



EKONOMI-
HÖGSKOLAN

Examensarbete i redovisning
FEKH69
HT 2020
Institutionen för Företagsekonomi

Skala ner och dela ut

Är finansialisering den nya svenska modellen?

Författare:

Jacob Dahlqvist 19920525

Linus Dannberger 19940401

Emma Kvarnheden 19980318

Handledare: Karin Jonnergård



Sidan blank

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Skala ner och dela ut - Är finansialisering den nya svenska modellen?

Seminariedatum: 15 januari 2021

Ämne/kurs: FEKH69, Examensarbete i redovisning på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

Författare: Jacob Dahlqvist, Linus Dannberger och Emma Kvarnheden

Handledare: Karin Jonnergård

Nyckelord: Finansialisering, aktieägarvärde, Theory of the firm, investeringar, bolagsstyrning

Syfte: Studien har två syften, varav det första är att bidra med kunskap om kontextens roll i hur orienteringen mot ett aktieägarvärde påverkar beteendet i icke-finansiella företag. Det andra syftet är att bidra till utvecklingen av teoretiska modeller som förklarar hur och varför en beteendeförändring skulle uppstå.

Metod: Studien tillämpade en kvantitativ metod med deduktiv ansats. *Independent samples t-tests* användes för att undersöka eventuella skillnader i företags investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan år 2001 och år 2018. Vidare användes variansanalyser för att testa huruvida eventuella skillnader i investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan år 2001 och år 2018 är olika hos företag med olika ägarstruktur.

Teoretiska perspektiv: Studiens teoretiska referensram baserar sig på Dallerys (2009) förklaringsmodell som berör företags beteende beroende på dess aktieägares olika intresse samt på litteratur om svensk och amerikansk ägarstruktur.

Empiri: Den empiriska studien baseras på finansiell data insamlad från svenska börsnoterade bolag av icke-finansiell karaktär samt ägardata inhämtad från databasen Holdings.

Resultat: Svenska icke-finansiella företags investerings och ägarkompensationsbeteende skiljer sig signifikant mellan åren 2001 och 2018. Vidare är skillnader i svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende inte signifikant olika hos företag med olika ägarstruktur.

Abstract

Title: Skala ner och dela ut - Är finansialisering den nya svenska modellen?

Seminar date: January 15, 2021

Course: FEKH69, Bachelor Degree Project in Financial and Management Accounting
Undergraduate Level, 15 credits

Authors: Jacob Dahlqvist, Linus Dannberger, and Emma Kvarnheden

Advisor: Karin Jonnergård

Keywords: Financialization, shareholder value, Theory of the firm, investment, corporate governance

Purpose: The study has two purposes, of which the first purpose is to contribute with knowledge about the role of the context in how the orientation towards a shareholder value affects the behavior in non-financial corporations. The second purpose is to contribute to the development of theoretical models that aim to explain how and why a behavioral change would occur.

Methodology: The study applied a quantitative method with a deductive research approach. Independent samples *t*-tests were used to explore possible differences in companies' investment and shareholder compensation behavior between the years 2001 and 2018. Furthermore, analyses of variance (ANOVAs) were used to test whether possible differences in investment and shareholder compensation behavior are different in companies with different ownership structures.

Theoretical perspective: The study's theoretical frame of reference is based on Dallery's (2009) model which concerns companies' behavior depending on its shareholders' different interests as well as on literature covering Swedish and American ownership structure.

Empirical foundation: The empirical study is based on financial information collected from Swedish listed non-financial corporations as well as ownership data obtained from the database Holdings.

Conclusion: Swedish non-financial corporations' investment and shareholder compensation behavior differs significantly between the years 2001 and 2018. Furthermore, possible differences in Swedish non-financial corporations' investment and shareholder compensation behavior are not significantly different in companies with different ownership structures.

