** Gustav Persson, Samir Sinanovic och Linus Wendeborg.
- Advisor:** Maria Gårdängen.
- Key words:** Ownership Structure, Financial Performance, Agency Theory, Stockholm Stock Exchange, Initial Public Offering
- Purpose:** The purpose of this study is to examine whether there is a relationship between ownership structure and financial performance following an initial public offering on the Stockholm Stock Exchange. The study intends to define and measure ownership structure through the variables ownership concentration, foreign ownership and institutional ownership. Financial performance is measured as a company's stock performance and explicitly examines Swedish corporations.
- Methodology:** The authors use a quantitative methodology and the hypothesis are based on a deductive approach. This study uses cross-sectional data and uses a multiple regression analysis.
- Theoretical framework:** This study's theoretical framework is largely based on previous studies within the field. The agency theory is the main theoretical framework used and is complemented by The Resource-Based Theory, The Efficient Monitoring Theory and The Controlling Shareholder Tradeoff.
- Empirical foundation:** The data set consists of 43 companies that has made an initial public offering on the Stockholm stock exchange within the years 2001 to 2014.
- Conclusion:** The results of this study shows a short term negative relationship between foreign ownership and financial performance. For none of the other periods nor variables is a significant relationship found. Despite the short term negative relationship between foreign ownership and financial performance the study concludes that ownership structure in general does not have an effect on financial performance.

Innehållsförteckning

DEL 1 - INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	11
1.4 SYFTE	11
1.5 AVGRÄNSNINGAR	11
1.6 DEFINITIONER	12
1.7 DISPOSITION	12
DEL 2 - TEORETISKT RAMVERK	13
2.1. AGENTTEORIN	13
2.2 THE CONTROLLING SHAREHOLDER TRADEOFF	14
2.3 THE EFFICIENT MONITORING THEORY	15
2.4 RESURSBASERAD TEORI	16
2.5 TIDIGARE FORSKNING	16
2.5.1 Perrini, Rossi och Rovetta, 2008	17
2.5.2 Wang, Cao, Liu, Tang och Tian, 2015.....	17
2.5.3 Douma, George och Kabir, 2006.....	18
2.5.4 Bruton, Filatotchev, Chahine och Wright, 2010.....	19
2.5.5 Demsetz, 1983	19
2.5.6 Sammanfattning av tidigare forskning	20
2.6 HYPOTESER.....	20
DEL 3 - METOD	22
3.1 UTGÅNGSPUNKT.....	22
3.2 URVAL	23
3.2.1 Marknadsplats.....	23
3.2.2 Tidsperiod	24
3.2.3 Urvalskriterier	24
3.3 BORTFALL.....	25
3.3.1 Ej tidigare börsnoterade	25
3.3.2 Spin-offs.....	25
3.3.3 Secondary listings	26
3.3.4 Avnoteringar.....	26
3.3.5 Annan orsak.....	26
3.3.6 Bortfallskriterier.....	27
3.3.7 Urvalsdata	27
3.4 BEROENDE VARIABEL	28
3.5 BRANSCHINDEX	29
3.6 OBEROENDE VARIABLER	30
3.6.1 Ägarkoncentration.....	30
3.6.2 Andel utländska ägare.....	30
3.6.3 Andel institutionella ägare	31
3.7 KONTROLLVARIABLER	31
3.7.1 Storlek.....	31
3.7.2 Avkastning på eget kapital	32
3.7.3 Skuldsättningsgrad	32
3.8 DATAINSAMLING	32
3.8.1 Företag	32
3.8.2 Namnförändringar.....	33

3.8.3 Börskurser	33
3.8.4 Kontrollvariabler	33
3.8.5 Ägarstrukturer	34
3.9 DATABEARBETNING	34
3.9.1 Grundläggande statistik	35
3.9.2 Signifikansnivå	35
3.9.3 Regressionsanalys	36
3.9.4 Ordinary Least Squares	36
3.9.5 Ramsey's RESET	38
3.9.6 Jarque-Bera normalitetstest	38
3.9.7 White's test för Heteroskedasticitet	39
3.9.8 Multikollinearitet	39
3.9.9 Sammanställning av kontrolltester	40
3.10 METODDISKUSSION	40
3.10.1 Bortfallsanalys	41
3.10.2 Metodkritik	41
3.10.3 Källkritik	42
DEL 4 - RESULTAT	44
4.1 GRUNDLÄGGANDE DATA	44
4.1.1 BHAR	44
4.1.2 Ägarkoncentration	45
4.1.3 Utländskt ägande	45
4.1.4 Institutionellt ägande	46
4.2 REGRESSIONER	46
4.3 REGRESSIONSTESTER	47
4.3.1 Ramsey's RESET test	48
4.3.2 Jarque-Bera's normalitetstest	48
4.3.3 White's heteroskedasticitetstest	48
4.3.4 Test för multikollinearitet	48
4.3.5 Sammanfattning	49
4.4 HYPOTESUTFALL	49
4.4.1 Hypotes I	49
4.4.2 Hypotes II	49
4.4.3 Hypotes III	49
4.4.4 Sammanställning	50
DEL 5 - ANALYS	51
5.1 DESKRIPTIV STATISTIK	51
5.2 ANALYS AV REGRESSIONER	52
5.2.1 Ägarkoncentration	52
5.2.2 Utländskt ägande	54
5.2.3 Institutionellt ägande	55
DEL 6 - SLUTSATS	58
6.1 STUDIENS SLUTSATS	58
6.2 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	60
KÄLLFÖRTECKNING	62
BILAGOR	68
BILAGA 1 - RAMSEY'S RESET TEST	68
BILAGA 2 - JARQUE-BERA'S NORMALITETSTEST	69
BILAGA 3 - WHITE'S HETEROSKEDASTICITETSTEST	70

BILAGA 4 - KORRELATIONSMATRIS.....	73
BILAGA 5 - SAMTLIG DATA	74

DEL 1 - INLEDNING

Denna del ger en kortfattad bakgrund till ämnet. Detta leder vidare till en problemdiskussion kring ämnet som sedan mynnar ut i en problemformulering och ett syfte med studien. Vidare förklaras de avgränsningar och definitioner som har gjorts i studien.

1.1 Bakgrund

Den 21 november 2014 återintroducerades konglomeratet Lifco på Nasdaq OMX Stockholm, efter att år 2000 ha avnoterats till följd av ett uppköp av finansmannen Carl Bennet (Jungstedt, 2014; Skatteverket 2017a). Det kan föreligga flera skäl till att ett företag väljer att notera sina aktier på en allmän handelsplats. Det kan bland annat bero på att företaget behöver hjälp med finansiering eller i andra fall kan det röra sig om att grundarna vill sälja av sina ägarandelar (Avanza n.d.). Carl Bennet berättar i en intervju med Svenska Dagbladet att Lifco har en önskan att växa både organiskt och genom förvärv (Jungstedt, 2014). För dessa förvärv kan Lifco tänkas behöva hjälp med finansiering genom en börsintroduktion. Men en börsintroduktion innebär inte enbart fördelar utan kan även vara förknippat med höga kostnader och framtida problem som man annars sluppit undan (Avanza n.d.). Något företagen som börsintroduceras alltid har gemensamt är däremot att en förutbestämd andel av ägandet nu finns tillgängligt för köp från allmänheten.

I en rapport genomförd av Svenskt Näringsliv från 2014 konstateras “att fler svenska börsbolag upplevs som herrelösa” (s. 63) till följd av bristen på en kontrollägare (Jakobsson & Wi-berg, 2014). Denna brist på en kontrollerande ägare kan uppstå till följd av att ett företag handlas på en publik marknad vilket leder till en utspädning av aktieägandet. Det börsnoterade företaget kan inte längre enbart verka efter grundarnas vilja, utan behöver ta hänsyn till de krav och önskemål som ställs från samtliga aktieägare. Ur detta förhållande kan en agent-principal problematik uppstå, något som enligt Jensen och Meckling (1976) uppkommer i första hand då man separerar kontrollen från ägandet. Med andra ord innebär resultatet av en börsintroduktion en situation då samtliga aktieägare inte har direkt kontroll över företaget och att företagets ledning inte längre äger 100 procent av företaget.

Sammansättningen av aktieägare, vilket utgör ägarstrukturen, kommer givetvis att skifta mellan företag. Vilken påverkan ägarstrukturen har på företaget kan vara svårt att på förhand av-

göra. Det kan möjligen förhålla sig på ett sätt där ägarstrukturen påverkar företagets prestation och därmed även dess börskurs. Om så är fallet, skulle vetskapen om ett företags befintliga ägarstruktur kunna ge en antydning till hur företagets kursutveckling kommer att se ut.

1.2 Problemdiskussion

Som ägare i ett företag medföljer rätten att lägga sin röst vid företagsbeslut som exempelvis styrelsens sammansättning (Bolagsverket, 2016). Detta innebär att man som aktieägare har möjlighet att påverka styrelsens sammansättning och genom detta indirekt den dagliga verksamheten som bedrivs i företaget. Vilken påverkan de samlade aktieägarna har på företaget har legat till grund för flertalet undersökningar där bland annat Michel, Oded och Shaked (2013), Perrini, Rossi och Rovetta (2008) och Bruton et al (2010) har undersökt ägarstrukturens påverkan på finansiell prestation. Resultaten från dessa undersökningar påvisar att utspädningen av den tidigare koncentrerade ägarstrukturen och uppoffringen av kontroll leder till en sämre finansiell prestation. Emellertid råder det ingen konsensus kring sambandet och hur den faktiska påverkan är. Det har genomförts andra undersökningar som inte funnit liknande samband som tidigare nämnda, där exempelvis Wang et al (2015) finner ett negativt samband mellan en koncentrerad ägarstruktur och finansiell prestation.

Ovissheten kring vilket samband som kan tänkas föreligga mellan ett företags prestation och dess ägarstruktur går långt tillbaka (Demsetz & Villalonga, 2001). Berle och Means (1932, citerad i Demsetz & Villalonga, 2001) menade redan 1932 att det skulle finnas ett omvänt samband mellan ett företags prestation och en låg ägarkoncentration. Vidare undersökte Demsetz (1983) sambandet och menade att oavsett vilken ägarsammansättning företaget har borde det inte finnas en strukturell avvikelser. Detta grundas på argumentet att oavsett vilken ägarstruktur som uppstår inom ett företag kommer ägarnas gemensamma intresse och önskan om att maximera avkastningen leda till samma påverkan på företaget. Med förbehåll för att de nämnda undersökningarna inte är genomförda på samma sätt går det ändå att påstå att det fortfarande föreligger en viss grad av ovisshet huruvida ägarstrukturen har en påverkan på företagets prestation.

De tidigare genomförda studierna har definierat ägarstruktur på olika sätt och använt sig av skilda variabler. Perrini, Rossi och Rovetta (2008) genomförde sin studie med fokus på den italienska kapitalmarknaden. De tittar bland annat på ägandet hos dem med en ledande posit-

ion inom företaget samt använder sig av Tobin's Q som beroende variabel. Till skillnad från Perrini, Rossi och Rovetta (2008) undersökte Wang et al (2015) förhållandet mellan ett disproportionerligt ägande, något som de beskriver som en större rösträtt i förhållande till rätten till kapital, och företagsprestationen mätt som BHR och CAR. Bruton et al (2010) undersökte främst riskkapitalisters och företagsänglars påverkan på den finansiella prestationen mätt som avkastning på totala tillgångar. Douma, George och Kabir (2006) genomförde en undersökning där de inkluderade utländska aktieägare som en variabel av ägarstruktur. Detta bidrar med ytterligare sätt att definiera ägarstruktur och problematisera vilken påverkan den kan ha på ett företags prestation.

Inhemska och utländska aktieägare kan ses som skilda typer av aktieägare som kan ha olika påverkan på ett företag (Douma, George & Kabir, 2006). I Sverige har det skett en förflyttning av ägandet inom företagen till ett allt mer utländskt ägande. Detta till följd av avregleringen av kapitalmarknaden under 1980-talet och början av 1990-talet som begränsade utländskt ägande av svenska börsbolag (red. Jonung, 2002). Det är inte bara i Sverige som fördelningen mellan inhemska och utländska aktieägare har undersökts. Flera empiriska studier har gjorts runt om i världen med fokus på hur inblandningen av utländska ägare påverkar bolagen. I flera fall har man funnit ett positivt samband mellan antalet utländska ägare i ett företag och dess finansiella prestation (Douma, George & Kabir, 2006; Ongore, 2011; Wellalage & Locke, 2012). På den nordiska marknaden har exempelvis Oxelheim och Randøy (2003) utfört en studie som visar att företag med en eller flera styrelsemedlemmar med anglo-amerikansk nationalitet har ett positivt samband med företagets finansiella prestation. Även om denna uppsats inte fokuserar på styrelsens sammansättning, utan snarare på aktieägarna i svenska företags skattemässiga hemvist, kan det tänkas att en utländsk styrelsemedlem finns till följd av aktiva utländska ägare.

Att vara en kontrollerande aktieägare inom ett företag innebär att man kan ha en större påverkan på företaget kring de beslut som tas. Teorin som kallas för *Controlling Shareholder Tradeoff* diskuterar rollen av en kontrollerande aktieägare (Gilson & Gordon, 2003 citerad i Gilson, 2006). Enligt teorin styrs ett företag bättre då det finns en kontrollerande ägare än när ägarkoncentrationen är utspridd. Gilson (2006) menar vidare att den kontrollerande ägaren har ett större incitament att sköta företaget själv, alternativt att kontrollera ledningen, på ett bättre sätt än vad som annars hade gjorts. Detta bekräftas av Mello och Parsons (1998) som menar att ägare med en stor ägarandel av företaget som dessutom är aktiva inom företaget ofta ökar

värdet på samtliga aktier. Även Schleifer och Vishny (1986) har analyserat hög ägarkoncentration som en faktor till att öka förväntad avkastning och därmed företagens värde. Slutsatsen de kommer fram till att det finns ett positivt samband mellan en kontrollerande majoritetsägare och den förväntade avkastningen.

I vissa företag finns det en större mängd institutionella ägare som ofta investerar en större mängd kapital. Detta genererar en större rösträtt inom företaget som dessa ägare inte alltid utnyttjar (Pålsson, 2001). En typ av institutionell ägare som ofta befinner sig i en sådan situation är fondbolag (Pålsson, 2001). Detta innebär alltså att det kan finnas storägare i ett företag som inte aktivt styr företaget vilket därmed leder till en sämre kontroll av företagens ledning och därmed möjligen ett försämrat resultat för aktieägarna (Pålsson, 2001). Pound (1988) hävdar däremot att det finns ett positivt samband mellan andelen institutionella ägare och företagens prestation, givet att de institutionella ägarna inte har någon inblandning i bolagets styrning. Enligt *The Efficient Monitoring Theory* fungerar institutionella ägare som ett övervakande organ över bolaget och kan därmed bidra till att minska eventuella agentkostnader som uppstår, bättre än vad minoritetsägare kan göra (Pound, 1988).

Till följd av att forskningen går isär anser författarna att det är intressant att undersöka huruvida ägarstrukturen påverkar svenska företags finansiella prestation. Till författarna av denna studies vetenskap har det gjorts två undersökningar av hur ägarstrukturen påverkar den svenska marknaden. Karlsson och Skoglund (2010) undersökte 100 företags ägarstruktur kopplat till deras lönsamhet under 2000-talet och kom fram till att det finns ett positivt samband mellan ett företags lönsamhet med både ägarkoncentration och utländskt ägande. Pahlett och Sandström (2015) undersökte 47 svenska bolag och tittade på ägarstrukturens påverkan på företagens avkastning. Deras resultat visar att ett företags ägarstruktur har en viss, men begränsad, positiv påverkan på dess avkastning med förbehåll för att det kan vara kontextberoende. Karlsson och Skoglunds (2010) rapport gjordes på företag som tidigare varit börsnoterade under åren 2001 till 2008 och Pahlett och Sandströms (2015) rapport gjordes på företag som introducerats på Nasdaq OMX Stockholm under åren 2006 till 2013.

Denna tidigare forskning av den svenska marknaden leder fram till att författarna ser ett behov av att utvidga kunskapen kring vilken form av ägarstruktur som huvudsakligen påverkar ett företags börskurs. Karlsson och Skoglund (2010) har som tidigare nämnts undersökt ägarstruktur utifrån variablerna ägarkoncentration och andel utländska ägare. Pahlett och Sand-

ström (2015) väljer däremot att enbart undersöka ägarstrukturen i form av ägarkoncentration. Författarna till denna studien menar att ett företags prestation bör kopplas till fler variabler av ägarstruktur än vad dessa tidigare studier har gjort. Utöver detta menar författarna att en längre tidsperiod bör undersökas med förhoppning om att finna ett mer generellt samband. Vidare ämnar studien att enbart analysera företag som nyligen har börsnoterats, eftersom det innebär en period då ägarstrukturen i företaget förändras. Sammantaget leder detta fram till frågeställningen som ligger till grund för denna uppsats. Uppsatsens resultat ämnar bidra till forskningsområdet genom att på nytt undersöka ett eventuellt samband mellan ägarstruktur och aktiekursutveckling. Möjligtvis kan resultatet från denna uppsats hjälpa till att bidra till en konsensus kring detta samband.

1.3 Problemformulering

Uppsatsen avser att besvara följande frågeställning:

Finns det något samband mellan ägarstrukturen och finansiell prestation i nyligen börsintroducerade svenska bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm?

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka ifall det föreligger ett samband mellan ett företags finansiella prestation de närmaste åren efter en börsintroducering på Nasdaq OMX Stockholm och företagets ägarstruktur. Uppsatsen ämnar definiera och mäta ägarstruktur genom variablerna ägarkoncentration, andel utländska ägare samt andel institutionella ägare. Författarna ämnar mäta finansiell prestation som företagets aktiekursutveckling. Därtill ämnar studien att uteslutande undersöka svenska bolag.

1.5 Avgränsningar

Studien är avgränsad till att enbart undersöka företag som har börsnoterats under perioden 2001 till 2014. Genomgående räknas ägarstrukturen i form av ägarkoncentration, andel utländska ägare samt andel institutionella ägare, i form av ägarnas rösträtt och alltså inte som ägarnas andel av aktiekapitalet.

1.6 Definitioner

De tre variablerna för ägarstruktur har definierats på tre olika sätt. Ägarkoncentration mäts som de fem största ägarnas gemensamma ägarandel, detta förklaras vidare i 3.6.1 *Ägarkoncentration*. Andel utländskt ägande mäts som andelen ägare med en skattemässig hemvist utanför Sverige av samtliga storägare, detta förklaras vidare i 3.6.2 *Andel utländska ägare*. Andel institutionella ägare mäts som andelen institutionella ägare av de tio största ägarna, detta förklaras vidare i 3.6.3 *Andel institutionella ägare*. Ett företags finansiella prestation definieras och mäts i denna studie som den långsiktiga abnormala avkastningen, *BHAR*, detta förklaras vidare i 3.4 *Beroende variabel*.

1.7 Disposition

Studiens disposition och struktur är skapad utifrån de råd som Bryman och Bell (2013) ger angående kvantitativ forskning. Föreläsningsvis är studien indelad i sex separata delar. Nedan följer en kort beskrivning av varje enskild del samt deras huvudsakliga innehåll.

Del 2 - Teori - Inledningsvis presenteras det teoretiska ramverk som studien bygger på. Till stor del baseras detta ramverk på tidigare forskning, vars artiklar har publicerats i ekonomiska journaler världen över.

Del 3 - Metod - I denna del beskrivs studiens tillvägagångssätt. Vidare presenteras även samtliga val som gjorts vid de tillfällen en valmöjlighet har uppstått samt motiveringar till dessa val. En beskrivning ges även över hur data har samlats in och hanterats genom studien.

Del 4 - Resultat - I denna del presenteras den insamlade data samt de kvantitativa tester som har gjorts med data som grund.

Del 5 - Analys - I denna delen analyseras det presenterade resultatet utifrån det teoretiska ramverk som presenterats i del 2.

Del 6 - Slutsats - I denna del reflekterar författarna över resultatet och analysen ur ett större generellt perspektiv, vilket sammantaget leder fram till en slutsats. Vidare presenteras författarnas rekommendation till vidare forskning inom området.

DEL 2 - TEORETISKT RAMVERK

Denna del redogör inledningsvis för de teorier som författarna anser vara relevanta för studiens syfte. Detta följs upp med en beskrivning av tidigare forskning som har bedrivits inom liknande ämne och kommer att vara användbara i denna studie.

2.1. Agentteorin

Agentteorin behandlar den problematik som uppstår när kontrollen över ett företag separeras från ägarna, likt det som sker när ett företag börsintroduceras. Problemet grundar sig i principal-agent relationen som bygger på att principalen, det vill säga ägaren, inte har samma mål som agenten, det vill säga ledningen (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Då uppstår en situation där de som styr företaget möjligtvis gör detta på andra grunder än vad som förväntas av ägarna (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Ett förhållande som Jensen och Meckling (1976) problematiserar och beskriver i sin studie. De menar att innebörden av denna relation är att ledningen ska agera utifrån aktieägarnas intressen (Jensen & Meckling, 1976). För att ledningen ska motiveras till att arbeta för ägarnas intressen kan olika incitament implementeras. Dessa kan exempelvis vara att ledningen äger aktier och därmed tar del av eventuella vinster eller genom att på andra sätt belönas när aktieägarnas intressen uppfylls (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

Enligt Fama och Jensen (1983) kan agentkostnader uppkomma vilket grundar sig i den nämnda problematiken kring separationen mellan ägande och kontroll. För att undvika dessa värdeförstörande agentkostnader menar Jensen och Meckling (1976) att det krävs en ledning som äger 100 procent av företaget. Med andra ord uppstår agentkostnader när ett företag handlas publikt eftersom de nya ägarna inte per automatik tar en del av företagsledningen. Ang, Cole och Lin (2000) undersöker förhållandet mellan agentkostnader och ägarstruktur genom att jämföra mindre företag med en ledning som äger 100 procent av företaget mot mindre företag med en ledning som inte äger 100 procent av företaget. Deras resultat konfirmerar Jensen och Mecklings (1976) teori gällande agentkostnader som uppstår då ledningen inte äger hela företaget. Vidare visar deras resultat även att agentkostnaderna ökar i takt med att ledningens ägarandel minskar (Ang, Cole & Lin, 2000).

Burkart, Gromb och Panunzi (1997) menar i motsats till Agentteorin att ett koncentrerat ägande kan ha en negativ effekt på företaget. De argumenterar för skillnaderna som uppstår i

en lednings agerande beroende på hur koncentrerad ägarstrukturen är i företaget. En ledning blir mer initiativrik när ägandet är utspritt eftersom det innebär att bristen på en starkt koncentrerad ägare leder till mindre inblandning från ägarna. Vidare menar de även att ett företag med en stark ägarkoncentration innebär ökad kontroll över ledningen och därmed ett minskat risktagande (Burkart, Gromb & Panunzi, 1997). Huruvida en risktagande ledning leder till positiva finansiella resultat är däremot tvetydigt. Som tidigare nämnts leder ledningens incitament till olika finansiella beslut och kan därmed generera skilda kort- och långsiktiga resultat (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010).

I denna studie kommer agentteorin huvudsakligen att kopplas samman med variabeln ägarkoncentration av ett företags ägarstruktur. Enligt denna teori bör ett företag med en hög grad av ägarkoncentration generera ett bättre resultat eftersom det uppstår lägre värdeförstörande agentkostnader. Vilket därmed innebär att ett företag med en utspridd ägarkoncentration även borde prestera sämre finansiella resultat. Vidare kommer de argument, som i motsats till agentteorin menar att en ledning blir mer initiativrik då ägarkoncentrationen är mer utspridd, kopplas till denna teori i analysen. Teorin kommer även att kopplas till företagets andel institutionella ägare. Det råder som tidigare nämnts skilda meningar kring vad en stor andel institutionella ägare leder till. I denna studie ämnar författarna att med hjälp av bland annat denna teori analysera resultatet.

2.2 The Controlling Shareholder Tradeoff

Detta teoretiska ramverk framtaget av Gilson och Gordon (2003) behandlar rollen hos en kontrollerande aktieägare inom ett företag och beskriver en delning i deras relation till företagets ledning och till övriga aktieägare. Den första relationen handlar om att en kontrollägare på ett bättre sätt kan kontrollera och övervaka företaget och dess ledning, än vad aktieägare i ett företag med större spridning av aktieägandet kan göra (Gilson, 2006). Detta grundar sig i att en kontrollägare har fler och större incitament att involvera sig i företaget till följd av att denne har åtagit sig en större risk i och med en stor investering i företaget (Gilson, 2006). Den andra relationen som ramverket beskriver är den mellan kontrollägaren och resterande aktieägare, vilket snarare ska beskrivas som den konflikt som uppstår dem emellan. Detta grundar sig mycket i det faktum att en kontrollägare kan i sin situation tillskansa sig fördelar på bekostnad av andra aktieägare (Gilson, 2006). Fördelarna kan vara förknippade med att uppfylla egenintressen, vilket kan ske på bekostnad av andra aktieägares intressen. Sammantaget upp-

står en situation där en kontrollägare på ett effektivt sätt kan övervaka företagets verksamhet och därigenom verka för samtliga aktieägares intresse. Samtidigt kan kontrollägaren tillskansa sig stora fördelar på bekostnad av de andra aktieägarna (Gilson 2006).

Gilson själv använde sig av detta ramverk som en grund för sin analys i undersökningen av kontrollägare och bolagsstyrning (Gilson, 2006). I denna studie avser författarna att använda ramverket som ett komplement till *Agentteorin* i ett försök att analysera vilka eventuella effekter olika grader av ägarkoncentration har på företagets prestation.

2.3 The Efficient Monitoring Theory

Teorin lyfter fram vilka möjligheter olika aktieägare har för övervakning av ett företag (McConnell & Sercaes, 1990). Behovet av att övervaka företaget uppstår då ägandet och kontrollen separerats vilket tidigare problematiseras i 2.1 *Agentteorin*. Pound (1988) som beskriver teorin menar att det finns en positiv relation mellan aktieägarvärde och institutionella aktieägare. Detta förklaras med att institutionella aktieägare på ett mer effektivt och sparsamt sätt kan övervaka och kontrollera en företagsledning i jämförelse med övriga aktieägare (McConnell & Sercaes, 1990). Även Brickley, Lease och Smith (1988) bidrog likt Pound (1988) med resultat som styrker teorins utgångspunkt att institutionella ägare har en positiv effekt på företagets prestation. Teorin menar även på att institutionella ägare besitter en större expertis än övriga aktieägare vilket ger ytterligare en positiv påverkan på företagets prestation.

Denna positiva effekt från institutionella aktieägare är emellertid något som säger emot vad Pålsson (2001) menade. Pålsson menar att institutionella aktieägare skulle leda till en sämre prestation till följd av ett mer passivt ägande, där rösträttigheten för aktieinnehavet inte används på ett effektivt sätt. I motsats till detta visade Brickley, Lease och Smith (1988) att institutionella aktieägare använder sin rösträtt på ett mer effektivt sätt än vad övriga aktieägare gör.

Denna teori kommer att kopplas till studiens undersökning av påverkan från institutionella aktieägare i företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Att det finns röster som menar annorlunda är inte ovanligt utan förhöjer enbart författarnas intresse för situationen och relation-

en. Förhoppningen hos författarna är att teorin ska vara till hjälp för att analysera resultatet mellan institutionella aktieägare och företagens prestation.

2.4 Resursbaserad teori

Företag kan via sina resurser nå konkurrenskraftiga fördelar som skiljer dem från sina konkurrenter. Detta grundar sig i att företag tenderar att vara heterogena. Därigenom kan företag som skiljer sig från mängden på ett fördelaktigt sätt uppnå konkurrensfördelar (Peteraf, 1993). Dessa resurser ska därtill vara värdefulla genom att vara ovanliga, obytbara och svåra att tillskansa sig (Barney, 1991). Företag som lyckas tillskansa sig dessa kommer troligtvis sätta sig i en fördelaktig position i jämförelse med konkurrenterna. En resurs behöver nödvändigtvis inte vara ett fysiskt objekt utan kan likaväl vara ett samarbete som på något sätt kommer att gynna verksamheten (Das & Teng, 2000).

Douma, George och Kabir (2006) kopplade denna teori till hur ägarstrukturen i ett företag formas och byggs upp av aktieägarnas resurser och intressen. De ser likt Das och Teng (2000) inte begränsningen i att resurser behöver vara materiella ting utan ser aktieägarnas kvalitéer och intressen som potentiella resurser. Ett företags aktieägare kan därmed uppfattas som unika resurser som på skilda sätt kommer kunna ha en inverkan på företaget. Ifall dessa i sin tur uppfyller de krav på fördelaktiga resurser kan effekten antas vara positiv och leda till möjliga konkurrensfördelar för det givna företaget.

Denna teori kommer huvudsakligen att användas när utländska ägares påverkan på ett företags finansiella prestation analyseras. Författarna menar att utländska ägare är en resurs som kan komma att gynna verksamheten. Som Douma, George och Kabir (2006) samt Dag och Teng (2000) gör uppfattas utländska ägare i denna studie som unika resurser som kan påverka företaget i en positiv inriktning.

2.5 Tidigare forskning

I denna del presenteras fem tidigare forskningsstudier som ligger till grund för denna studie. Samtliga studier beskrivs mer utförligt med utgångspunkt i att vara jämförelsestudier gentemot det resultat som denna studie senare kommer att presentera.

2.5.1 Perrini, Rossi och Rovetta, 2008

Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market

Perrini, Rossi och Rovetta (2008) undersöker huruvida det finns ett samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation på den italienska marknaden. Deras analys utgår huvudsakligen från agentteorin. Perrini, Rossi och Rovetta (2008) mäter ägarstrukturen genom att undersöka de fem största aktieägarnas aktieinnehav. Artikeln undersöker även bolagsledningens aktieinnehav för att inkludera den intressekonflikt som kan uppstå mellan minoritetsägare och företagsledningen. Studien kommer fram till att ett mer koncentrerat aktieinnehav hos de fem största aktieägarna leder till en bättre prestation under mätperioden 2000 till 2003 på den italienska marknaden. Däremot menar de att ett högre koncentrerat aktieinnehav i bolagsledningen leder till en sämre finansiell prestation för företaget. Detta motiverar forskarna genom att konstatera att det därmed uppstår en agentproblematik. Ledningen kan genom sitt höga aktieinnehav kontrollera bolaget i större utsträckning och därmed fullfölja privata intressen på bekostnad av minoritetsägare, vilket är värdeförstörande för bolaget.

Det sätt Perrini, Rossi och Rovetta (2008) har valt att mäta ägarkoncentration är även det sätt som ligger till grund för hur ägarkoncentration mäts i denna studie. Det innebär att resultatet från deras studie blir jämförbart med resultatet från denna studie. Eftersom Perrini, Rossi och Rovetta (2008) varken undersöker *Utländska ägare* eller *Institutionella ägare* kommer studien enbart att användas som jämförelse vid analys av variabeln *Ägarkoncentration*.

2.5.2 Wang, Cao, Liu, Tang och Tian, 2015

Disproportionate ownership structure and IPO long-run performance of non-SOEs in China

I artikeln studeras sambandet mellan en disproportionerlig ägarstruktur och företagens finansiella prestation på den kinesiska marknaden. En disproportionerlig ägarstruktur i Kina innebär att aktieägarnas kapitalmängd i företaget inte överensstämmer med andelen röster eller aktieinnehavet i bolaget. Majoritetsägarna kan därmed utöva en överskridande kontroll över bolaget på bekostnad av minoritetsägarna. Wang et al (2015) kommer i undersökningen fram till att den disproportionerliga ägarstrukturen leder till en sämre långsiktig prestation. De hävdar att majoritetsägarna genom sin överskridande kontroll över företaget utnyttjar företags resurser för privata intressen på bekostnad av minoritetsägarna. Det uppstår därmed en intres-

sekonflikt mellan majoritets- och minoritetsägarna, vilket har en negativ inverkan på företags prestation. Wang et al (2015) hävdar, i motsats till Perrini, Rossi och Rovetta (2008), att ett mer koncentrerat ägarskap leder till ett sämre finansiellt resultat.

Wang et als (2015) studie visar ett skilt resultat från det Perrini, Rossi och Rovetta (2008) kommer fram till, vilket komplicerar frågan kring ett eventuellt samband mellan ägarkoncentration och ett företags finansiella prestation. Denna skillnad är ett resultat av att man kan se problematiken på olika sätt. Wang et als studie kommer även den användas som jämförelsestudie för variabeln ägarkoncentration, trots att variabeln inte är definierad och mätt på samma sätt.

2.5.3 Douma, George och Kabir, 2006

Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market

Douma, George och Kabir (2006) undersöker i sin studie vilken påverkan en utländsk ägarinblandning har på företags finansiella prestation i Indien. De drar en distinkt skillnad mellan utländska institutionella aktieägare och utländska privata investerare. Detta med grunden att de två olika ägartyperna har skilda avsikter med sin investering i företaget. Douma, George och Kabir kopplar detta till den *Resursbaserade teorin* och poängterar att olika typer av aktieägares skilda kvaliteter och egenskaper kan komma att ha en effekt på företags prestation. Tidigare forskning kring utländsk inblandning och dess påverkan på finansiell prestation har misslyckades med att dra en distinktion mellan olika typer av utländska aktieägare. Douma, George och Kabir (2006) hävdar att utländska privata investerare ofta har kortsiktiga mål, medan utländska institutionella ägare oftast har avsikten att etablera ett mer långsiktigt förhållande med det inhemska bolaget, vilket på lång sikt kan vara värdeskapande för bolaget. I studien finner Douma, George och Kabir (2006) vissa belägg för att ett utländskt ägarskap i form av institutionella ägare leder till ett bättre finansiellt resultat. Detta förklarar de med att utländska institutionella aktieägare besitter en god övervakningsförmåga och en förmåga att utnyttja resurser på ett effektivt sätt.

Utifrån Douma, George och Kabir (2006) har författarna till denna studie valt att inkludera utländska ägare som en av de oberoende variabelerna som definierar ägarstruktur. Däremot

görs det i denna studie ingen skillnad på vilken typ av ägare den utländska ägaren är. Douma, George och Kabirs undersökning är därmed även användbar för att kunna förklara och problematisera studiens forskningsresultat kopplat till utländskt ägande. Variabeln institutionellt ägande kan även den kopplas till det resultat Douma, George och Kabir kommer fram till då de menar att utländska institutionella ägare har en positiv inverkan på ett företags prestation.

2.5.4 Bruton, Filatotchev, Chahine och Wright, 2010

Governance, Ownership Structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments

Bruton et al (2010) undersöker effekten av ett koncentrerat ägarskap på företagets prestation. Framst undersöks företagen efter en börsintroducering på den brittiska och franska börsmarknaden. De finner i linje med *Agentteorin* ett positivt samband mellan ett koncentrerat ägarskap och bolagets prestation efter en börsintroducering. Bruton et al (2010) hävdar även att inblandningen av riskkapitaliser i bolagen efter en börsintroducering kan ha en negativ inverkan på företagets långsiktiga prestation. De menar att riskkapitalister ofta har kortsiktiga mål som endast innefattar att börsintroducera bolaget för att kunna lösa in sina aktier och sedan gå vidare till nästa investeringsmöjlighet. Bolagen går därmed miste om riskkapitalisternas expertis och övervakande effekt efter att de valt att lämna det nyintroducerade bolaget.

Artikeln tar hänsyn till *Agentteorin* och undersöker de multipla agentrelationer som kan finnas i bolag mellan riskkapitalister, ägare och företagsänglar. Då denna studie inte fokuserar på typen av ägare som Bruton et al (2010) gör kommer deras resultat att användas i analysen av ägarkoncentration ur ett större perspektiv. Eftersom studiens resultat påvisar att det finns ett samband mellan ägarkoncentration och ett företags finansiella resultat menar författarna att denna teori är användbar som jämförelsestudie i denna studiens analys.

2.5.5 Demsetz, 1983

The Structure of Ownership and the Theory of the Firm

Demsetz (1983) undersöker sambandet kring ägarstruktur och finansiellt resultat hos börsnoterade amerikanska bolag. Författaren finner inte ett signifikant samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation. Detta grundas i två argument, det första argumentet menar att oav-

sett vilken ägarstruktur som uppstår inom ett företag har ägarna och ledningen samma önskan om att maximera avkastningen vilket alltid kommer leda till samma effekt. Därmed kommer inte ägarstrukturen ha någon direkt påverkan på prestation. Demsetz andra argumentet är att det inte går att finna en optimal nivå av ägarkoncentration eftersom alla bolagen har vissa karaktärsdrag som kräver en viss unik typ av ägarstruktur. Därmed menar författaren att det inte går att hävda att antingen en låg eller hög ägarkoncentration är bättre i anknytning till finansiell prestation.

Demsetz två argument till varför det inte finns ett samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation, kan vara användbara för att förklara och analysera forskningsresultaten i denna studie. Studien är även den enda studie, av de som undersökts, som inte funnit något samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation av den undersökta tidigare forskningen. Detta leder till att författarna anser den vara viktig att ta hänsyn till i analysen av resultatet.

2.5.6 Sammanfattning av tidigare forskning

I *Tabell 1* nedan följer en kort sammanställning av de fem presenterade forskningsartiklarna.

Författare	Resultat	Orsak
Perrini, Rossi & Rovetta (2006)	Finns ett positivt samband mellan en koncentrerad ägarstruktur och finansiell prestation.	I enlighet med Agentteorin, leder ett koncentrerat ägarskap till en reduktion av agentkostnaderna.
Wang et al (2015)	Finns ett negativt samband mellan en koncentrerad ägarstruktur och finansiell prestation.	Negativt samband på grund av den disproportionerliga ägarstrukturen som råder på den kinesiska marknaden.
Douma, George & Kabir (2006)	Finns ett positivt samband mellan utländska institutionella ägare och finansiell prestation.	Utländska institutionella ägare besitter en överlägsen övervakningsförmåga och är bättre på resursutnyttjande.
Bruton et al (2010)	Finns ett positivt samband mellan en koncentrerad ägarstruktur och finansiell prestation.	Positivt samband i linje med Agentteorin.
Demsetz (1983)	Finns inget samband mellan en koncentrerad ägarstruktur och finansiell prestation.	Ägarna i bolaget har alltid det gemensamma målet att maximera avkastningen, därmed spelar ägarstrukturen ingen roll.