Förord

Vi vill inleda denna uppsats med att rikta ett stort tack till vår handledare Karin Jonnergård, som genom sitt engagemang, uppriktighet och expertis på området gjort denna uppsats möjlig. Vi vill även tacka Björn Holmquist för värdefull statistisk rådgivning under uppsatsens gång.

Lund 2021-01-12

Jacob Dahlqvist

Linus Dannberger

Emma Kvarnheden

Innehållsförteckning

Kapitel 1 - Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Syfte	10
1.3 Forskningsfrågor	11
Kapitel 2 - Referensram	12
2.1 Finansialiseringsbegreppet	12
2.2 Ägarstruktur, bolagsstyrning och aktieägar	14
2.2.1 Svensk ägarstruktur genom tiderna	14
2.2.2 Sverige i en internationell kontext	15
2.2.3 Ägarkoncentration	16
2.2.5 Utländska ägare	16
2.2.4 Ägartyper	16
2.2.4.1 Familj- och individuellt ägande	16
2.2.4.2 Institutionellt ägande	17
2.2.4.3 Sfärägande	17
2.3 The Theory of the Firm	18
2.3.1 Post-keynesiansk teori	18
2.3.2 Post-keynesianska Theory of the firm	19
2.3.3 Stockhammers Theory of the Firm	21
2.3.4 Dallerys The shareholder-ruled firm	22
2.3.4.1 Maximering av fritt kassaflöde	22
2.3.4.2 Maximering av företagets värde	24
2.3.5 Hypoteser	27
Kapitel 3 - Metod	28
3.1 Val av metod	28
3.2 Definition av population	28
3.2.1 Exkludering	28
3.3 Data	29
3.3.1 Insamling och bearbetning av data	29
3.3.2 Finansiell data	29
3.3.3 Ägardata	30
3.4 Operationalisering av variabler	30
3.4.1 Oberoende variabler	30
3.4.1.1 År	30
3.4.1.2 Ägarstruktur	30
3.4.2 Beroende variabler	31
3.5 Kvantitativ dataanalys	32
3.5.1 t-test	32

3.5.2	Variansanalys	33
3.5.3	Robusthet	34
3.6	Hypotesprövning	37
3.7	Metoddiskussion	37
3.7.1	Metodkritik	37
3.7.2	Reliabilitet och replikerbarhet	38
3.7.3	Validitet	39
Kapitel 4	- Empiriska resultat	41
4.1	Resultat från t-test	41
4.1.1	Beskrivande statistik	41
4.1.2	Sammanställning av resultat från t-test	41
4.1.3	Resultat från statistisk hypotesprövning	42
4.1.3.1	<i>Hypotes 1</i>	42
4.1.3.2	<i>Hypotes 2</i>	42
4.2	Resultat från variansanalys	43
4.2.1	Beskrivande statistik	43
4.2.2	Sammanställning av resultat från variansanalys	44
4.2.3	Resultat från statistisk hypotesprövning	45
4.2.3.1	<i>Hypotes 3</i>	45
4.2.3.2	<i>Hypotes 4</i>	46
Kapitel 5	- Analys	48
5.1	Generellt om resultaten	48
5.2	Hypotes 1	48
5.3	Hypotes 2	49
5.4	Hypotes 3	50
5.4.1	Analys av resultat	50
5.4.2	Diskussion utifrån referensram	50
5.5	Hypotes 4	52
5.5.1	Analys av resultat	52
5.5.2	Diskussion utifrån referensram	52
Kapitel 6	- Slutsats	53
6.1	Sammanfattning och avslutande diskussion	53
6.2	Förslag till vidare forskning	55
Referenslista		56
Bilagor		62
Bilaga 1.		62
Bilaga 2.		63
Bilaga 3.		64

Kapitel 1 - Inledning

Uppsatsens första kapitel introducerar läsaren till det problem studien berör, genom att presentera en bakgrund till ämnet finansialisering samt redogöra för tidigare forskning. Vidare presenteras studiens syfte och forskningsfrågor.