Tabell 1. En sammanställning på de olika forskningsresultaten

2.6 Hypoteser

Den tidigare forskningen kring ämnet tyder på att det inte finns någon rådande konsensus angående huruvida ägarstrukturen har en påverkan på bolagets finansiella prestation eller

ej. Forskningsresultaten tycks därtill skilja sig åt länder emellan. Emellertid är de flesta forskarna ense om att det råder och uppstår i de flesta fall en viss agent-principal problematik (Perrini, Rossi & Rovetta, 2016; Bruton et al, 2010; Wang et al, 2015). Detta eftersom det sker en separation mellan ägande och kontroll, vilket på sikt leder till agentkostnader för bolaget.

Forskningsresultaten kan i stort delas in i två grupper. Där den ena sidan hävdar att en mer diversifierad och utspridd ägarstruktur leder till ett försämrat finansiellt resultat och där den andra sidan hävdar att en mer koncentrerad ägarstruktur leder till ett bättre finansiellt resultat. Förespråkarna för en utspridd ägarstruktur hävdar att majoritetsägarna utnyttjar sin maktposition genom sin höga andel av röstberättigade aktier för att fullfölja privata intressen på bekostnad av minoritetsägarna, vilket på lång sikt leder till ett försämrat finansiellt resultat (Wang et al, 2015). Å andra sidan hävdar förespråkarna för en koncentrerad ägarstruktur att ett tydligt kontrollerat ägarskap leder till ett bättre finansiellt resultat på grund av den agentproblematik som annars uppstår (Perrini, Rossi och Rovetta, 2006; Bruton et al, 2010). Utöver forskningen kring huruvida ett koncentrerat ägarskap kan ha en påverkan på finansiell prestation, tyder även studier på att en utländsk ägarinblandning tycks ha en positiv inverkan på det inhemska bolagets finansiella prestation (Douma, George & Kabir, 2006; Ongore, 2011). Likaså menar även en del forskning att en hög grad av institutionellt ägande har en positiv inverkan på företaget och dess finansiella prestation (Pound, 1988).

Efter att ha gått igenom de teoretiska ramverken som presenterats och den tidigare forskning som uppmärksammats har författarna till denna studie formulerat följande hypoteser:

***Hypotes I:** Det finns ett positivt samband mellan ett koncentrerat ägarskap och företagsprestation.*

***Hypotes II:** Det finns ett positivt samband mellan ett utländskt ägande och företagsprestation.*

***Hypotes III:** Det finns ett positivt samband mellan institutionellt ägande och företagsprestation.*

DEL 3 - METOD

Följande del beskriver vilken metod som har använts i studien samt vilka beslut som har tagits med motiveringar till varför författarna har tagit dessa. Detta följs med en motivering av författarnas urvalskriterier, val av variabler, tillvägagångssätt vid datainsamling samt bearbetning av nämnd data. Avslutningsvis består denna del även av en kritisk diskussion till författarnas valda tillvägagångssätt vid genomförandet av studien.

3.1 Utgångspunkt

Studiens generella utgångspunkt är en kvantitativ ansats, vilket innebär en djupare grund än enbart kvantifiering av siffror (Bryman & Bell, 2013). Det övergripande metodvalet är regression med ett tvärsnittsurval. Det betyder att data är insamlad vid en specifik tidpunkt (Brooks, 2014). Eftersom studien ämnar undersöka ägarstrukturen samt resultaten under tre perioder innebär det att tre regressionsanalyser med tvärsnittsdata kommer att göras. Utifrån de beskrivna teorier och tidigare forskning tillsammans med studiens syfte har hypoteser för studiens forskning tagits fram enligt ett deduktivt synsätt. Bryman och Bell (2013) beskriver denna process som “de teoretiska överväganden som rör detta område härleder eller deducerar forskaren en eller flera hypoteser som ska underkastas en empirisk granskning” (s. 163). Det innebär att de hypoteser som har tagits fram grundas i vad de undersökta teorierna och den tidigare forskningen kommer fram till.

Urvalet är en viktig del för studiens reliabilitet, som Skärvad och Lundahl (2016) beskriver som “frånvaron av slumpmässiga mätfel” (s. 110). För att uppnå reliabilitet i urvalet har tydliga riktlinjer för vilken typ av företag som studien ämnar mäta definierats. Dessa urvalskriterier beskrivs och motiveras närmare i delarna 3.2 *Urval* samt 3.3 *Bortfall*. Därtill har mätningen utförts på ett sådant strukturerat sätt att det inte hade givit någon effekt ifall någon annan genomfört den, något man snarare kan få effekt av då det rör en studie innehållande intervjuer eller liknande interaktiva moment (Skärvad & Lundahl, 2016).

Vidare är en viktig faktor i vetenskaplig forskning och metodval undersökningens validitet. Validiteten definieras som antingen intern eller extern. Att en studie har hög grad av intern validitet innebär att studien faktiskt mäter det som den avser att mäta (Bryman & Bell, 2013). Studiens interna validitet har säkrats till följd av att samtliga antaganden för OLS-regression

har uppfyllts, vilket förklaras vidare i 3.9.4 *Ordinary Least Squares*. Extern validitet innebär i vilken utsträckning studiens resultat är generaliserbart och i vilken utsträckning studien är replikerbar (Bryman & Bell, 2013). Eftersom studiens tillvägagångssätt vid val och behandling av data är tydligt beskrivet anser författarna att studiens externa validitet är uppfylld. På grund av det stora bortfallet som beskrivs i 3.3 *Bortfall* menar författarna att studiens generaliserbarhet försämras och därmed sänker den totala externa validiteten.

3.2 Urval

Studien undersöker enbart företag som har noterats på Nasdaq OMX Stockholm under perioden 2001 till första halvåret 2014. Anledningen till att enbart nnyoterade företag deltar i studien beror på den speciella förändring av ägarstrukturen ett företag genomgår efter att det handlas publikt för första gången. Anledningen till den marknadsplatsen förklaras mer ingående i 3.2.1 *Marknadsplats* och anledningen till den valda tidsperioden förklaras mer i 3.2.2.

3.2.1 Marknadsplats

I denna studie inkluderas enbart företag som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm. First North som är en tillväxtmarknad anpassad för mindre företag, men fortfarande en del av Nasdaq OMX Stockholm, har inte tagits med i urvalet då den har andra regleringar från huvudmarknaden (Nasdaq OMX Nordic, n.d.a). Marknadsplatser som inte är en del av Nasdaq OMX Stockholm, som exempelvis Aktietorget eller Nordic Growth Market, är inte inkluderade i denna studie. Detta eftersom företag som är noterade på dessa listor vanligen omsätter mindre och att media rapporterar mindre om företagen. Detta innebär att ägarstrukturen inte är lika rörlig eftersom det finns mindre tillhandahållen information till allmänheten. Vilket innebär att ägarstrukturen på de olika marknaderna även kommer att följa olika mönster och denna begränsning innebär att studien enbart inkluderar den största svenska aktiemarknaden. Detta innebär att företag som noterades på Small Cap, Mid Cap eller Large Cap listorna sedan 2006 och de företag som noterades på O- eller A-listan, som är föregångarna, under perioden 2001 till och med 2005 är de företag som har undersökts. Genomgående kommer dessa aktielistor fortsatt att kallas för som Stockholmsbörsen.

3.2.2 Tidsperiod

I studien undersöker författarna bestämda datum halvårsvis beroende på när företaget har börsintroducerats. De företag som har genomgått sin börsintroduktion under det första halvåret har analyserats utifrån sin ägarstruktur samt sina finansiella resultat per den 31 december i tre perioder framåt. Motsvarande gäller för de företag som har genomfört sin börsintroduktion under andra halvan av året. De har analyserats utifrån sin ägarstruktur samt sina finansiella resultat per den 30 juni i tre perioder framåt. Det innebär att tidsperioden som används skiljer sig åt beroende på när företaget i fråga har börsintroducerats. Det första mätdatumet ligger i intervallet mellan 6 till 12 månader efter introduceringsdagen, det andra mätdatumet ligger i intervallet mellan 18 till 24 månader efter introduceringsdagen och det tredje mätdatumet ligger i intervallet 30 till 36 månader efter introduceringsdagen. Anledningen till att denna tidsperiod har valts är på grund av studiens syfte att fokusera mätningen på de närmaste åren efter en börsintroduktion. Att det finns begränsade tidsperioder till vilka datum då ägarstruktursdata kan hämtas in är grunden till att sista juni samt sista december är de specifika datum som undersökts.

Eftersom insamlandet av data för ägarstruktur, börskurser och data rörande använda kontrollvariabler innebär en viss begränsning i vilken tidsperiod som kan användas valde författarna att undersöka perioden 2001 till 2014. I databasen Holdings från Modular Finance finns data att hämta halvårsvis från och med sista december 2001 till och med sista december 2005 samt kvartalsvis från sista mars 2006 och framåt. På grund av att den första tillgängliga data är från sista december 2001 inkluderas samtliga företag noterade under 2001. Slutåret 2014 valdes på grund av tidigare nämnda mätperiod. Eftersom de företag som har börsintroducerats under första halvåret av 2014 får mättillfällena sista december 2014, 2015 samt 2016 finns tillräcklig data att hämta. Däremot har de företag som noterats under andra halvåret av 2014 exkludrats från undersökningen eftersom det skulle kräva finansiella resultat samt ägarstrukturdata från 2017-06-30, vilket inte är möjligt.

3.2.3 Urvalskriterier

- Företaget måste vara noterat på antingen Small-, Mid- eller Large-cap listan på Nasdaq OMX Stockholm, framöver kallat för Stockholmsbörsen.
- Företaget måste ha börsintroducerats någon gång under perioden 2001 till och med första halvåret av 2014.

3.3 Bortfall

Totalt har 177 företag börsnoterats på Stockholmsbörsen under perioden 2001 till första halvåret 2014. Nedan följer en förklaring till varför denna siffra har minskat till att studien enbart inkluderar 43 företag. I del 3.9.1 *Bortfallsanalys* diskuteras storleken på och effekten av bortfallet samt varför detta bortfall har skett.

3.3.1 Ej tidigare börsnoterade

Studien behandlar enbart företag som inte har varit börsnoterade tidigare. Anledningen till detta är att en tidigare börsnotering resulterar i ett marknadsvärde baserat på tidigare handel och inte baserat på en värdering vid börsnoteringen i enlighet med studiens syfte. Vidare innebär en tidigare börsnotering även att företaget har genomgått en process likt den studien ämnar undersöka, nämligen ägarstrukturens förändring när företaget bjuds ut till publik handel. Detta kriteriet är en av grundstenarna i uppsatsen, eftersom syftet är att undersöka företag som precis har börsnoterats, vilket innebär att detta bortfall är tvunget för att uppsatsen ska uppfylla sitt syfte. Detta har resulterat i att 64 företag av de 177 identifierade företagen inte har inkluderats i studien.

3.3.2 Spin-offs

Av de 177 identifierade företagen var 17 av dessa så kallade spin-offs, vilket innebär att företagen har avknoppats från tidigare börsnoterade företag. Detta innebär att företagen tidigare har varit en del av analys, bevakning och värdering och därmed antas ha fått någon form av tidigare marknadsmässigt värde. Även om detta värde är mer svårbedömt än hos ett företag som tidigare har varit börsnoterat som ett enskilt företag anser författarna att företagen ej uppfyller kriteriet att inte tidigare ha varit börsnoterat. Vidare innebär en avknoppning av en del av ett företag att ett dotterbolag delas ut till befintliga aktieägare, vilket innebär att ägarstrukturen följer den i det redan tidigare börsnoterade bolaget. Även detta misslyckas med att uppfylla uppsatsens syfte, då den ämnar att enbart undersöka företag som inte tidigare varit börsnoterade. På grund av detta har dessa 17 företag uteslutits från studien.

3.3.3 Secondary listings

Företag som har noterats på Stockholmsbörsen som en secondary listing har inte varit en del av studien då det innebär företag som har en primary listing på en annan marknad och därmed redan har ett marknadsvärde. Denna begränsning innefattar även företag som tidigare har varit en secondary listing men som har konverterat till att vara en primary listing på Stockholmsbörsen. Även företag som har noterats på den Xterna listan, det vill säga en lista på Stockholmsbörsen innehållandes aktier i utländska företag (Andersson, 2005) är exkluderade från studien då den ämnar att enbart undersöka svenska företag. Detta innebär att totalt 19 företag har uteslutits från studiens identifierade 177 ursprungliga företag.

3.3.4 Avnoteringar

Studien har uteslutit samtliga företag som har avnoterats från Stockholmsbörsen efter genomförd börsintroduktion. Detta har skett med anledning av att databasen Holdings enbart tillhandahåller ägarstrukturdata för befintliga företag. Detta innebär att företagen inte har kunnat inkluderas i studien på grund av brist på data, vilket leder till att sammantaget 23 av de 177 identifierade företagen har fallit bort till följd av avnotering.

3.3.5 Annan orsak

Av andra orsaker än ovan nämnda har 11 företag fallit bort från studiens urval. Detta är i majoriteten av fallen unika anledningar och anses därför inte ha en systematisk anledning och har därför inte behandlats mer. Ett exempel på en orsak som klassats som annan orsak är rekapitalisationen av företaget Carl Lamm AB. Det nya börsnoterade bolaget Carl Lamm Holding AB köpte aktierna i Carl Lamm AB för en kombination av kontant ersättning samt av aktier i Carl Lamm Holding AB (Skatteverket, 2017b). Eftersom det nybildade bolaget har sitt marknadsvärde grundat i det tidigare existerande bolaget Carl Lamm AB så har detta bolag ej fått ta del av studien. Ytterligare exempel på annan orsak till bortfall från studien är att tre av dessa företag som har fallit bort från studien är till följd av att de har en skattemässig hemvist utanför Sverige. Att de har en skattemässig hemvist utanför Sverige innebär att data rörande ägarstruktur inte är tillgänglig. Dessa bortfall anser författarna inte ha någon negativ effekt på studiens reliabilitet då de inte orsakar några mätfel då de inte uppfyller samtliga kriterier.

3.3.6 Bortfallskriterier

I *Diagram 1* illustreras fördelningen mellan anledning till att företag har fallit bort från studien. Nedan följer även en sammanställning över de olika anledningarna till företags bortfall från studien.

- Företaget får ej ha varit börsnoterade tidigare eftersom det medför att det redan finns ett utbrett marknadsvärde vilket innebär att ägarstrukturen redan påverkats.
- Företaget får ej vara en spin-off från ett befintligt företag eftersom det innebär att företaget har motsvarande ägarstruktur som det tidigare företaget.
- Företaget får ej vara en secondary listing eller ha varit en secondary listing tidigare eftersom det innebär att företaget har ett börsvärde på en annan börs sedan tidigare.
- Företaget får ej ha avnoterats från Stockholmsbörsen eftersom det innebär att använd databas ej tillhandahåller data för dessa företag.
- Utöver dessa kriterier har ytterligare ett antal företag fallit bort på grund av andra orsaker som på något sätt är kopplade till något av ovan nämnda kriterier.

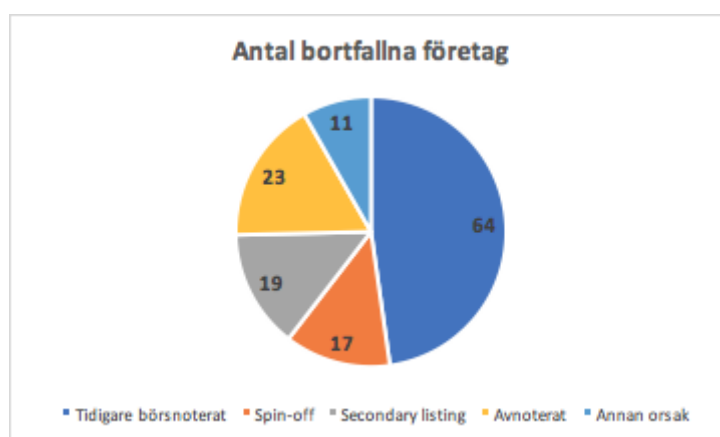


Diagram 1. Antal bortfallna företag baserat på ovan nämnda urvals- samt bortfallskriterier.

3.3.7 Urvalsdata

Baserat på 3.2 *Urval* samt ovan nämnda bortfallskriterier har sammanlagt 43 företag analyserats i studien. *Diagram 2* visar hur fördelningen per år ser ut under undersökt tidsperiod.

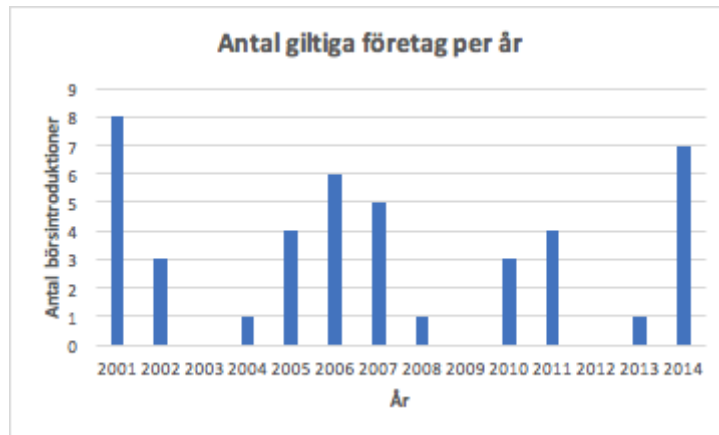


Diagram 2. Antal giltiga företag per år baserat på ovan nämnda urvals- samt bortfalls-kriterier.

3.4 Beroende variabel

Den beroende variabeln i denna undersökning är den långsiktiga abnormala avkastningen hos de undersökta företagen. Detta innebär att undersökningen ämnar förklara förändring i denna variabel med hjälp av de oberoende variablerna som förklaras i 3.6 *Oberoende variabler*.

Den långsiktiga abnormala avkastningen mäts i studien som ett företags buy-and-hold-abnormal-return (*BHAR*). Detta är ett mått som har använts i tidigare publicerade forskningsartiklar med liknande syfte som denna. Därför anses måttet vara en vedertagen och rättvisande variabel vid denna typ av mätning. Exempelvis använder Ritter (1991) detta mått i sin analys av börsnoteringars långsiktiga avkastning samt Wang et al (2014) använder denna när de mäter sambandet mellan börsnoteringars långsiktiga avkastning och ägarstruktur i Kina. Det finns även andra mått för liknande undersökningar som har använts vid tidigare forskning. Exempelvis använder både Ritter (1991) och Wang et al (2014) även måttet *CAR*, *culmulative-abnormal-return*, för att mäta långsiktig avkastning. Författarna har emellertid valt bort måttet *CAR* till förmån för *BHAR* då detta "bättre matchar investerarnas upplevelse" (Brooks, 2014, s. 643). Därtill hävdar även Barber och Lyon (1997) att *BHAR* lämpar sig bättre för undersökningar som sträcker sig över en längre tid, vilket enligt författarna gör måttet mer passande för denna studie.

BHAR beräknas som den långsiktiga abnormala avkastningen från stängning efter första dagen fram till den valda mätpunkten. Därtill jämförs den faktiska avkastningen med den förväntade avkastningen som fås från ett relevant branschindex för de observerade företagen (Barber & Lyon, 1997). Tillvägagångssätten för valen av branschindex förklaras i 3.5 *Bran-*

schindex. Totalt undersöktes tre tillfällen efter det att företagens aktier hade introducerats. Samtliga historiska börskurser för de observerade företagen är hämtade från Nasdaq OMX Nordic (n.d.b) och är justerade vilket innebär att de är justerade för aktiesplittar och utdelningar är återinvesterade i kursen.