1.1 Bakgrund

Forskare menar att det i början av 1980-talet skedde ett avgörande skifte i det ekonomiska systemet, där industrikapitalismen som dominerade från 1940-talet till 1970-talet fick lämna plats åt den finansiella kapitalismen (Stockhammer, 2004; Epstein, 2005; Van der Zwan 2014). Detta skifte brukar ofta benämnas med begreppet finansialisering, som dock inte har någon allmänt accepterad definition. Finansialisering kan innefatta såväl själva förändringen av det ekonomiska systemet, som de konsekvenser denna förändring får inom systemet (Cordonnier, Dallery, Duwicquet, Melmies & Van de velde, 2020). Van der Zwan (2014) identifierar ett antal teman inom finansialiseringslitteraturen, varav ett handlar om framväxten av en orientering mot aktieägarvärde i företag. Företag sägs nu, efter finansialiseringen, utforma sina strategier utifrån aktieägarnas mål, till skillnad från under industrikapitalismen, där fokus istället låg på företagsledningens mål (Van der Zwan, 2014).

Industrikapitalismen kom till i och med att företag blev större och deras processer mer komplexa under början av 1900-talet, vilket gjorde att beslutsfattande inte längre kunde skötas enbart av aktieägarna (Chandler Jr., 1984). Istället blev det allt vanligare med heltidsanställda företagsledare, och på så vis skedde en separation av makten från ägandet (Chandler Jr., 1984). Att makten nu låg hos företagsledningen ledde till att det främst var deras mål som tillgodosågs i företags strategier (Dallery, 2009). Exakt vilka mål företagsledningen har är forskare inte helt överens om, men generellt sägs att företagsledare är mindre intresserade av att maximera vinst än vad aktieägarna är (Francis, 1980). Istället menar Francis (1980) att ett av de vanligaste målen hos företagsledare är tillväxt, då tillväxt kan stärka företags position på marknaden, och därmed även främjar företags långsiktiga överlevnad. För företagsledarna innebär företags överlevnad ökade möjligheter att behålla sina anställningar, vilket ger dem tydliga incitament till att anta ett tillväxtfokus i bolagsstyrningen (Francis, 1980).

I början av 1980-talet förändrades dock synen på hur bolag styrs genom att företags strategiska fokus antogs förflyttats från företagsledningens mål till aktieägarnas (Van der Zwan, 2014). Till skillnad från företagsledningens mål som främst handlade om tillväxt och överlevnad antogs aktieägare ofta vara mer vinstorienterade, då det ökar deras möjligheter till avkastning på sina aktier, exempelvis i form av utdelning (Stockhammer, 2004; Davis, 2017). I kontrast till sina industriella föregångare, som återinvesterade vinster i den egna produktionen, har finansialiserade företag en högre nivå av ägarkompensation där de istället fördelar vinsten till sina ägare genom utdelningar och aktieåterköp (Lazonick & O'Sullivan, 2000). Ett vanligt forskningsobjekt inom detta ämne är hur finansialiseringen har påverkat icke-finansiella bolag¹, där fokus tidigare legat på tillväxt genom utveckling av den egna produktionen, snarare än vinstmaximering (Alvarez, 2015). Många empiriska studier på ämnet (Stockhammer, 2004; Demir, 2007, 2009a, b; Orhangazi, 2008a, b; Van Treeck, 2008) har studerat huruvida finansialisering i icke-finansiella företag har orsakat en minskning av deras investeringar i den egna produktionen, framför allt i anläggningstillgångar. Det råder ingen generell konsensus för hur detta förhållande skulle uppstå eller se ut, men exempelvis Orhangazi (2008a, b) och Demir (2007, 2009a) menar att när vinstnivån för finansiella tillgångar ökar relativt vinstnivån för materiella och immateriella anläggningstillgångar leder detta till att även icke-finansiella företag väljer att investera i finansiella tillgångar, på bekostnad av andra investeringar.

Utöver empiriska studier av vad som har hänt har forskare även försökt utröna varför, genom att studera hur beteendet i företag har förändrats och hur det i sin tur kan ha påverkat bland annat investering i anläggningstillgångar. Exempelvis bygger Stockhammer (2004) sin studie av hur finansialisering påverkat investerings- och vinstallokeringsbeteendet i icke-finansiella företag på en teoretisk förklaringsmodell. Modellen baserar han på antagandet om att företagsledningen utgår från ett antal olika mål, såsom tillväxt och vinst, medan aktieägarnas enda intresse antas vara vinst. I studien fann han till viss del stöd för att det skulle finnas en koppling mellan finansialisering och minskande investeringar i materiella anläggningstillgångar. Även Van Treeck (2008), Orhangazi (2008a) och Davis (2018) pekar mot att ett negativt förhållande mellan finansialisering och investering i den egna produktionen åtminstone delvis kan förklaras av ett ökat aktieägarfokus, i form av

¹ Icke-finansiella bolag är bolag vars huvudsakliga verksamhet är produktion av varor eller icke-finansiella tjänster (OECD, 2001)

vinstmaximering. Forskningen pekar dock inte enbart mot ett negativt förhållande mellan finansialisering och sådana investeringar, utan det har även gjorts studier där antingen ett positivt samband eller inget samband alls har funnits (Kliman & Williams, 2015; Davis, 2018).

Gemensamt för de studier som indikerar att det finansialiserade företaget investerar mindre i den egna produktionen (Van Treeck, 2008; Orhangazi, 2008a; Davis, 2018) är dock att forskningen är baserad på data från amerikanska företag. Stockhammer (2004), vars studie omfattar flera länder, fann även han stöd för ett negativt förhållande mellan finansialisering och investeringar i anläggningstillgångar i USA. Han fann också stöd för en liknande utveckling i Frankrike, men endast visst stöd i Storbritannien och inget i Tyskland.

Utifrån sin översikt av finansialiseringslitteratur som berör investeringar menar Davis (2017) att finansialisering handlar om en bred strukturell förändring och att finansialisering är ett begrepp med ett stort omfång. Hon betonar mot bakgrund av detta vikten av vilken kontext studier av aktieägarvärde och finansialisering utförs i. Hur tydligt skiftet mot en aktieägarorientering blir beror till stor del på vilken makt aktieägare har i den specifika ekonomin (Davis, 2017). Vidare kring kontextens betydelse menar Dallery (2009) att aktieägare inte är en homogen grupp och att ett antagande om att alla aktieägare endast är intresserade av vinstmaximering är allt för simplificerat. Han kritiserar bland annat Stockhammers (2004) tidigare nämnda studie, där det antas att aktieägare enbart har ett mål, vinstmaximering. Dallery (2009) menar att olika aktieägare kan ha olika mål med sina investeringar, och därigenom även olika tidsperspektiv. Han menar att en kortsiktig aktieägare främst är intresserad av vinstmedel denna kan ta del av, medan en långsiktig aktieägare är intresserad av att företagets värde ökar över tid och därmed måste ta hänsyn till både vinst och tillväxt. Även Bushee (2001) pekar på att inte alla aktieägare är ute efter vinstmaximering, utan att deras mål beror på investeringens tidshorisont.

1.2 Syfte

Studiens mål är att vidare utreda förhållandet mellan finansialisering och icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende. Studien har två syften, det första är att bidra med kunskap om kontextens roll i hur orienteringen mot ett aktieägarvärde påverkar beteendet i icke-finansiella företag. Därav genomförs studien i Sverige, ett land vars

traditionella ägarstruktur skiljer sig från den i USA. Det andra syftet är att bidra till utvecklingen av teoretiska modeller som förklarar hur och varför en beteendeförändring skulle uppstå. Detta görs genom att empiriskt testa Dallerys (2009) förklaringsmodell som berör relationen mellan ägarstruktur och förändringar i investerings- och ägarkompensationsbeteende. För att observera eventuella beteendeförändringar jämförs bolags beteende år 2001 med bolags beteende år 2018.