Ekvationerna nedan bygger på Barber och Lyons (1997) ekvationer där nu även sambandet mellan dem visas. Ekvationerna ser ut enligt *formel 1* där *formel 2* visar sambandet.

$$BHAR = \prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})] \quad (1)$$

där

$$\prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) = BHR_{ftg} = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \quad (2)$$

där P_0 är priset efter stängning första dagen och P_1 är priset vid måttillfället.

3.5 Branschindex

De sammantaget 43 undersökta företagen har sorterats efter vilken bransch de tillhör enligt Nasdaq OMX Nordics databas. Denna kategorisering bygger på Industry Classification Benchmark (ICB) och har tillämpats på Stockholmsbörsen sedan 2011 (Nasdaq, 2011). Totalt har företagen delats in i nio olika kategorier. Baserat på vilken bransch de undersökta företagen tillhör har deras BHR ställts i relation till branschindex BHR i enlighet med *formel 1* ovan. Detta ligger till grund för att studien inte inkluderar några dummy-variabler som delar upp företagen efter bransch. Eftersom författarna anser att *BHAR* redan är anpassat efter branschtillhörighet, vilket mildrar effekten av att inkludera en dummy-variabel i modellen.

På Stockholmsbörsen återfinns två typer av varje branschindex: Prisindex (PI) och Avkastningsindex (GI). Dessa skiljer sig på ett sätt där PI mäter hur aktiekursen på börsen utvecklas och GI mäter samma sak men tar därtill hänsyn till aktieutdelningar och ger därmed en mer rättvisande bild av den totala avkastningen (Nasdaq OMX n.d.c). Av denna anledning är det

GI kopplat till varje bransch enligt ICB:s branschindelning som har använts som jämförelseindex i uträkningen av den beroende variabeln.

3.6 Oberoende variabler

De oberoende variablerna som används i denna undersökning har en koppling till ägarstrukturen i ett företag och hur denna är sammansatt. Det är med hjälp av dessa variabler som undersökningen avser att förklara skillnaderna i den beroende variabeln. Nedan följer en mer djupgående beskrivning av de tre variabler författarna har valt att definiera ägarstruktur som i studien, nämligen ägarkoncentration, andel utländska ägare samt andel institutionella ägare.

3.6.1 Ägarkoncentration

Holderness och Sheehan (1988) konstaterade att majoritetsägare ofta är direkt involverade i ett företags ledning, vilket innebär att de inte enbart har en ägande och övervakande roll utan att de aktivt påverkar företagets ledning. Även om de definierar majoritetsägare i form av enskilda ägare som äger 50 procent eller mer av företaget (Holderness & Sheehan, 1988) har författarna till denna studie valt att mäta variabeln ägarkoncentration som de fem största ägarernas gemensamma ägarandel av företaget. Detta val har baserats på Perrini, Rossi och Rovettas (2008) forskning. Som tidigare nämnts har de undersökt huruvida ägarstruktur påverkar den finansiella prestationen hos företag på den italienska marknaden och använt sig av motsvarande variabel som definition av ägarkoncentration.

3.6.2 Andel utländska ägare

Med start under 1980-talet fram till och med början av 1990-talet begränsades det utländska ägandet i svenska företag av juridiska hinder. Efter avvecklingen av dessa hinder skedde en snabb uppgång av andelen utländska ägare (red. Jonung, 2002). Med rapporter om att ökat utländsk ägande bidrar till en förbättrad konkurrens samt kompetens inom företagen (UNCTAD, 1999, citerat i red. Jonung, 2002) uppfattar författarna att detta är en relevant variabel att använda för att undersöka ägarstrukturens påverkan på det enskilda företagens finansiella prestation. Variabeln utländskt ägande är i denna studie mätt som den procentuella andelen av företagets röster som innehas av ägare med en annan hemvist än Sverige.

3.6.3 Andel institutionella ägare

Sedan 1950-talet har ägandet av svenska företag förändrats kraftigt. Svenska hushåll som stod för majoriteten av rösterna har bytts ut mot svenska institutioner och utländska ägare (red. Jonung, 2002). De svenska fondernas förändring i ägandeandel av svenska företag har även de genomgått en stor förändring. Från att ha ägt knappt 1 procent av de svenska företagen under 1970-talet till att år 2000 äga motsvarande 15 procent av det samlade börsvärdet (red. Jonung, 2002). På grund av denna kraftiga förändring tillsammans med att institutionella ägare generellt sett är ovilliga att agera i ägarfrågor (red. Jonung, 2002; Pålsson, 2001) uppfattar författarna variabeln andel *Institutionellt ägande* som högst intressant. Variabeln tar hänsyn till hur stor andel av företaget som ägs av institutionella ägare kontra industriella ägare. Industriella ägare definieras som ägare som baserat på verksamhet anses ha ett intresse av att vara aktiv och påverka företagets verksamhet. Institutionella ägare avser de ägare med en passiv position, dessa innefattar exempelvis fonder och pensionsförvaltare. I mätningen av institutionellt ägande har de 10 största ägarna, sett till röstningsprocent, tagit del av mätningen. Överlag har ägarna på storleksplats under de 10 största mindre än 1% i rösträtt och författarna anser därmed att de ej måste inkluderas i undersökningen.

3.7 Kontrollvariabler

Studien inkluderar flera kontrollvariabler som avser kontrollera att det inte råder någon samvarians mellan den beroende och den oberoende variabeln. Variablerna som använts i studien presenteras nedan.

3.7.1 Storlek

Den första kontrollvariabeln som är definierad i denna studie är företagets *Storlek*. Detta eftersom de undersökta företagen är av spridd storlek och författarna misstänker att företagets storlek kan ha en påverkan på den finansiella prestationen. Denna kontrollvariabel har även tidigare använts i forskning inom liknande område (Perrini, Rosi & Rovetta, 2008; Wang et al, 2015) vilket föranleder författarna att uppfatta att den därmed är lämplig även i detta sammanhang. Variabeln är mätt som den naturliga logaritmen av företagets totala tillgångar, det vill säga $\ln(\text{Assets})$. Motivet till att logaritmera variabeln grundar sig i att variabelns förändring utan att vara logaritmerade hade lett till en linjär förändring. Detta innebär att varje förändring med en enhet hade gett lika stor effekt. Ifall variabeln däremot logaritmeras kommer

förändringarna istället komma till uttryck i procent, vilket innebär en mer rättvisande bild (Vilhelmsson, 2017) då de undersökta företagens tillgångar i studien skiljer sig väsentligt åt i storlek.

3.7.2 Avkastning på eget kapital

Den andra kontrollvariabeln som används i studien är förhållandet mellan nettoomsättning och eget kapital, det vill säga *Avkastning på eget kapital*. Anledningen till detta är att kontrollera för företagets lönsamhet och därmed undvika påverkan på resultatet genom en eventuell samvarians mellan företagets lönsamhet och den beroende variabeln. Valet att använda variabeln *Avkastning på eget kapital* som kontrollvariabel är något författarna även baserar på tidigare forskning (Perrini, Rosi & Rovetta 2008) vilket likt variabeln *Storlek* gör att den uppfattas som en vedertagen variabel att använda.

3.7.3 Skuldsättningsgrad

Den avslutande kontrollvariabeln som definierats är skuldsättningsgrad, vilken mäts som förhållandet mellan företagets totala skulder och företagets totala tillgångar. Detta är en kontrollvariabel som även den använts i tidigare forskning (Perrini, Rosi & Rovetta, 2008; Wang et al, 2015). Ytterligare motiv till författarnas val av variabeln är att kontrollera för de effekter som företagets finansiella policier kan ha på den undersökta beroende variabeln (Perrini, Rosi & Rovetta, 2008). Förhoppningen med detta är att, likt de två andra valda kontrollvariablerna, isolera effekten av de oberoende variablerna på den beroende variabeln.

3.8 Datainsamling

Nedan följer en redogörelse för hur datainsamlingen har genomförts samt förklaringar till de val som har tagits.

3.8.1 Företag

Datainsamlingen inleddes med att via Nasdaqomxnordiq.com identifiera samtliga börsnoteringar som skedde under perioden 2001 till första halvåret 2014. Företagets namn vid börsintroduktionen samt vilken dag börsintroduktionen skedde noterades i ett sammanställt dokument. Varav de slutligen 43 företag, utifrån de fastställda kriterierna för deltagande i studien,

identifierades. Samtliga företag som uppfyller urvalskriterierna återfinns i *Bilaga 3* tillsammans med all data för den beroende variabeln samt de oberoende variablerna.

3.8.2 Namnförändringar

Under de år som har undersökts har vissa företag genomgått ett namnbyte. Eftersom samtliga data om både börskurs och ägarstruktur återfinns under det namn företagen använder idag definieras varje företag enligt sitt namn per 31 mars, 2017. För att säkerställa att det företag som tar del av urvalet i studien är samma företag som det identifierade börsnoterade företaget har Skatteverket.se använts som extern källa för att kontrollera samtliga företagsnamn.

3.8.3 Börskurser

Samtliga data för den beroende variabeln för de bestämda datumen samlades in via Nasdaq OMX Nordics databas för historiska börskurser (Nasdaq OMX Nordic, n.d.b). Utöver data för dessa förutbestämda datum samlades även data in för stängningskursen under noteringsdagen för samtliga företag. Samtliga börskurser är justerade börskurser, vilket innebär att de är justerade för aktiesplittar och där utdelningar och extra-utdelningar är återinvesterade.

3.8.4 Kontrollvariabler

Data rörande kontrollvariablerna *Storlek*, *Avkastning på eget kapital* och *Skuldsättningsgrad* hämtades i de flesta fall via databasen Retriver Research (n.d.) och i de fall då data var svåråtkomlig via den databasen, hämtades den in via företagens egna hemsidor. Samtliga data samlades in och hanterades manuellt. Till följd av att företagen *East Capital Explorer AB* samt *Rezidor Hotel Group AB* redovisar sina finansiella resultat i Euro, räknades dessa om till SEK med hjälp av växlingskursen vid det bokförda tillfället, som återfanns via Riksbankens hemsida och funktion för historiska växlingskurser (Riksbanken, n.d.).

Till följd av att ett par företag använder sig av ett alternativt räkenskapsår, exempelvis *RNB Retail and Brands AB* och *KappAhl AB*, vilket innebär att de inte presenterat sina siffror samtidigt på året som resterande företag, samlades data in från den närmaste redovisade månaden på året. Närmast redovisade månad i dessa fall var maj för juni och november för december.

Dessa månader valdes framför de som annars hade legat efter den valda månaden eftersom inga av företagen redovisade några siffror i juli.

3.8.5 Ägarstrukturer

Avslutningsvis användes databasen Holdings från Modular Finance för att samla in data för ägarstrukturen för samtliga företag. Även här följdes de kriterier som nämns ovan i 3.2 *Urval* angående vilka datum som användes för varje företag. Till skillnad från börskurserna samlades inte någon data in för ägarstrukturen i företagen på introduceringsdagen, eftersom det är data som varken finns tillgängligt eller hade fyllt en funktion i denna studie.

Alla ägare som presenteras i Holdings databas är ägare som de kallar för storägare. De definierar storägare som “en juridisk person som innehar minst 500 aktier i ett bolag eller en fysisk person som dels innehar minst 500 aktier i ett bolag och dessutom innehar minst 0,1% av röstvärdet” (Holdings, n.d.).

3.9 Databearbetning

I denna studie undersöks data i form av tvärsnittsdata. Det innebär att data är insamlad för en specifik tidpunkt (Brooks, 2014), i detta fallet vid tre specifika tidpunkter. Detta innebär att tre olika analyser av tvärsnittsdatan har gjorts för att undersöka samtliga tre perioder. Tidsaspekten behandlas därmed enbart i att *BHAR* i samtliga fall grundar sig i stängningskursen från introduktionsdagen.

Den programvara som författarna använder sig av i studien heter EViews. En programvara som tillhandahåller grundläggande funktioner som ofta används inom praktisk ekonometrisk analys (Brooks, 2014). Brooks (2014) beskriver utförligt steg för steg hur data behandlas i EViews och författarna har valt att följa dessa rekommendationer i högsta möjliga mån. Utöver detta har även statistikprogrammet SPSS använts vid framtagandet av grundläggande statistik för BHR samt ägarstruktur. Anledningen till att SPSS använts istället för EViews vid detta framtagande är på grund av de tydliga och lättförståeliga tabeller som SPSS genererar. I *Tabell 3* följer en sammanfattande definition av de använda variablerna samt de beteckningar som har använts på variablerna vid databearbetningen i EViews.

	Definition
KONC	Ägarkoncentration, mätt som de fem största ägarnas gemensamma ägarandel
UTL	Andel utländska ägare, mätt som samtliga storägare med en annan skattemässig hemvist än Sverige
INST	Andel institutionella ägare, mätt som de tio största ägarnas procentuella ägarandel
TILLG	Storlek på företaget, mätt som den naturliga logaritmen av företagets totala tillgångar
SKULDS	Företagets skuldsättning, mätt som företagets totala skulder dividerat på företagets totala eget kapital
ROE	Företagets avkastning på eget kapital, mätt som företagets nettoomsättning dividerat på företagets eget kapital

Tabell 3. Definition av variablernas beteckning vid behandling i EViews.

3.9.1 Grundläggande statistik

Som förklaras i 3.4 *Beroende variabel* använder studien variabeln *BHAR* som oberoende variabel. Vidare framkommer även att *BHAR* består av BHR för de enskilda företagens börskurser samt BHR för företagets tillhörande branschindex. På grund av detta har studien inledningsvis, innan vidare analys av data har gjorts, tagit fram grundläggande statistik för BHR i programmet SPSS. Dessa framställningar har gjorts för att undersöka BHR var för sig, för varje period. Med ett medelvärde för samtliga perioders BHR ser man tydligt hur aktierna har presterat i snitt kontra jämförbart branschindex. Vidare har även statistik för de tre olika formerna av ägarstruktur tagits fram. Detta för att få en övergripande bild över hur stor andel de olika ägarvariablerna utgör i varje företags ägarstruktur i genomsnitt.

3.9.2 Signifikansnivå

Att definiera en signifikansnivå innebär att definiera en exakt nivå då ett test antingen blir förkastat eller accepterat (Gujarati & Porter, 2009). För att uppnå en statistisk signifikansnivå används vanligtvis den procentuella nivån 95 procent (Greene, 2012). Vilket innebär att sannolikheten är statistiskt signifikant när p-värdet antar ett värde som är 5 procent eller lägre. Värdet 1,96 på t-Statistic är ett mått som även appliceras på den 95 procentiga signifikansnivån som ett kompletterande mått (Greene, 2012). Med andra ord antas en variabel vara signifikant då antingen p-värdet är 5 procent eller lägre eller när t-Statistic är 1,96 eller högre alternativt -1,96 eller lägre. Att ha lägre signifikansnivå, som innebär att felrisken för ett test är ännu lägre, förekommer vanligen i statistiska analyser, men i denna studie används enbart signifikansnivån som innebär att p-värdet antar ett värde på 5 procent eller lägre.

3.9.3 Regressionsanalys

Att utföra en regressionsanalys är ett grundläggande verktyg för att bearbeta data inom ekonometrin (Gujarati & Porter, 2009). Det definieras av Brooks (2014) som “ett försök att förklara förändring i en variabel genom att hänvisa till förändring i en eller flera andra variabler” (s. 75). Den första variabeln i denna definition, variabeln som förklaras genom att hänvisa till en eller fler andra variabler, kallas för den beroende variabeln. Vilket innebär att den eller de variabler som förändringen hänvisas till kallas för den oberoende variabeln. Den beroende variabeln ska anta ett värde som är beroende av slumpen, ett så kallat stokastiskt värde, medan den oberoende variabeln ska anta ett icke-stokastiskt värde (Kennedy, 2008). Som nämnts i 3.4 *Beroende variabel* är den stokastiska variabeln i denna studie företagets finansiella utveckling i form av variabeln *BHAR*. Vidare förklaras i 3.6 *Oberoende variabler* att flera icke-stokastiska variabler inkluderas i studien. Nämligen företagets ägarstruktur i form av variablerna ägarkoncentration, andel utländska ägare samt andel institutionella ägare.

Studien använder sig av tre oberoende variabler. Författarna av denna studie ämnar att få ett resultat som tar hänsyn till samtliga ägarstruktursvariabler vilket innebär att en multipel regression görs för varje period. Det innebär att regressionerna relaterar den beroende variabeln till flera oberoende variabler samtidigt (Gujarati & Porter, 2009). De innehåller samtliga oberoende variabler och samtliga kontrollvariabler, som beskrivs i 3.7 *Kontrollvariabler*, i en gemensam regression med *BHAR* som beroende variabel. Eftersom studien undersöker tre perioder innebär detta att tre olika multipel regressioner görs, en för respektive period.

Vid genomförandet av en regression genereras en linje som har minsta möjliga avstånd till samtliga observationer (Brooks, 2014). Det avstånd som skapas mellan observerade data och linjen, skillnaden mellan de faktiska och de estimerade y-värdena, kallas för residual (Gujarati & Porter, 2009). I denna studie analyseras både observerade data samt de residualer som genereras i regressionsanalyserna som utförs.

3.9.4 Ordinary Least Squares

En vanlig metod som används vid estimerandet av regressionslinjen är metoden som kallas för Ordinary Least Squares (OLS) (Gujarati & Porter, 2009). Den utgår från ett vanligt sambandsdiagram från observerade data. Ett vertikalt avstånd från punkterna till linjen ges för att sedan kvadreras, därefter minimeras den totala arean av samtliga kvadrater genom att linjen

anpassas efter samtliga data (Brooks, 2014). Denna summa består alltså av residualernas kvadrerade summa och kallas vanligen för RSS.

I denna studie är det metoden OLS som har använts vid regressionsanalysen. Detta görs enkelt i EViews vilket innebär att författarna själva inte har behövt göra något sambandsdiagram i förväg. Eftersom variansen sällan är känd har White utvecklat ett tillvägagångssätt för att generera konsekventa estimat av variansen även om heteroskedasticitet föreligger (Gujarati & Porter, 2009). Heteroskedasticitet förklaras mer utförligt i 3.9.7 *White's test för Heteroskedasticitet*. I EViews kan testerna genomföras med White's heteroskedasticitetskonsekventa standardfel och kovarians, en metod som inte har använts eftersom det inte föreligger någon Heteroskedasticitet, detta presenteras i 4.3.3 *White's heteroskedasticitetstest*. Eftersom detta görs automatiskt i EViews har den kritiska delen vid utförandet av en regression baserad på OLS-metoden varit att sammanställa data på ett sätt som gör att EViews kan behandla den. Detta har gjorts enligt kriterierna nämnda i 3.8 *Datainsamling* vilket innebar en enkel process i utförandet av regressionsanalys med hjälp av OLS.

Vanligtvis underbyggs en OLS-regression av 5 antaganden som krävs för att den data man använder sig av ska passa regressionsmodellen (Brooks 2014; Gujarati & Porter, 2009). Nedan följer en sammanställning av dessa, vartefter det i senare delar framkommer en förklaring till dess innebörd.