1.3 Forskningsfrågor

Utifrån vårt första syfte formulerades följande forskningsfråga:

1. I vilken utsträckning har svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteenden förändrats?

Utifrån vårt andra syfte formulerades följande forskningsfråga:

2. Vilka effekter har företags ägarstruktur på hur deras investerings- och ägarkompensationsbeteende förändras?

Kapitel 2 - Referensram

Följande kapitel inleds med en diskussion kring finansialiseringsbegreppet och tidigare forskning. Vidare presenteras och beskrivs den av Dallery tillämpade teori, som ligger till grund för studien. Kapitlet avslutas med att, ur presenterad teori och tidigare forskning, härleda hypoteser för att konkretisera studiens forskningsfrågor.

2.1 Finansialiseringsbegreppet

Finansialisering är en tvetydigt definierad term med stor variation i definitionerna mellan författare. En i litteraturen vanligt förekommande definition är den av Epstein (2005, s. 3) där han definierar finansialisering som “*the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*”. Van der Zwan (2014) menar att finansialisering innefattar en mängd olika empiriska fenomen, och att det inte finns någon allmänt antagen definition av konceptet. I en översikt av finansialiseringslitteratur identifierar hon tre teman inom forskningen kring finansialisering: *Financialization as a regime of accumulation*, *Financialisation and shareholder value* och *Financialization of the everyday*.

I denna uppsats har vi valt att fokusera på ett företagsperspektiv, vilket naturligt innebär att *Financialization of the everyday* utesluts, då forskning på det temat främst berör hur finansialisering påverkar den enskilda individen (Van der Zwan, 2014). Under temat *Financialization as a regime of accumulation* diskuterar Van der Zwan (2014) finansialisering utifrån bland annat Krippners (2004) definition av finansialisering som “*a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production*”. Krippner (2004) identifierar i sin studie av icke-finansiella bolag på den amerikanska marknaden en trend av ökande vinster från finansiell verksamhet. Vidare på detta tema har även en ökning av den finansiella sektorns andel av USA:s BNP² identifierats samt att utdelningar och kapitalvinster från icke-finansiella företag ökat i snabbare takt än vinster från investeringar i produktion (Van der Zwan, 2014).

² Bruttonationalprodukt

Det andra temat, *Financialization and shareholder value*, som Van der Zwan (2014) identifierar bygger på skiftet i fokus hos icke-finansiella företag till att gå mot en mer finansiell inriktning med ökat fokus på aktieägarvärdet. Stockhammer (2004) menar även han att det skett ett skifte i fokus och att aktieägarvärdet har fått allt större betydelse. I sin studie av förhållandet mellan ett ökat fokus på aktieägarvärde och investeringar i icke-finansiella företag definierar Stockhammer (2004, s. 720) finansialisering som *“the increased activity of non-financial businesses on financial markets”*.

Utifrån sin översikt av litteraturen om finansialisering och investeringar menar Davis (2017) att finansialisering handlar om en bred strukturell förändring, med många olika dimensioner. Hon anser vidare att det därmed bör finnas många olika definitioner för att kunna fånga de olika aspekterna av finansialisering och hur dessa påverkar investeringsbeteenden på olika sätt. Detta förhållningssätt stöds av Karwowski, Shabani och Stockhammer (2020, s. 971), som menar att *“Financialisation is not a single process that occurs across all economic sectors simultaneously. Rather sectoral financialisation processes are distinct and relatively independent”*. Författarna betonar att finansialisering bör ses som oberoende processer som sker av olika skäl och medför olika effekter i olika sektorer. Vidare summeras detta förhållningssätt till finansialisering av Cordonnier et al. (2020) som menar att finansialisering är *“both a process and an outcome: it may refer to the institutional evolution of the financial system itself and/or to its consequences on the economic system”*.