Antagande I: *Modellen antas vara linjär. Förklaras mer utförligt i 3.9.5 Ramsey's RESET.*

Antagande II: *Residualerna i modellen antas vara normalfördelade. Förklaras mer utförligt i 3.9.6 Jarque-Bera normalitetstest.*

Antagande III: *Residualerna antas vara konstanta, det vill säga att det råder homoskedasticitet. Förklaras mer utförligt i 3.9.7 White's test för Heteroskedasticitet.*

Antagande IV: *Det får ej förekomma någon autokorrelation hos residualerna. Inte applicerbart på tvärsnittsdata. Detta är ett antagande som ej är applicerbart på en analys bestående av tvärsnittsdata, vilket innebär att detta antagande ej kommer att behandlas i denna studie.*

Antagande V: *Det får ej förekomma någon multikollinearitet mellan de oberoende variablerna i modellen. Förklaras mer utförligt i 3.9.8 Multikollinearitet.*

3.9.5 Ramsey's RESET

För att testa för Antagande I och därmed testa ifall det förekommer icke-linjäritet i regressionen används Ramsey's RESET test. Testet kan även användas för att undersöka ifall studien har utelämnat oberoende variabler som har en betydande påverkan på den oberoende variabeln (Kennedy, 2008). Detta testet sker genom att testet adderar nya variabler som ska verka som ombud för de eventuellt utlämnade variablerna. Ifall resultatet när de nyadderade variablerna inkluderas visar på signifikans kan detta innebära att studiens modell är felspecificerad (Kennedy, 2008). I *Bilaga 2* återfinns resultatet av Ramsey's RESET test, där dessa nyadderade variabler återfinns som F_{itted}^2-6 . Antar dessa värden en statistisk signifikansnivå under fem procent innebär det att testets funktionella form inte är korrekt (Brooks, 2014). Testet lämpar sig till de modeller som använder flera oberoende variabler (Dougherty, 2011), vilket denna studie gör.

3.9.6 Jarque-Bera normalitetstest

För att testa för Antagande II, det vill säga residualernas normalfördelning, kan exempelvis ett histogram upprättas över residualerna alternativt genom att göra ett så kallat Jarque-Bera normalitetstest (Gujarati & Porter, 2009). Eftersom EViews genererar dessa samtidigt, har denna studien använt sig av båda metoder, men valt att fokusera på resultaten som genereras av ett Jarque-Bera test, eftersom det är baserat på residualerna som uppstår vid användandet av OLS-metoden (Gujarati & Porter, 2009). Testet genererar inledningsvis residualernas skevhet och kurtosis, som vid en perfekt normalfördelning antar värdena 0 respektive 3. Vidare innebär Jarque-Bera normalitetstest att testa ifall denna hypotes, att skevhet och kurtosis antar dessa värden, stämmer. Gör den det kommer Jarque-Bera värdet vara 0. Avslutningsvis genererar testet även ett p-värde. Desto mer skilt värdet för Jarque-Bera blir från 0, desto lägre p-värde antas. I denna studie antas signifikansnivån 5 procent vilket innebär att hypotesen att residualerna är normalfördelade förkastas om p-värdet är under 0,05.

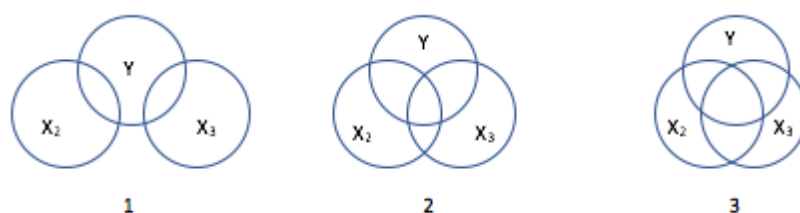
3.9.7 White's test för Heteroskedasticitet

Homoskedasticitet innebär att variansen i residualerna är konstant utan att korrelera. Motsatsen till homoskedasticitet kallas för heteroskedasticitet och innebär att denna varians inte är konstant (Kennedy, 2008). Eftersom en analys gjord med OLS-regression antar att det råder homoskedasticitet mellan residualerna, Antagande III, innebär det att signifikansnivån från en regressionsanalys där det förekommer heteroskedasticitet inte kommer att stämma (Brooks, 2014). Detta orsakas av att standardfelen antingen kommer att vara för stora eller för små vilket kommer innebära en påverkan på antingen interceptet eller koefficientens lutning (Brooks 2014).

För att undersöka om variansen i residualerna är konstant används i denna studie White's test för heteroskedasticitet. White's test har få antaganden för vilken form den eventuella heteroskedasticiteten har, vilket gör testet användbart även då man inte har någon misstanke om heteroskedasticitet (Brooks, 2014). Enligt Wallace och Silver (1988, citerad i Gujarati & Porter, 2009) bör detta tillvägagångssätt användas rutinmässigt för att testa om heteroskedasticitet är ett problem i den undersökta data. Att testa för heteroskedasticitet på detta sätt innebär att residualerna kvadreras för att undersöka ifall detta påverkar variansen (Kennedy, 2008). Ifall testet visar att signifikans råder innebär detta att det råder heteroskedasticitet. Visar det sig att det råder heteroskedasticitet när OLS används kan standardfelen och lutningen vara fel vilket innebär att slutsatserna baserad på den regression som har gjorts kan vara vilseledande (Gujarati & Porter, 2009).

3.9.8 Multikollinearitet

Multikollinearitet innebär att det antingen finns ett perfekt samband alternativt ett nästan-perfekt samband mellan några eller samtliga oberoende variabler i en regressionsanalys (Gujarati & Porter, 2009). Antagande V menar att det inte får förekomma någon multikollinearitet i modellen. I *Figur 1* visas med ett vanligt venn-diagram hur multikollinearitet kan skiljas åt. De oberoende variablerna X_2 och X_3 sammanstrålar olika mycket. I situation 1 föreligger det ingen multikollinearitet då de oberoende variablerna är helt skilda från varandra. I situation 2 och i situation 3 föreligger det mer och mer multikollinearitet eftersom fältet som delas av X_2 och X_3 blir större och större. Vid perfekt multikollinearitet hade X_2 och X_3 varit samma ring.



Figur 1. Venn-diagram över tre olika nivåer av multikollinearitet.

I denna studie har EViews använts för att testa variablernas multikollinearitet. Det görs först och främst genom att upprätta en simpel matris som påvisar hur väl de oberoende variablerna samt kontrollvariablerna korrelerar med varandra. Korrelationen kommer praktiskt sett aldrig att vara noll, men kan ta värden som är väldigt nära (Brooks, 2014). En liten korrelation kommer däremot inte att skapa en stor precisionsförlust på resultatet (Brooks, 2014). Ifall korrelationen närmar sig 80 procent bör man göra vidare tester för multikollinearitet (Brooks, 2014). En lägre korrelation genererar inga misstankar för att multikollinearitet, som antingen perfekt eller nästan-perfekt, ska föreligga. Som framkommer i 4.3.4 *Test för multikollinearitet* har ingen korrelation närmare 80 procent funnits i denna studie, vilket innebär att vidare metodisk förklaring av multikollinearitet ej ges i denna studie.

3.9.9 Sammanställning av kontrolltester

I *Tabell 4* sammanställs de genomförda tester som har gjorts för att kontrollera de tre utförda regressionerna. Testerna är baserade på de antaganden som underbygger en OLS-regression.

Antagande	Test
Normalfördelade residualer	Jarque-Bera
Homoskedasticitet	White
Linjaritet mellan variablerna	Ramsey's RESET
Multikollinearitet	Korrelationsmatris

Tabell 4. Sammanfattning av genomförda test.

3.10 Metoddiskussion

I följande del kritiserar och förklarar författarna de val som har gjorts i studien. Bortfallet analyseras och förklaras, metoden granskas och de valda källorna beskrivs.

3.10.1 Bortfallsanalys

Sammanlagt har 134 företag fallit bort från studien. Detta anses inte försämra reliabiliteten då bortfallen inte orsakar några mätfel till följd av att de inte uppfyller studiens kriterier. Det kan vid en första anblick ses som en stor siffra och möjligen kunna ligga till grund för att ha en systematisk påverkan på resultatet. Detta förklarar författarna med att åtminstone 74 procent av de företag som inte tar del av studien har en anledning som kan härledas till att de har haft ett marknadsvärde sedan tidigare. Med andra ord en motsättning till en av grundstenarna i denna studies syfte, nämligen att enbart utvecklingen i nyintroducerade företag ska undersökas. Detta anses därmed inte ligga till någon grund för ett missvisande, utan snarare en nödvändighet för att uppfylla studiens syfte. Av de 11 företagen som ej tagit del av studien på grund av annan orsak, motsvarande 8 procent, är orsakerna spridda men beror i stor del på motsvarande anledning som i nämnt exempel angående Carl Lamm Holding AB, nämligen att de har haft någon form av konstaterat marknadsvärde sedan tidigare. Orsaken till att resterande företag som har fallit bort från studien, 18 till 26 procent av företagen beroende på konstaterad anledning för de företagen med annan orsak, är kopplat till att data inte finns tillgänglig. På grund av dessa anledningar anses bortfallen inte ligga till grund för att generera ett missvisande resultat. De företag som skulle kunna påverka resultatet är de 18 till 26 procent som fallit bort på grund av avsaknad av data. Dock görs bedömningen att detta bortfall inte är kopplat till en gemensam bransch av aktiemarknaden och därmed inte heller bör ligga till grund för att förändra utvecklingen i någon enskild bransch.

3.10.2 Metodkritik

En stor del av de först observerade företagen föll bort ur undersökningen till följd av de uppställda kriterierna för urvalet. De totalt 43 företagen som uppfyller samtliga kriterier anses återspegla det valda forskningsområdet med förbehåll för att studiens generaliserbarhet möjligen kan ha försämrats, vilket även utvecklas i ett senare stycke. Detta är däremot den verkliga studien undersöker. De företag som finns med, finns med på grund av att de uppfyller de uppsatta premisserna för studien.

Som nämnts tidigare, använder ett par av de observerade företagen ett alternativt räkenskapsår vilket för studien innebär att samtliga data inte är hänförliga till samma datum. Författarna har förståelse för att detta är något som försämrar studiens reliabilitet, vilket nämnts tidigare var en viktig aspekt som togs i beräkningen vid utformandet av urvalet. Men då situationen var

sådan att all tillgänglig data inte gick att samla in till samma hänförliga datum anser författarna att utförandet är gjort för att kunna eftersträva högsta möjliga jämförbarhet.

Studiens interna validitet anses vara hög då det använda urvalet präglas av tydliga urvalskriterier och definitioner. Vidare anses även den valda undersökningsmetoden, multipel regression med tvärsnittsdata, kunna mäta det som studien avser att mäta. Detta med anledningen av att metoden är vanligt förekommande inom liknande forskningsområden. Författarna till denna studie har funnit flera publicerade artiklar som undersöker liknande samband med samma valda undersökningsmetod. Den externa validiteten anses vara hög då studien har genomförts på ett standardiserat sätt och alla använda data återfinns i *Bilaga 3*. Detta menar författarna underlättar för en eventuell replikation. Emellertid anses det begränsade urvalet innebära en försämrad extern validitet då det kan innebära en försämrad generaliserbarhet. Med det menar författarna att till följd av att urvalet är gjort med tydliga begränsningar för vilka företag som inkluderas och vilka som exkluderas innebär det att resultatet kan bäst generaliseras till studier som liknande avgränsningar.

3.10.3 Källkritik

Hur insamlingen av data genomfördes beskrivs under *3.7 Datainsamling* tidigare i denna del. De databaser som har använts, Nasdaq OMX Nordic, Retriever Research samt Holdings, anses vara tillförlitliga vilket bidrar till att studiens reliabilitet inte försämras till följd av mätfel. Även i de fall då data hämtats direkt via företagets hemsidor anses det inte resultera i några mätfel.

För insamling av sekundärdata, för de tidigare genomförda studierna och artiklar som behandlar teorier och andra ämnen lyfts upp i studien, togs hänsyn till vad det som Skärvad och Lundahl (2016) lyfter upp som viktiga punkter rörande källkritik. Dessa aspekter rör vem det är som har publicerat, var det är publicerat, när i tiden det är publicerat samt i vilket syfte det är skrivet och publicerat. Detta har inneburit att de tidigare forskningsartiklar som författarna källhänvisar till i studien är artiklar som har publicerats i vedertagna branschmagasin. Vidare har branschspecifika böcker även använts vid referering. Dessa anses av författarna uppfylla de aspekter som Skärvad och Lundahl (2016) tar upp. Avslutningsvis har även nyhetsartiklar i vissa fall använts som en källhänvisning, även om tidningsredaktioner kan ha en politisk vin-

kel har dessa ansetts vara tillförlitliga då det i dessa fall har varit tidningsartiklar i stora, välrenommerade svenska tidskrifter.

DEL 4 - RESULTAT

I följande del presenteras inledningsvis resultaten från de tester som har gjorts baserad på insamlade data. Delen består av en grundläggande statistisk beskrivning av data. Vidare presenteras de regressionsanalyser och den regressionsdiagnostik som har utförts. Avslutningsvis sammanställs resultatet utifrån de uppsatta hypoteserna.

4.1 Grundläggande data

I denna inledande del presenteras grundläggande statistik för BHR och de oberoende variabler som mäter ägarstruktur. Vidare presenteras även statistiska resultat för den slutliga beroende variabeln *BHAR*, som grundas i BHR för aktierna samt för deras branschindex.

4.1.1 BHAR

Grundläggande statistik för BHR för aktierna samt för index återges nedan i *Tabell 5*. Resultatet visar att under samtliga tre perioder är medelvärdet av BHR lägre för aktierna än medelvärdet för BHR för index, vilket innebär att studiens företag har presterat i genomsnitt sämre än index under samtliga undersökta perioder. För både aktierna samt för index finns ett liknande mönster som tyder på en u-formad kurva, där de båda variablernas uppmätta BHR presterar sämre på medellång sikt (Period 2) jämfört med vad de presterar på både kort (Period 1) och lång sikt (Period 3).

	N	Minimum	Maximum	Medel	Std. Av.
BHR Aktie Period 1	43	-0,49	0,76	0,0091	0,31396
BHR Aktie Period 2	43	-0,70	1,12	-0,0488	0,44626
BHR Aktie Period 3	43	-0,81	1,36	0,0186	0,52656
BHR Index Period 1	43	-0,50	0,79	0,0093	0,22114
BHR Index Period 2	43	-0,53	0,62	0,0128	0,29801
BHR Index Period 3	43	-0,58	1,21	0,0935	0,33424

Tabell 5. Grundläggande statistik för BHR för aktierna samt för deras respektive index.

Den deskriptiva statistiken för *BHAR* för samtliga perioder presenteras nedan i *Tabell 6*. I tabellen framgår det att medelvärdet för *BHAR* har minskat i takt med perioderna, där det högsta medelvärdet återfinns i Period 1 och det lägsta i Period 3. Spridningen mellan mini-

mum och maximum observationerna ökar i takt med tiden, vilket innebär att spridningen är som minst i Period 1 och som störst i Period 3.

	Minimum	Maximum	Medel	Std. Av.
Period 1	-0,64	0,87	0,00	0,31
Period 2	-0,77	0,94	-0,06	0,40
Period 3	-1,11	1,25	-0,07	0,53

Tabell 6. Deskriptiv statistik för BHAR.

4.1.2 Ägarkoncentration

Framtagandet av den grundläggande statistiken för *Ägarkoncentrationen* i företagen presenteras nedan i *Tabell 7*. Utifrån denna tabell kan det konstateras att de fem största ägarna i samtliga undersökta företag har en genomsnittlig ägarkoncentration som är strax över 50 procent. Utifrån tabellen kan även utläsas att denna ägarkoncentration har stigit stadigt under den undersökta perioden.

	N	Minimum	Maximum	Medel	Std. Av
Ägarkoncentration Period 1	43	0,1585	0,8943	0,507535	0,1777624
Ägarkoncentration Period 2	43	0,1939	0,8924	0,518660	0,1751354
Ägarkoncentration Period 3	43	0,1738	0,8583	0,525072	0,1639634

Tabell 7. Grundläggande statistik för den oberoende variabeln Ägarkoncentration

4.1.3 Utländskt ägande

I *Tabell 8* presenteras den grundläggande statistiken för andel *Utländskt ägande*. Utifrån den kan utläsas att den genomsnittliga andelen utländska ägare har varit cirka 16 procent under samtliga år. Det framstår även tydligt att under samtliga perioder är spridningen väldigt stor mellan det företag med minst andel utländska ägare och det företag med störst andel utländska ägare. Den lägsta andelen utländska ägare är under en procent och den högsta andelen utländska ägare runt 70 procent under samtliga perioder.

	N	Minimum	Maximum	Medel	Std. Av
Utländskt ägande Period 1	43	0,0006	0,7216	0,159402	0,1770558
Utländskt ägande Period 2	43	0,0013	0,6942	0,166560	0,1841514
Utländskt ägande Period 3	43	0,0016	0,7048	0,153721	0,1738197

Tabell 8. Grundläggande statistik för den oberoende variabeln Utländskt ägande

4.1.4 Institutionellt ägande

I *Tabell 9* presenteras den grundläggande statistiken för fördelningen av *Institutionellt ägande*. Det genomsnittliga värdet har förändrats mer än det har gjort för de två andra variablerna av ägarstruktur. Förändringen är på nästan 4 procentenheter, från ett genomsnitt på cirka 19 procent under Period 1 till cirka 23 procent under Period 3. Spridningen mellan minsta och största andel institutionella ägare är däremot inte lika stor som den är i de andra formerna av ägarstruktur, då de som mest skiljer sig med cirka 55 procentenheter. Vidare kan även utläsas att under Period 1 finns det ett företag som inte har någon institutionell ägare av de 10 största ägarna i företaget.

	N	Minimum	Maximum	Medel	Std. Av
Institutionellt ägande Period 1	43	0,0000	0,4674	0,193423	0,1168395
Institutionellt ägande Period 2	43	0,0171	0,5589	0,227293	0,1363535
Institutionellt ägande Period 3	43	0,0306	0,5686	0,231426	0,1344224

Tabell 9. Grundläggande statistik för den oberoende variabeln Institutionellt ägande

4.2 Regressioner

Författarna har genomfört tre stycken multipel regressioner, dessa illustreras i *Tabell 10*. Regressionerna innehåller den beroende variabeln *BHAR* och samtliga oberoende variabler och kontrollvariabler. Testet visar att under Period 1 finns ett statistiskt signifikant samband mellan *Utländskt ägande* och *BHAR* med ett p-värde under 0,05 och ett t-värde under -1,96. Sambandet är negativt vilket innebär att en ökning i variabeln *Utländskt ägande* skulle leda till ett minskat *BHAR*. Utöver detta visar ingen av de övriga oberoende variablerna ett statistiskt signifikant samband, däremot visar resultatet att det finns ett signifikant samband mellan *BHAR* och två av kontrollvariablerna under Period 2.

De tre multipel regressionerna visar att för variabeln *Ägarkoncentration* är p-värdet som återfinns i Period 2 lägst och därmed närmast signifikansnivån. P-värdet för Period 2 ligger på 0,1465 och t-värdet för motsvarande period ligger på -1,484003. Resultatet för *Ägarkoncentration* från Period 3 är det som visar sig ligga längst ifrån en statistiskt signifikant nivå när de tre perioderna jämförs sinsemellan. Under Period 3 återfinns p-värdet 0,5986.

Som nämnts återfinns ett statistiskt signifikant samband mellan *Utländska ägare* och *BHAR* under Period 1. P-värdet är 0,0407 och t-värdet ligger på -2,122485. Däremot återfinns inget

statistiskt signifikant samband under Period 2 och Period 3. P-värdet för Period 3 är längst ifrån att visa en statistiskt signifikant nivå då det antar ett värde på 0,8078.

Resultatet kopplat till variabeln *Institutionella ägare* visar inte något statistiskt signifikant samband för någon av de tre undersökta perioderna. Det lägsta p-värdet återfinns i Period 2 då det antar värdet 0,2641. Resultatet från Period 1 och Period 3 visar sig ligga långt ifrån att påvisa ett statistiskt signifikant samband.

Variabel	Koefficient	Std. Av.	t-Värde	p-Värde	Justerad R ²
Period 1					
K	-0,363568	0,297530	-1,221954	0,2297	0,211446
KONC	-0,263053	0,257543	-1,021394	0,3139	
UTL	-0,546605	0,257531	-2,122485	0,0407	
INST	-0,058056	0,414469	-0,140074	0,8894	
TILG	0,049979	0,037437	1,335030	0,1902	
SKULDS	0,474982	0,253079	1,876810	0,0687	
ROE	-0,006353	0,021097	-0,301116	0,7651	
Period 2					
K	0,270491	0,39076	0,692218	0,4932	0,163208
KONC	-0,505952	0,340938	-1,484003	0,1465	
UTL	-0,413297	0,314281	-1,315056	0,1968	
INST	-0,536244	0,472694	-1,134442	0,2641	
TILG	-0,038172	0,050157	-0,761056	0,4516	
SKULDS	1,124382	0,382159	2,942181	0,0057	
ROE	-0,076806	0,033053	-2,323679	0,0259	
Period 3					
K	-0,264795	0,578875	-0,457429	0,6501	-0,047688
KONC	-0,285930	0,538333	-0,531139	0,5986	
UTL	-0,123232	0,502937	-0,245024	0,8078	
INST	-0,165732	0,707263	-0,234329	0,8161	
TILG	0,025191	0,072726	0,346384	0,7311	
SKULDS	0,607278	0,527773	1,150643	0,2575	
ROE	-0,047455	0,037998	-1,248891	0,2198	

Tabell 10. Regressionsanalys för samtliga variabler och perioder.

4.3 Regressionstester

I denna del presenteras resultatet i de tester som har gjorts för att pröva om de antaganden som nämns i 3.9.4 *Ordinary Least Squares* håller. Testerna är gjorda på samtliga multipel regressioner.

4.3.1 Ramsey's RESET test

Efter att ha undersökt huruvida icke-linjäritet förekommer i modellen med hjälp av Ramsey's RESET test visar detta resultatet att det inte föreligger något signifikant samband då p-värdena för testerna överstiger signifikansnivån på 5 procent. Testet illustreras utförligt i *Bilaga 1*. Detta innebär att undersökt data antas vara linjär och att Antagande I uppfylls.

4.3.2 Jarque-Bera's normalitetstest

Det genomförda Jarque-Bera testet är gjort för att kontrollera huruvida de undersökta residualerna är normalfördelade eller ej. Resultatet från testet, som presenteras i *Bilaga 2*, visar att p-värdet för normalfördelningen av residualerna är som lägst 0,2885 och som högst 0,5837. Detta innebär att normalfördelningen för samtliga residualer för samtliga perioder accepteras och därmed uppfylls Antagande II.

4.3.3 White's heteroskedasticitetstest

Resultatet från White's heteroskedasticitetstest påvisar inget statistiskt signifikant samband för undersökningen av de kvadrerade residualernas påverkan på de oberoende variabelernas residualer. Detta innebär att det råder homoskedasticitet mellan de oberoende variabelernas feltermen vilket därmed uppfyller Antagande III om OLS-regression, att variansen mellan de oberoende variabelernas feltermen ska vara konstant utan att korrelera. Det innebär även att ett nytt test som inkluderar White's standardfel inte behöver göras. Resultatet från testet återfinns i *Bilaga 3*.

4.3.4 Test för multikollinearitet

I *Bilaga 4* återfinns de korrelationsmatriser som har tagits fram för att undersöka om det finns en korrelation mellan de oberoende variabelerna och kontrollvariablerna sinsemellan. Resultatet visar en korrelation som är som högst mellan två kontrollerade variabler på 55 procent, detta mellan *Storlek* och *Skuldsättningsgrad* under Period 1. Till följd av att gränsen för multikollinearitet går vid 80 procent, vilket förklaras i 3.9.8 *Multikollinearitet*, gjordes ingen vidare undersökning efter framställandet av korrelationsmatrisen eftersom det därmed inte antas förekomma någon allvarlig multikollinearitet i modellen, vilket innebär att Antagande V uppfylls.

4.3.5 Sammanfattning

Resultatet i samtliga tester visar att alla antaganden som görs i OLS-regression uppfylls. Gauss-Markovs teorem säger att när dessa antaganden uppfylls lämpar sig OLS-regression och resultaten kommer vara effektiva (Gujarati & Porter, 2009). Därmed uppfattar författarna OLS-regression som ett lämpligt tillvägagångssätt för inhämtade data.

4.4 Hypotesutfall

I denna del presenteras det verkliga utfallet i resultatet i förhållande till de tidigare ställda hypoteserna.

4.4.1 Hypotes I

Hypotes I: Det finns ett positivt samband mellan ett koncentrerat ägarskap och företagsprestation.

Resultatet visar att det inte finns ett signifikant samband mellan *Ägarkoncentration* och företagets finansiella prestation, varken positivt eller negativt.

4.4.2 Hypotes II

Hypotes II: Det finns ett positivt samband mellan ett utländskt ägande och företagsprestation.

Resultatet visar att det finns ett negativt signifikant samband mellan andelen *Utländska ägare* och företagets finansiella prestation för Period 1. Däremot finns varken ett positivt eller negativt signifikant samband under Period 2 och Period 3.

4.4.3 Hypotes III

Hypotes III: Det finns ett positivt samband mellan institutionellt ägande och företagsprestation.

Resultatet visar att det inte finns ett signifikant samband mellan andelen *Institutionella ägare* och företagets finansiella prestation, varken positivt eller negativt.

4.4.4 Sammanställning

Tabell 13 nedan visar en sammanställning av studiens hypoteser.

Hypotes	Verkligt samband	Period
<i>I. Det finns ett positivt samband mellan ett koncentrerat ägarskap och företagsprestation.</i>	Inget	-
<i>II. Det finns ett positivt samband mellan ett utländskt ägande och företagsprestation</i>	Negativt	Period 1
<i>III. Det finns ett positivt samband mellan institutionellt ägande och företagsprestation</i>	Inget	-

Tabell 13. Hypotesutfall.

DEL 5 - ANALYS

I följande del analyseras det resultat som presenterats utifrån de teorier och den tidigare forskning som denna studie grundas i. Vidare diskuteras möjliga förklaringar till att resultatet ser ut som det gör. Delen följer samma indelning som tidigare delar av studien, nämligen att de tre oberoende variablerna analyseras var för sig.

5.1 Deskriptiv statistik

Resultatet från den deskriptiva statistiken visar att den beroende och de oberoende variablerna inte följer samma utvecklingsmönster under de undersökta perioderna. Den beroende variabeln utvecklas negativt till följd av att index i genomsnitt presterar bättre än de undersökta företagens aktier på lång sikt. Trots att nyintroducerade företags långsiktiga underprestation inte är föremål för denna studie är resultatet med en långsiktig överprissättning något som förväntas av författarna. Denna negativa utveckling av *BHAR* finner även Wang et al (2015) i sin studie av den kinesiska marknaden. De oberoende variablerna följer generellt sett en mer positiv trend. Att variabeln *Ägarkoncentration* följer en mer positiv trend än *BHAR* anses av författarna vara ett förväntat resultat. Vid en börsintroducering späds ägandet ut bland samtliga intresserade investerare, men med tiden anser författarna att det är rimligt att de ägare som har ett intresse i bolaget koncentrerar sitt ägande mer och mer. Oavsett vilken typ av ägare samt vilken hemvist ägarna har. En positiv utveckling av *Ägarkoncentration* på lång sikt är även något som Perrini, Rossi och Rovetta (2008) kommer fram till i sin studie. *Utländskt ägande* är den enda oberoende variabel som avviker från den generellt sett positiva trenden, då den utvecklas negativt mellan Period 2 och Period 3. Sett till den långsiktiga utvecklingen, mellan Period 1 och Period 3, är förändringen däremot liten. Resultatet som visar att *Institutionellt ägande* utvecklas med fler procentenheter på lång sikt än de övriga variablerna av ägarstruktur, menar författarna är ett väntat resultat. Institutionella ägare antas inte arbeta med samma typ av spekulativa investering som industriella ägare antas göra. Författarna menar att en tidig investering i ett nyintroducerat företag är en spekulativ investering kopplad till vissa risker. Detta kan tänkas leda till att det tar längre tid för en institutionell ägare att ta ett investeringsbeslut i ett nyintroducerat företag och därmed vara orsaken till att den institutionella ägarandelen ökar mer med tiden än övriga variabler.

5.2 Analys av regressioner

Som nämns i inledningen av denna uppsats råder det ingen konsensus rörande ett eventuellt samband mellan ägarstruktur och företagsprestation. De tidigare studier som presenteras drar skilda slutsatser om ett eventuellt samband. Vissa forskare argumenterar för ett positivt samband (Douma, George & Kabir, 2006; Perrini, Rossi & Rovetta, 2008; Bruton et al, 2010) och andra forskare argumenterar för ett negativt samband (Wang et al, 2015). Därtill finns även forskning som hävdar att inget samband existerar variabelerna emellan (Demsetz, 1983). De teorier som finns på området skänker vissa fingervisningar om hur situationen bör te sig, men även de misslyckas att förklara situationen sett till de skilda forskningsresultaten. Vidare i denna del analyseras, utifrån det teoretiska ramverket, de tre formerna av ägarstruktur var för sig.

5.2.1 Ägarkoncentration

Resultaten från de genomförda multipel regressionerna visar inte på något statistiskt signifikant samband, varken positivt eller negativt, mellan ett företags ägarkoncentration och dess prestation under någon av de tre undersökta perioderna. Hypotes I, *Det finns ett positivt samband mellan ett koncentrerat ägarskap och företagsprestation*, visar sig därmed kunna förkastas för samtliga perioder. Resultatet från Period 3 är det som visar sig ligga längst ifrån en statistiskt signifikant nivå när de tre perioderna jämförs sinsemellan. Att p-värdet är längre ifrån att vara statistiskt signifikant på lång sikt är inte anmärkningsvärt eftersom en längre period innebär fler störningsmoment. Det uppstår fler komplexa situationer vilket innebär att det blir svårare att finna ett samband på lång sikt än på kort sikt.

Resultatet från studien visar sig inte gå i linje med *Agentteorin*. Ett företag med ett koncentrerat ägande visar sig inte systematiskt kunna prestera bättre än ett företag med ett utspätt ägande, trots att ett koncentrerat ägande antas minska agentkostnaderna som uppstår vid en tydlig separation mellan ägande och kontroll. Inte heller de tankar som Burkart, Gromb och Panunzi (1997) har presenterat, som motsäger *Agentteorin* angående hur det sker ett försämrat resultat på grund av ett minskat initiativtagande vid ökad ägarkoncentration, kan bekräftas med denna studies resultat som grund. Vidare motsäger även resultatet de antaganden som görs enligt teorin *The Controlling Shareholder Tradeoff*, som menar att en kontrollerande aktieägare på ett effektivare sätt kan övervaka företaget vilket bör leda till ett förbättrat resul-

tat. Studiens observerade företag med en hög ägarkoncentration tycks inte prestera bättre än resterande företag trots att det i dessa företag antas finnas ett starkare incitament att påverka företaget i positiv riktning. Det resultat som Perrini, Rossi och Rovetta (2008) finner, som visar sig vara i enlighet med både *Agentteorin* och *The Controlling Shareholder Tradeoff*, överensstämmer inte med denna studies resultat. Till skillnad från denna studie finner de ett positivt samband mellan koncentrerat ägande och företagets värde, mätt som Tobin's Q. Användandet av Tobin's Q innebär att denna studien skiljer sig från deras vid valet av beroende variabel. Däremot har i båda studierna variabeln *Ägarkoncentration* definierats som det totala rösträttsinnehavet hos de fem största aktieägarna. Skillnaderna mellan studiernas resultat kan möjligtvis grunda sig i de olika valen av beroende variabel men det ska även nämnas att undersökningarna genomfördes på två olika marknader, Italien och Sverige, vilket kan antas ha en viss påverkan. Även Bruton et al (2010) finner ett positivt samband mellan ett koncentrerat ägarskap och finansiell prestation i linje med *Agentteorin*. Även de använde sig av en annan beroende variabel, nämligen räntabilitet på totalt kapital, vilket innebär att även mellan dessa studier identifieras en skillnad. Emellertid antas effekterna som *Agentteorin* identifierar inte vara sammankopplade till ett specifikt mått av prestation, utan har en generell påverkan på företagets resultat och prestation.

Till skillnad från Perrini, Rossi och Rovetta (2008) och Bruton et als (2010) studier finner Wang et al (2015) ett negativt samband mellan ett disproportionellt ägande och ett företags prestation. De argumenterar för att majoritetsägare ofta använder sin starka position för att uppfylla egenintressen vilket sedan går ut över resterande aktieägare. Resultatet i denna studie finner inte heller något stöd i de slutsatser som Wang et al (2015) drar, utan menar istället att det inte råder något samband alls. Att det inte skulle föreligga något samband är emellertid något som Demsetz (1983) kommer fram till i sin studie. Det går därmed i linje med det resultat som denna studie kommer fram till. Demsetz (1983) argumenterar för detta resultat genom påståendet att samtliga aktieägare har samma mål, nämligen att vinstmaximera och skapa högsta möjliga företagsvärde. Av denna anledning kan det därför inte finnas en optimal ägarstruktur då resultatet inte kommer att påverkas. Varje enskilt bolag kräver en unik karaktäristisk ägarstruktur för att prestera optimalt. Att mäta vilken grad av ägarkoncentration ett företag har fyller därmed ingen funktion enligt Demsetz (1983).

Sammantaget förkastas hypotesen att det skulle föreligga ett positivt samband mellan ett företags ägarkoncentration och dess finansiella prestation. Detta går inte i linje med *Agentteorin*,

The Controlling Shareholder Tradeoff och delar av den tidigare forskning som undersökt ett eventuellt samband på ett liknande sätt som denna studie. Dock visar sig resultatet gå i linje med det resultat som Demsetz (1983) finner i sin studie, att det inte existerar något samband mellan ett företags ägarkoncentration och dess prestation.

5.2.2 Utländskt ägande

Resultatet från Period 1 visar ett statistiskt signifikant samband mellan variabeln *Utländska ägare* och finansiell prestation. Vidare kan man utifrån koefficienten utläsa att det identifierade sambandet är negativt. Däremot kan det konstateras att varken Period 2 eller Period 3 påvisar ett statistiskt signifikant samband. Eftersom p-värdet för Period 2 och Period 3 är långt ifrån att vara statistiskt signifikanta menar författarna att det funna sambandet under Period 1 möjligen kan härledas till att ha uppstått till följd av en slumpmässig avvikelse. Om värdet däremot antas vara korrekt och därmed icke är slumpmässigt visar detta samband att *Utländska ägare* påverkar ett företag på motsatt sätt gentemot vad tidigare forskning har kommit fram till (Douma, George & Kabir, 2006). Eftersom det statistiskt signifikanta sambandet under Period 1 är negativt och det inte påvisas föreligga något samband under Period 2 eller Period 3 kan Hypotes II i denna studie, *Det finns ett positivt samband mellan ett utländskt ägande och företagsprestation*, förkastas för samtliga perioder.

Den *Resursbaserade teorin* menar att ett företag som utnyttjar sina konkurrensfördelar på ett fördelaktigt sätt kan lyckas prestera bättre än sina konkurrenter. I denna studie anses en stor andel utländskt ägande vara en konkurrensfördel då det kan leda till en diversifierad kompetensbas, vilket i sin tur kan leda till en utvidgad marknad och ett förbättrat resultat. Däremot visar denna studie inte några resultat som bekräftar dessa antaganden. Författarna kan istället utifrån studiens resultat avfärda ett eventuellt positivt samband mellan andelen *Utländska ägare* i ett företag och företagets finansiella prestation. Resultatet från Period 1 visar snarare att det är negativt för ett företag att ha en stor andel utländska ägare på kort sikt efter en börsintroduktion. Detta resultat motsäger därmed teorin att utländska ägare utgör en resurs för företaget. Det motsäger även delar av den tidigare forskningen som har bedrivits på den svenska marknaden då Karlsson och Skoglund (2010) menar att utländskt ägande har en positiv effekt på företags finansiella prestation. Denna skillnad kan däremot förklaras av att Karlsson och Skoglund (2010) undersöker företag som inte tvunget är nyligen börsintroducerade, vilket betyder att de företagen befinner sig i ett annat stadiet gällande ägarstruktur.

I rapporten skriven av Douma, George och Kabir (2006) finner de ett resultat som visar ett positivt statistiskt signifikant samband mellan utländska institutionella ägare och företagens finansiella resultat. Även om Douma, George och Kabir, till skillnad från denna studie, undersöker vilken typ av ägare de utländska ägarna är kan man ändå dra slutsatsen att deras studie och denna studie inte kommer fram till samma resultat. Att det finns en skillnad i hur mätningen av utländska ägare har gjorts kan givetvis vara en påverkande faktor till att resultaten blir olika då denna studie inte kan finna samma positiva samband i Sverige som Douma, George och Kabir gör i Indien. Indien är däremot, till skillnad från Sverige, en tillväxtmarknad vilket innebär att Indiens ekonomi växer snabbare än Sveriges. Det gör att Indien möjligen uppfattas som en mer intressant marknad att investera i för utländska ägare jämfört med Sverige. Det kan även innebära att det finns en större kunskapsbrist på en tillväxtmarknad. Av denna anledning kan utländska investerare bidra med viktiga kunskaper som ger en större effekt på den finansiella prestationen än vad den gör på en marknad likt den svenska. Med andra ord kan det tänkas att faktumet att Douma, George och Kabir finner ett positivt samband mellan utländskt ägande och finansiell prestation möjligtvis kan härledas till den övergripande finansiella situationen i landet.

Vidare nämns i *1.2 Problemdiskussion* två tidigare studier som påvisar att det finns ett positivt samband mellan utländska ägare i ett företag och företagets finansiella prestation (Ongore, 2011; Wellalage & Locke, 2012). Precis som i fallet med Douma, George och Kabirs studie är dessa studier gjorda på marknader som är i ett annat finansiellt stadié än den svenska ekonomin. Ongore (2011) undersökte i sin studie marknaden i Kenya och Wellalage och Locke (2012) undersökte marknaden i Sri Lanka. Detta kan tänkas styrka det tidigare antagandet att sambandet är positivt på marknader med ett större behov av utländska investerare på grund av den ekonomiska situationen i landet.

5.2.3 Institutionellt ägande

Denna studie finner inte något statistiskt signifikant samband mellan andelen *Institutionella ägare* i ett företag och företagets finansiella prestation under någon av mätperioderna. Period 1 antar ett p-värde som är längst ifrån att vara statistiskt signifikant vilket motsäger antagandet, som nämnts i *5.2.1 Ägarkoncentration*, att en längre tidsperiod innebär fler störningsmo-

ment vilket gör det svårare att finna ett samband på lång sikt. Emellertid visar resultatet i Period 3 ett p-värde som även det är långt ifrån att visa en statistisk signifikans vilket tyder på att antagandet till viss del fortfarande stämmer. Sammantaget kan författarna förkasta Hypotes III, *Det finns ett positivt samband mellan institutionella ägare och finansiellt resultat*, baserat på resultaten.

Hypotes III i denna undersökning grundas i bland annat *The Efficient Monitoring Theory* som innebär att institutionella ägare bidrar till en bättre och mer effektiv övervakning av ledningen. Teorin menar att detta reducerar de kostnader som uppstår då separation av kontroll och ägande sker och skulle därmed vara värdeskapande för bolaget. En av orsakerna till att man i denna studie inte finner ett samband kan vara att institutionella ägare ofta karaktäriseras av passivitet i frågan om utnyttjandet av rösträtten. Som tidigare nämnts, menar Pålsson (2001) att detta innebär ett negativt samband mellan institutionellt ägande och ett företags finansiella resultat. Resultatet i denna studie tyder däremot på varken ett positivt eller ett negativt resultat. En möjlig förklaring till att inget samband återfinns, kan vara att passiviteten är neutral hos de institutionella ägarna, att det varken är värdeskapande eller värdeförstörande för bolaget. Hypotes III grundas även i *Agentteorin*. Om den kopplas till Pålssons (2001) tankar om institutionella ägare skulle den innebära att agentkostnader uppstår eftersom ledningen och aktieägare blir än mer skild då det finns en hög koncentration av institutionella ägare i ett företag. Kopplas teorin istället till Pounds (1988) tankar om institutionella ägares ökade övervakningsförmåga skulle teorin innebära att agentkostnaderna minskar och företagets finansiella prestation därmed skulle vara positiv. Då resultatet varken visar ett positivt eller ett negativt samband kan resultatet inte bekräfta någon av dessa kopplingar mellan andelen institutionella ägare och *Agentteorin*.

En intressant aspekt i frågan om huruvida institutionella ägare kan tänkas ha en påverkan på bolagets aktiekursutveckling, är frågan om huruvida utländska institutionella ägare har en påverkan på prestationen. Douma, George och Kabir (2006) finner i sin undersökning ett positivt samband mellan utländska institutionella ägare och finansiell prestation. De hävdar att utländska institutionella ägare oftast har en bättre förmåga att utnyttja resurser samt har en bättre övervakningsförmåga än vad inhemska institutionella ägare har. Rimligtvis kan graden av involvering öka hos utländska institutionella ägare då de väljer att investera i företag i ett främmande land. Det innebär möjligen ett mer välmotiverat syfte och tanke bakom investe-

ringen än vad det föreligger hos de inhemska institutionella ägarna. Därmed minskar passiviteten och involveringsgraden ökar hos de institutionella ägarna vilket innebär att de positiva effekterna ett institutionellt ägande har kan möjligtvis speglas på bolagets finansiella resultat. Indirekt förespråkar både Pålsson (2001) och Douma, George och Kabir (2006) genom sina resultat för en ökad involveringsgrad hos institutionella ägare. I denna studien görs ingen distinkt skillnad mellan ett utländskt och inhemskt institutionellt ägande, vilket skulle kunna vara en orsak till att inget samband återfinns.

DEL 6 - SLUTSATS

I denna avslutande del summeras studien utifrån den frågeställning som ställs i inledningen. Vidare presenteras slutsatsen som kan dras utifrån resultatet och analysen. Författarna redogör även för nya problemformuleringar som har dykt upp under studiens gång som anses intressanta att undersöka vidare i framtida studier.

6.1 Studiens slutsats

Studien syftar till att undersöka huruvida det föreligger ett samband mellan ett företags finansiella prestation och dess ägarstruktur de närmaste åren efter en börsintroducering på Stockholmsbörsen. Ägarstrukturen har definierats och mäts som *Ägarkoncentration*, andel *Utländska ägare* och andel *Institutionella ägare*. Den problemformulering som presenteras i studiens inledning lyder: *Finns det något samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation i nyligen börsintroducerade svenska bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm?* Författarna avser med denna studie och problemformulering att försöka bidra till att reda ut huruvida det föreligger ett samband eller ej. Detta görs genom att koppla fler variabler av ägarstruktur till prestation än vad tidigare forskning på den svenska marknaden har gjort. En del av kunskapsbidraget avses vara att uteslutande undersöka nyligen börsintroducerade företag då detta inte heller skett i samtlig tidigare forskning på den svenska marknaden. I studien används tvärsnittsdata och multipel regression för att undersöka huruvida det föreligger ett samband eller ej.

Studiens resultat påvisar att det finns ett negativt samband mellan *BHAR* och *Utländskt ägande* under Period 1. I 5.2.2 *Utländskt ägande* diskuteras det kring huruvida detta är ett resultat som är slumpmässigt orsakat eller om det är ett resultat som visar ett korrekt samband. Då författarna menar att studiens reliabilitet och validitet är bra antas resultatet vara rättvisande. Detta innebär att sambandet som återfinns motsäger den uppsatta hypotesen då det är negativt och inte positivt som hypotesen antar. Vidare kan även konstateras att det antagande som presenteras i 5.2.1 *Ägarkoncentration*, angående att samband på lång sikt är mer sällsynt, kan bekräftas till viss del. Utifrån resultatet kan det även konstateras att utländska ägares involvering i svenska företag inte innebär positiva finansiella effekter för företaget, vilket säger emot författarnas antagande kopplat till *Resursbaserad teori*. Orsaken till varför utländska ägare inte kan ses som en resurs, utan snarare en börda, för företaget är däremot

svårare att konstatera. Möjligen kan kunskapen om den svenska marknaden skilja sig åt mellan inhemska och utländska ägare. Vilket skulle innebära att med en större del utländska ägare försvinner den kunskapsbas om den svenska marknaden som en större mängd svenska ägare hade tillfört. Något som kan antas vara viktigt i den kortsiktiga processen ett företag genomgår efter en börsintroduktion. Utifrån denna aspekten förklaras även varför resultatet enbart visar att det finns ett statistiskt signifikant samband under Period 1.

För övriga oberoende variabler och perioder visar resultatet att det varken finns ett positivt eller negativt samband mellan ett företags ägarstruktur och dess finansiella prestation. Resultatet visar snarare att det inte föreligger något samband alls mellan de undersökta variablerna och ett företags finansiella prestation mätt som dess aktiekursutveckling. Att resultatet i stort visar en avsaknad av samband skulle kunna tänkas innebära att den rådande ägarstrukturen inte påverkar ett företags finansiella prestation. Vidare kan resultatet även bero på valet av mått på finansiell prestation. *BHAR* som har använts i denna studie är baserat på börskursutvecklingen och kan därmed tänkas anta ett mer spekulativt värde än ett värde med en tydligare koppling till ett redovisningsmått. Resultatet från denna studie bidrar med andra ord först och främst till att påvisa den komplexitet som råder i att koppla ägarstruktur till finansiell prestation. Med det sagt innebär resultatet att denna studie inte kan hjälpa till med att bidra till en konsensus kring detta samband, utan snarare tvärtom.

Studien har lyft upp *Agentteorin* som den teori som både har använts mest i tidigare forskning och den teori som möjligen kan ge den bästa förklaringen till hur ett eventuellt samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation kan se ut och bero på. Trots antaganden som menar att ett koncentrerat ägande leder till reducerade agentkostnader och därmed på sikt en bättre prestation, finner denna studie inget sådant samband. Vidare finner studiens resultat inte heller något stöd i teorin *The Controlling Shareholder Tradeoff* som även den menar att en hög grad av ägarkoncentration genom en tydlig kontrollägare leder till ett bättre finansiellt resultat än i de fall då det inte finns en kontrollägare. Även *Resursbaserad teori* och *The Efficient Monitoring Theory* lyckas inte ge något stöd till studiens resultat. Den tidigare forskning som resulterar i ett liknande resultat som denna studie är Demsetz (1983) studie *The Structure of Ownership and Theory of the Firm*. I den finner Demsetz inte något samband mellan ett företags ägarstruktur och dess finansiella prestation. Som tidigare nämnts motiveras det genom påståendet att samtliga aktieägare har samma önskan om vinstmaximering och att det inte finns en optimal ägarstruktur då samtliga företag är unika. Dessa argument undersöks inte

närmare men resultatet tyder på att det även i denna studie kan stämma. Att studiens resultat inte finner stöd i en stor del av den tidigare forskningen och de undersökta teorierna menar författarna kunna vara kopplat till det faktum att studierna har genomförts på olika marknader. En tydlig skillnad menar författarna är den som identifieras då man jämför Douma, George och Kabirs (2006) undersökning av den indiska marknaden med denna studien. Specifikt variabeln *Utländskt ägande* antas ge skild effekt beroende på marknadens övergripande ekonomiska läge. Att studien inte finner stöd i den forskning som genomförts på samma marknad bekräftar antagandet att det råder en hög grad av komplexitet och att sambanden i vissa fall kan vara kontextberoende. Det bör även tilläggas att studiens urval varit mindre än urvalen gjorda i tidigare forskning. Detta uppfattas även kunna vara en påverkande faktor till att inga liknande samband återfinns. Därmed kan även studiens skilda resultat sett till tidigare forskning vara kopplat till studiens externa validitet. Som nämndes i 3.10.2 *Metodkritik* anade författarna att det begränsade urvalet har en påverkan på studiens generaliserbarhet. Under samma rubrik förklarades även att studien undersöker den verklighet som avspeglas i studiens urval.

Sammantaget drar författarna slutsatsen att ägarstrukturen i stort inte har någon påverkan på den finansiella prestationen. Svaret på problemformuleringen blir således att det inte föreligger något samband mellan ett företags ägarstruktur och dess finansiella prestation efter en börsintroduktion på Stockholmsbörsen. Emellertid menar författarna att *Utländskt ägande* kan ha en negativ påverkan på företags finansiella prestation en kort tid efter börsintroduktionen. Detta förklaras med att utländska ägare möjligen inte har samma goda kunskaper om den svenska marknaden. Författarna menar att avsaknaden av ett samband mellan ägarstruktur och finansiell prestation leder till att befintlig ägarstruktur i ett företag inte är något som en utomstående investerare behöver ta hänsyn till vid ett investeringsbeslut. Det innebär även i längden att det inte finns en optimal ägarstruktur som ledningen i ett företag bör sträva efter. Däremot bör både investerare och företagsledningar vara medvetna om den negativa kortsiktiga påverkan som en stor andel utländska ägare kan innebära för ett nyintroducerat svenskt bolag.

6.2 Förslag till fortsatt forskning

Flertalet av de studier som författarna har tagit del av är undersökningar gjorda på företag i länder som befinner sig i ett annat ekonomiskt läge jämfört med den svenska marknaden. Baserat på de skilda resultat som återfinns i dessa studier jämfört med det resultat denna studie

resulterar i uppkommer enligt författarna intressanta vinklingar för framtida studier. En intressant aspekt kan vara att undersöka om andelen utländska ägare skiljer sig i företag i länder med en mer utvecklad ekonomi från andelen utländska ägare i företag i länder med en mindre utvecklad ekonomi. Om ägarstrukturen i företag i länder med exempelvis en tillväxtmarknad består av en större andel utländska ägare än vad den gör i ekonomier som är jämförbara med Sverige skulle det kunna tänkas vara en variabel som visar ett tydligare samband med prestation i tillväxtmarknader än i Sverige.

En annan intressant forskningsfråga kan vara att undersöka huruvida involveringsgraden hos både inhemska och utländska institutionella ägare kan tänkas ha en påverkan på ett företags finansiella prestation. Studien utförd av Douma, George och Kabir (2010) undersöker andelen utländska ägare utifrån vilken typ av ägare de är. Deras studie vittnar om att det kan vara viktigt att göra en distinktion mellan utländska och inhemska institutionella ägare och vidare forska kring hur involveringsgraden hos dessa påverkar den finansiella prestationen på den svenska marknaden.

Avslutningsvis har valet av att använda variabeln *BHAR* som mått på ett företags finansiella prestation lett till funderingar kring framtida forskning. Eftersom studiens resultat huvudsakligen inte visar något samband mellan ägarstruktur och den beroende variabeln *BHAR* skulle det vara intressant att undersöka huruvida det finns ett samband mellan ägarstruktur och ett annat mått på ett företags finansiella prestation. *BHAR* är ett mått som bygger på företagets aktiekurs och respektive branschindex. En intressant aspekt skulle vara att undersöka ett företags finansiella prestation i form av deras resultat som inte är lika baserat på en spekulativ prestation av företaget, utan snarare är baserat på företagets faktiska ekonomiska prestation.

Källförteckning

Andersson, K. (2005) Xterna listan - ett riktigt praktfiasko för OMX, *Svenska Dagbladet*, 23 maj, Tillgänglig: <https://www.svd.se/xterna-listan-ett-riktigt-praktfiasko-for-omx> [Hämtad: 2017-04-24]

Ang, J. S., Cole, R. A. & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, vol. 55, no. 1, pp. 81-106

Avanza (n.d.) Vad är en börsnotering och varför gör man det? Tillgänglig: <https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/borsintroduktioner-emissioner-foretagshandelser/vad-ar-en-borsnotering-och-varfor-gor-man-det.html> [Hämtad: 2017-05-22]

Barber, B., M. & Lyon, J., D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, no. 3, pp. 341-372

Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, vol. 17, no. 1, pp. 99-120

Burkart, M., Gromb, D. & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, no. 3, pp. 693-728

Bolagsverket (2016). Att äga aktier, Tillgänglig: <http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/aktier/aga-1.3568> [Hämtad: 2017-05-18]

Brickley, J., Lease, R, C. & Smith, C, W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 267-291

Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*. 3 uppl. Cambridge University Press: Cambridge

- Bruton, G., Filatotchev, I., Chahine, S. & Wright, M. (2010). Governance, Ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments, *Strategic Management Journal*, vol. 31, no. 5, pp. 491-509
- Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. 2 uppl. Liber: Stockholm
- Das, T. K. & Teng, B-S. (2000). A Resource-Based Theory of Strategic Alliances, *Journal of Management*, vol. 26, no. 1, pp. 31-61
- Demsetz, H. (1983). The structure of Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 375-390
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, no. 3, pp. 209-233
- Dougherty, C. (2011). *Introduction to Econometrics*. Oxford University Press: Oxford
- Douma, S., George, R. & Kabir, R. (2006). Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market, *Strategic Management Journal*, vol. 27, pp. 637-657
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol 26, no. 2, pp. 301-325
- Gilson, R. J. & Gordon, J. N. (2003). Controlling Controlling Shareholders, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, pp. 785-843
- Gilson, R. J. (2006). Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, *The Harvard Law Review Association*, vol 119, no. 6, pp. 1642-1678
- Greene, W., H. (2012). *Econometric Analysis*. International Edition uppl. 7. Pearson Education Limited: Boston; London

Gujarati, D., N. & Porter, D., C. (2009). Basic Econometrics. International Edition uppl. 5. McGraw-Hill: Boston

Holderness, C. G. & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 317-346

Holdings (n.d.). Vilken ägardata finns på Holdings och hur ofta uppdateras den? Tillgänglig: <https://www.holdings.se/app/#/faq> [Hämtad: 2017-04-24]

Jakobsson, U & Wiberg, D. (2014). Vem ska styra de svenska företagen? Svenskt Näringsliv [pdf] Tillgänglig: https://www.svensktnaringsliv.se/migration_catalog/Rapporter_och_opinionsmaterial/Rapporter/foretagsamt-agande-slutrappporterwebb-pdf_590057.html/BINARY/F%C3%B6retagsamt%20%C3%A4gande%20slutrappporter.webb.pdf [Hämtad: 2017-05-05]

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360

Jonung, L. (red.) (2002). Vem skall äga Sverige? Stockholm: SNS Förlag

Jungstedt, C. (2014). Lyckad börsintroduktion för Bennets Lifco, *Svenska Dagbladet*, 21 november 2014, Tillgänglig online: <https://www.svd.se/lyckad-borsintroduktion-for-bennets-lifco> [Hämtad: 2017-05-05]

Karlsson, C. & Skoglund, J. (2010). Ägarstrukturen i Sverige: Hur påverkar den företagens resultat? Magsiteruppsats, Handelshögskolan, Umeå Universitet, Tillgänglig: <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:umu:diva-43624> [Hämtad: 2017-05-04]

Kennedy, P. (2008). A Guide to Econometrics. Uppl. 6. Blackwell Publishing: Malden

Kim, K. A., Nofsinger, J. R. & Mohr, D. J. (2010). Corporate Governance. London: Pearson

McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612

Mello, A. S. & Parsons, J. E. (1998). Going public and the ownership structure of the firm, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, no. 1, pp. 79-109

Michel, A. & Oded, J. & Shaked, I. (2014). Ownership structure and performance: Evidence from the public float in IPOs, *Journal of Banking & Finance*, vol. 40, pp. 54-61

Nasdaq. (2011). Nasdaq OMX Adopts ICB Company Classification Standard Globally. Tillgänglig: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=617810> [Hämtad: 2017-05-06]

Nasdaq OMX Nordic (n.d.a). First North. Tillgänglig: http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/firstnorth [Hämtad: 2017-04-24]

Nasdaq OMX Nordic (n.d.b). Historiska kurser, Databas. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskakurser> [Hämtad: 2017-04-24]

Nasdaq OMX Nordic (n.d.c). Vad är aktieindex? Tillgänglig: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3> [Hämtad: 2017-05-22]

Ongore, V. O. (2011). The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Analysis of Listed Companies in Kenya, *African Journal of Business Management*, vol. 5, no. 6, pp. 2120-2128

Oxelheim, L. & Randøy, T. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value, *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, no. 12, pp. 2369-2392

Pahlett, P. & Sandström, M. (2015). Ägarstrukturens påverkan på avkastningen för IPO:s: En studie på den svenska marknaden, Magisteruppsats, Ekonomihögskolan, Linnéuniversitetet, Tillgänglig: <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:lnu:diva-47028> [Hämtad: 2017-05-04]

Peteraf, M. A. (1993). The Cornerstone of Competitive Advantage: A Resource-Based View, *Strategic Management Journal*, vol. 14, no. 3, pp. 179-191

Perrini, F., Rossi, G. & Rovetta B. (2008). Does Ownership Structure Effect Performance? Evidence From the Italian Market, *Corporate Governance. An International Review*, vol. 16, no. 4, pp. 312-325

Pound, J. (1988). Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 237-265

Pålsson, A-M. (2001). Fondbolagen - de ofrivilliga och olämpliga ägarna, *Ekonomisk Debatt*, vol. 29, no. 1, pp. 29-39

Riksbanken (n.d.). Valutakurser. Tillgänglig: <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/> [Hämtad: 2017-04-10]

Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offering, *Journal of Finance*, vol 46, no. 1, pp. 3-27

Retriever Research (Mediearkivet) (n.d.), Databas, Tillgänglig: <https://web.retriever-info.com/services/archive.html> [Hämtad: 2017-04-10]

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, vol 94, no. 3, pp. 461-488

Skatteverket (2017a). Lifco AB. Tillgänglig: <https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/aktiehistorik/l/lifco.4.3f4496fd14864cc5ac9c917.html> [Hämtad: 2017-05-05]

Skatteverket (2017b). Carl Lamm Holding AB. Tillgänglig: <http://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/aktiehistorik/c/carllammholding.4.69ef368911e1304a625800017050.html?q=carl+lamm+holding> [Hämtad: 2017-04-24]

Skärvad, P-H. & Lundahl, U. (2016). Utredningsmetodik. 4 uppl. Lund: Studentlitteratur AB

Vilhelmsson, A. (2017). Föreläsning 1: Metodföreläsning, Ekonometri, LUSEM Lund, 3 april 2017.

Wang, X., Cao, J., Liu, Q., Tang, J. & Tian, G. G. (2015). Disproportionate Ownership Structure and IPO Long-run Performance of Non-SOEs in China, *China Economic Review*, vol 32, pp. 27-42

Wellalage, N. H. & Locke, S. (2012). Ownership Structure and Firm Financial Performance: Evidence from Panel Data in Sri Lanka, *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, vol. 7, no. 1, pp. 52-65

Bilagor

Bilaga 1 - Ramsey's RESET test

Variabel	Koefficient	Std. Av.	t-Värde	p-Värde		Värde	df	p-Värde
Period 1								
K	-0,009051	0,422654	-0,021416	0,9831				
KONC	-0,216230	0,376826	-0,573818	0,5702	F-statistic	1,72185	(5, 31)	0,159
UTL	-0,714650	0,517887	-1,379933	0,1775	Likelihood ratio	10,53825	5	0,0613
INST	0,025456	0,447076	0,056940	0,9550				
TILLG	0,005322	0,058550	0,090897	0,9282				
SKULDS	0,368043	0,454405	0,809945	0,4241				
ROE	-0,005671	0,021952	-0,258340	0,7979				
FITTED^2	-4,972464	4,949000	-1,004741	0,3228				
FITTED^3	28,29707	31,09019	0,910161	0,3698				
FITTED^4	120,59710	69,96488	1,723681	0,0947				
FITTED^5	-217,43540	231,29560	-0,940076	0,3544				
FITTED^6	-546,35580	390,94250	-1,397535	0,1722				
Period 2								
K	-0,020172	0,510477	-0,039515	0,9687				
KONC	0,078704	0,630435	0,124841	0,9015	F-statistic	0,616554	(5, 31)	0,688
UTL	-0,077824	0,554215	-0,140423	0,8892	Likelihood ratio	4,076607	5	0,5384
INST	0,014646	0,724627	0,020212	0,9840				
TILLG	-0,002746	0,070687	-0,038841	0,9693				
SKULDS	-0,082822	1,335877	-0,061998	0,9510				
ROE	0,007048	0,089296	0,078926	0,9376				
FITTED^2	3,533594	5,802211	0,609008	0,5470				
FITTED^3	46,30576	35,32184	1,310967	0,1995				
FITTED^4	-10,09544	53,82068	-0,187576	0,8524				
FITTED^5	-359,58220	273,41020	-1,315175	0,1981				
FITTED^6	-383,71190	304,19970	-1,261382	0,2166				
Period 3								
K	-0,322362	0,814217	-0,395916	0,6949				
KONC	-0,164601	0,910357	-0,180809	0,8577	F-statistic	0,385631	(5, 31)	0,8548
UTL	-0,060976	0,673880	-0,090484	0,9285	Likelihood ratio	2,594654	5	0,7622
INST	-0,252908	0,890360	-0,284051	0,7783				
TILLG	0,018834	0,096430	0,195315	0,8464				
SKULDS	0,410838	1,393331	0,294860	0,7701				
ROE	-0,024824	0,098230	-0,252710	0,8022				
FITTED^2	8,073974	25,379330	0,318132	0,7525				
FITTED^3	33,41357	115,22930	0,289975	0,7738				
FITTED^4	19,09787	559,81120	0,034115	0,9730				
FITTED^5	-132,80900	2418,50300	-0,054914	0,9566				
FITTED^6	-197,99790	2425,54400	-0,081630	0,9355				

Bilaga 2 - Jarque-Bera's normalitetstest

Period 1	
Medel	3,36E-17
Median	-0,019978
Maximum	0,611338
Minimum	-0,535245
Std. Av.	0,254631
Skevhet	0,353731
Kurtosis	2,682993
Jarque-Bera	1,076787
p-Värde	0,5837

Period 2	
Medel	-6,45E-17
Median	-0,083143
Maximum	0,869446
Minimum	-0,525684
Std. Av.	0,339975
Skevhet	0,583003
Kurtosis	2,832184
Jarque-Bera	2,486352
p-Värde	0,2885

Period 3	
Medel	8,26E-17
Median	-0,127377
Maximum	1,281303
Minimum	-1,070347
Std. Av.	0,502564
Skevhet	0,560094
Kurtosis	3,231253
Jarque-Bera	2,344034
p-Värde	0,3097

Bilaga 3 - White's Heteroskedasticitetstest

Period 1				
F-värde	0,525808	Sann. F(27,15)	0,9292	
Obs*R ²	20,90855	Sann. $\chi^2(27)$	0,7906	
Skal. Förkl. SS	12,33231	Sann. $\chi^2(27)$	0,9929	
Variabel	Koefficient	Std. Av.	t-Värde	p-Värde
K	0,680319	1,414632	0,480916	0,6375
KONC^2	0,944631	0,956748	0,987336	0,3391
KONC*UTL	-0,308088	2,673605	-0,115233	0,9098
KONC*INST	2,155387	2,382584	0,904643	0,3800
KONC*TILLG	-0,042078	0,244165	-0,172334	0,8655
KONC*SKULDS	-1,211707	1,572331	-0,770644	0,4529
KONC*ROE	0,033654	0,130690	0,257515	0,8003
KONC	-0,469871	2,205081	-0,213086	0,8341
UTL^2	1,977380	1,534305	1,288779	0,2170
UTL*INST	2,267456	3,007116	0,754030	0,4625
UTL*TILLG	-0,147137	0,172872	-0,851136	0,4081
UTL*SKULDS	1,871511	1,913208	0,978205	0,3435
UTL*ROE	0,109518	0,166755	0,656760	0,5213
UTL	-1,097395	3,018233	-0,363589	0,7212
INST^2	-0,604224	3,309381	-0,182579	0,8576
INST*TILLG	-0,047636	0,268770	-0,177239	0,8617
INST*SKULDS	0,271305	1,961148	0,138340	0,8918
INST*ROE	0,244672	0,237024	1,032267	0,3183
INST	-0,824753	2,953517	-0,279244	0,7839
TILLG^2	0,022566	0,018880	1,195206	0,2506
TILLG*SKULDS	-0,145659	0,218468	-0,666728	0,5151
TILLG*ROE	0,011110	0,023918	0,464500	0,6490
TILLG	-0,215756	0,277692	-0,776963	0,4493
SKULDS^2	-0,274481	0,670761	-0,409209	0,6882
SKULDS*ROE	-0,060221	0,119796	-0,502697	0,6225
SKULDS	1,604676	1,770034	0,906579	0,3790
ROE^2	-0,007096	0,006709	-1,057632	0,3070
ROE	-0,075910	0,094862	-0,800218	0,4361

Bilaga 3 - White's Heteroskedasticitetstest

Period 2				
F-värde	1,013497	Sann. F(27,15)		0,5058
Obs*R ²	27,77496	Sann. $\chi^2(27)$		0,4226
Skal. Förkl. SS	17,83448	Sann. $\chi^2(27)$		0,9085
Variabel	Koefficient	Std. Av.	t-Värde	p-Värde
K	-3,393783	1,607523	-2,111188	0,0519
KONC^2	-2,642794	1,485403	-1,779177	0,0955
KONC*UTL	-0,964234	1,951945	-0,493986	0,6285
KONC*INST	2,672550	2,572167	1,039026	0,3153
KONC*TILG	-0,356592	0,211307	-1,687554	0,1122
KONC*SKULDS	-1,417356	1,585845	-0,893754	0,3856
KONC*ROE	0,008605	0,179576	0,047918	0,9624
KONC	5,881425	2,521819	2,332215	0,0340
UTL^2	4,475847	1,912688	2,340082	0,0335
UTL*INST	4,505300	2,988667	1,507462	0,1525
UTL*TILG	-0,801225	0,422162	-1,897908	0,0771
UTL*SKULDS	4,769238	2,951912	1,615644	0,1270
UTL*ROE	0,095125	0,194939	0,487975	0,6326
UTL	0,462934	2,071481	0,223480	0,8262
INST^2	-0,341259	2,351203	-0,145142	0,8865
INST*TILG	-0,217009	0,323207	-0,671424	0,5122
INST*SKULDS	5,314420	3,513993	1,512359	0,1512
INST*ROE	-0,118483	0,182780	-0,648229	0,5266
INST	-3,094947	2,475140	-1,250413	0,2303
TILG^2	0,009754	0,033756	0,288965	0,7766
TILG*SKULDS	-0,354600	0,353262	-1,003787	0,3314
TILG*ROE	-0,002327	0,022015	-0,105689	0,9172
TILG	0,431309	0,387272	1,113711	0,2829
SKULDS^2	-0,083379	1,101990	-0,075662	0,9407
SKULDS*ROE	-0,119668	0,191639	-0,624448	0,5417
SKULDS	1,783294	2,904274	0,614024	0,5484
ROE^2	-0,007460	0,010380	-0,718696	0,4834
ROE	0,136158	0,146432	0,929838	0,3672

Bilaga 3 - White's Heteroskedasticitetstest

Period 3				
F-värde	0,323473	Sann. F(27,15)		0,9948
Obs*R ²	15,82355	Sann. $\chi^2(27)$		0,9562
Skal. Förkl. SS	12,37345	Sann. $\chi^2(27)$		0,9927
Variabel	Koefficient	Std. Av.	t-Värde	p-Värde
K	-7,645963	5,615201	-1,361654	0,1934
KONC^2	-6,863094	5,470089	-1,254659	0,2288
KONC*UTL	-1,703978	10,280250	-0,165753	0,8706
KONC*INST	7,426289	7,582443	0,979406	0,3429
KONC*TILG	-1,051579	0,858836	-1,224424	0,2397
KONC*SKULDS	2,440279	6,864058	0,355515	0,7272
KONC*ROE	-0,018902	0,400737	-0,047168	0,9630
KONC	12,845010	9,394940	1,367227	0,1917
UTL^2	3,437575	6,438639	0,533898	0,6012
UTL*INST	4,252407	8,079008	0,526353	0,6063
UTL*TILG	-1,614956	1,311573	-1,231313	0,2372
UTL*SKULDS	11,223440	10,591930	1,059622	0,3061
UTL*ROE	-0,185244	0,532272	-0,348025	0,7327
UTL	4,412180	9,402269	0,469268	0,6456
INST^2	5,343905	8,491693	0,629310	0,5386
INST*TILG	-0,562835	1,189464	-0,473184	0,6429
INST*SKULDS	7,004431	11,529400	0,607528	0,5526
INST*ROE	0,099602	0,495445	0,201036	0,8434
INST	-7,818875	7,237585	-1,080315	0,2971
TILG^2	-0,028097	0,088251	-0,318376	0,7546
TILG*SKULDS	0,266923	0,874501	0,305229	0,7644
TILG*ROE	-0,029239	0,086032	-0,339860	0,7387
TILG	1,397874	1,051817	1,329008	0,2037
SKULDS^2	-4,151628	4,260755	-0,974388	0,3453
SKULDS*ROE	0,025896	0,533495	0,048540	0,9619
SKULDS	-2,396382	7,434293	-0,322342	0,7516
ROE^2	0,003247	0,026903	0,120698	0,9055
ROE	0,204756	0,436041	0,469581	0,6454

Bilaga 4 - Korrelationsmatris

Period 1						
	KONC	UTL	INST	TILLG	SKULDS	ROE
KONC	1,00					
UTL	-0,09	1,00				
INST	-0,32	-0,28	1,00			
TILLG	-0,08	0,01	0,18	1,00		
SKULDS	-0,02	0,04	0,11	0,55	1,00	
ROE	0,08	0,15	-0,13	0,10	0,21	1,00
Period 2						
	KONC	UTL	INST	TILLG	SKULDS	ROE
KONC	1,00					
UTL	-0,09	1,00				
INST	-0,24	-0,08	1,00			
TILLG	-0,10	0,12	0,26	1,00		
SKULDS	0,03	0,07	0,32	0,53	1,00	
ROE	-0,01	0,06	-0,13	0,12	0,19	1,00
Period 3						
	KONC	UTL	INST	TILLG	SKULDS	ROE
KONC	1,00					
UTL	-0,11	1,00				
INST	-0,24	-0,07	1,00			
TILLG	-0,09	0,13	0,34	1,00		
SKULDS	0,03	0,19	0,32	0,52	1,00	
ROE	0,00	-0,03	0,04	0,01	0,02	1,00

Bilaga 5 - Samtlig data

	BHAR			Ägarkoncentration			Utländskt ägande			Institutionellt ägande		
	Period 1	Period 2	Period 3	Period 1	Period 2	Period 3	Period 1	Period 2	Period 3	Period 1	Period 2	Period 3
Bufab AB	0,08	-0,32	0,04	0,31	0,34	0,45	0,18	0,34	0,28	0,44	0,56	0,46
Hemfosa Fastigheter AB	0,56	-0,11	0,38	0,33	0,33	0,34	0,03	0,19	0,21	0,43	0,45	0,42
Recipharm AB	0,43	-0,36	0,20	0,89	0,89	0,86	0,00	0,02	0,02	0,07	0,10	0,10
Besqab AB	-0,01	0,82	1,05	0,55	0,56	0,59	0,00	0,00	0,01	0,17	0,18	0,18
Com Hem Holding AB	-0,03	0,30	0,51	0,54	0,57	0,51	0,54	0,69	0,70	0,09	0,28	0,26
Bactiguard Holding AB	-0,47	-0,52	-0,65	0,84	0,84	0,83	0,00	0,00	0,00	0,03	0,04	0,05
Scandi Standard AB	-0,06	-0,24	-0,29	0,44	0,33	0,33	0,23	0,26	0,19	0,19	0,33	0,33
Platzer Fastigheter Holding AB	-0,09	-0,24	0,32	0,86	0,85	0,83	0,00	0,00	0,01	0,28	0,28	0,30
Karolinska Development AB	-0,38	-0,77	-0,63	0,48	0,48	0,47	0,10	0,10	0,09	0,23	0,20	0,17
Bulten AB	-0,15	-0,46	-0,28	0,20	0,27	0,31	0,09	0,01	0,02	0,14	0,09	0,11
Moberg Pharma AB	-0,14	0,12	-0,38	0,55	0,42	0,42	0,10	0,05	0,05	0,07	0,13	0,15
Boule Diagnostics AB	-0,32	-0,38	-0,51	0,54	0,57	0,64	0,10	0,05	0,03	0,11	0,13	0,11
Arise AB	-0,13	-0,02	0,00	0,48	0,47	0,46	0,14	0,14	0,11	0,44	0,43	0,45
Byggmax Group AB	0,18	-0,43	-0,42	0,47	0,51	0,53	0,39	0,36	0,36	0,13	0,18	0,16
MQ Holding AB	-0,06	-0,32	-0,48	0,40	0,35	0,37	0,01	0,02	0,21	0,19	0,13	0,13
DGC One AB	0,02	0,62	0,51	0,72	0,73	0,73	0,00	0,01	0,00	0,05	0,08	0,05
Nederman Holding AB	-0,01	0,05	-0,06	0,46	0,57	0,62	0,05	0,10	0,04	0,20	0,31	0,33
Systemair AB	0,12	0,00	0,08	0,74	0,78	0,78	0,06	0,05	0,04	0,16	0,21	0,21
HMS Networks AB	0,46	0,21	0,32	0,55	0,64	0,63	0,01	0,01	0,01	0,25	0,31	0,28
East Capital Explorer AB	0,02	-0,05	-0,13	0,22	0,24	0,25	0,06	0,06	0,06	0,20	0,22	0,24
Duni AB	-0,33	-0,53	0,16	0,65	0,59	0,59	0,17	0,18	0,15	0,27	0,44	0,44
KappAhl AB	-0,05	0,21	-0,20	0,29	0,41	0,45	0,28	0,37	0,37	0,06	0,17	0,19
Diös Fastigheter AB	0,37	0,37	-0,19	0,72	0,71	0,71	0,01	0,02	0,02	0,17	0,19	0,15

Bilaga 5 - Samtlig data

	BHAR			Ägarkoncentration			Utländskt ägande			Institutionellt ägande		
	Period 1	Period 2	Period 3	Period 1	Period 2	Period 3	Period 1	Period 2	Period 3	Period 1	Period 2	Period 3
Swedish Orphan Biovitrum AB	-0,09	-0,31	0,19	0,49	0,48	0,53	0,72	0,66	0,43	0,00	0,02	0,06
BE Group AB	0,21	-0,04	-0,52	0,36	0,37	0,37	0,08	0,27	0,27	0,26	0,25	0,26
Rezidor Hotel Group AB	-0,64	-0,72	-0,70	0,53	0,59	0,64	0,49	0,50	0,56	0,15	0,23	0,25
Lindab International AB	0,66	-0,47	-1,11	0,51	0,59	0,59	0,05	0,05	0,05	0,33	0,46	0,48
Indutrade AB	0,25	0,56	0,45	0,59	0,63	0,68	0,05	0,04	0,02	0,22	0,26	0,30
TradeDoubler AB	0,02	0,63	0,05	0,32	0,39	0,42	0,26	0,09	0,04	0,47	0,53	0,57
Orexo AB	-0,14	-0,15	-0,46	0,60	0,59	0,48	0,02	0,03	0,02	0,22	0,28	0,19
ICA Gruppen AB	0,25	-0,07	-0,94	0,70	0,71	0,71	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04	0,05
Note AB	0,39	0,03	0,11	0,35	0,33	0,38	0,30	0,26	0,28	0,15	0,10	0,15
Alfa Laval AB	-0,03	0,07	-0,23	0,56	0,49	0,44	0,25	0,24	0,20	0,21	0,21	0,30
Intrum Justitia AB	-0,03	-0,26	-0,05	0,49	0,53	0,55	0,37	0,36	0,36	0,08	0,14	0,26
Nobia AB	-0,03	0,37	0,66	0,48	0,32	0,35	0,19	0,14	0,12	0,31	0,34	0,40
Studsvik AB	-0,05	0,29	1,25	0,44	0,46	0,51	0,30	0,31	0,28	0,18	0,19	0,14
BTS Group AB	-0,29	-0,22	-0,29	0,87	0,87	0,77	0,55	0,55	0,55	0,09	0,04	0,04
BiolInvent International AB	-0,39	-0,49	-0,78	0,34	0,33	0,34	0,09	0,11	0,10	0,16	0,16	0,17
RNB - Retail and Brands AB	-0,41	-0,09	-0,22	0,38	0,48	0,49	0,35	0,31	0,20	0,08	0,02	0,03
Vitrolife AB	-0,23	-0,55	-0,57	0,57	0,56	0,52	0,14	0,08	0,07	0,17	0,20	0,24
Addtech AB	-0,20	0,07	-0,19	0,42	0,46	0,46	0,02	0,02	0,03	0,34	0,35	0,34
Lagercrantz Group AB	-0,14	-0,19	-0,39	0,43	0,48	0,51	0,04	0,04	0,01	0,33	0,33	0,32
BillerudKorsnäs AB	0,87	0,94	1,21	0,16	0,19	0,17	0,05	0,03	0,04	0,18	0,16	0,14