Denna uppsats fokuserar på processen finansialisering utifrån framväxten av en orientering mot aktieägarvärde i det enskilda företaget. Vidare bygger uppsatsen på antagandet att skillnader i ägarstrukturer och dess relativa makt i och mellan ekonomier medför att finansialiseringssprocessen på aggregerad och företagsnivå ser olika ut. Därav kommer finansialisering härnäst definieras utifrån Dallery (2009, s. 506) som menar att finansialisering utifrån detta perspektiv innebär *“a change in objectives for the firm, not as a change in constraints. But we now have to ask what precisely shareholders’ objectives are, and what the implications for investment are”*.

2.2 Ägarstruktur, bolagsstyrning och aktieägare

2.2.1 Svensk ägarstruktur genom tiderna

Den svenska bolagsstyrningen karaktäriseras enligt Stafsudd (2009) av flera unika aspekter, vilket har lett till att Sverige har ett av världens högsta röstvärde i förhållande till kapital.

Företags ägande och kontroll separeras genom aktier med olika röstvärde, pyramidliknande³ ägarstrukturer och *cross-holdings*⁴ av aktier. På så vis ges aktieägare möjlighet till hög kontroll av bolaget trots förhållandevis låg andel av kapitalet (Högfeldt, 2005; Stafsudd, 2009). Den svenska modellen för bolagsstyrning har vuxit fram över tid, men sägs kunna spåras tillbaka till slutet av 1800-talet (Stafsudd, 2009).

Mellan 1870 och 1913 pågick en högkonjunktur i den svenska industrin, och den svenska produktiviteten var högst i Europa (Stafsudd, 2009). Utländskt ägande var dock starkt reglerat och efter 1930 fick maximalt 20 procent av antingen kapital eller röster tillhöra utländska ägare (Högfeldt, 2005). Till följd av Kreuger-kraschen under 1930-talet tvingades banker som förvärvat stora aktieportföljer under finanskriserna på 1920- och 1930-talet i många fall till att sälja sina innehav (Stafsudd, 2009). Bankerna löste denna problematik genom att skapa holdingbolag, vars ägande fördelades på bankernas tidigare ägare (Collin, 1998; Stafsudd, 2009). Stafsudd (2009) menar att dessa holdingbolag var början på svensk bolagsstyrning som den ser ut idag, eftersom holdingbolagen strukturerades på ett pyramidliknande sätt, samtidigt som aktier av olika röstvärde var av stor betydelse för att bibehålla kontroll. Redan under denna tid var ägandet i Sverige koncentrerat och majoriteten av bolagen kontrollerades av en individ med kvalificerad röstmajoritet (Henrekson & Jakobsson, 2003).

Den socialdemokratiska politikens framväxt under 1930-talet kom med en vision om att skapa företag utan ägare, det vill säga överföra ägandet till allmänheten. Det kan tyckas motsägelsefullt men för att främja denna vision fokuserade den socialdemokratiska politiken på stora, multinationella företag med ett fåtal ägare (Collin, 1998). Stafsudd (2009) påpekar vidare att en skattepolitik infördes som gjorde individuellt ägande svårare. En hög arvs- och gåvoskatt medförde att det tidigare eftersträvade individuella ägandet blev nästintill omöjligt

³ Aktieägare kontrollerar företag genom en eller flera nivåer av börsnoterade aktiebolag (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999).

⁴ Cross-holding innebär att ett företag som har en kontrollerande aktieägare äger aktier i dess kontrollerande aktieägare, eller i något företag som tillhör den kontrollerande aktieägaren (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999).

att behålla över tid. Detta ledde i sin tur till att individuellt ägande på den svenska marknaden sjönk från 75 procent till 18 procent mellan 1950 och 1990, samtidigt som institutionellt ägande ökade kraftigt (Stafsudd, 2009). Den svenska marknaden stod nu inför en reform och under senare delen av 1980-talet och tidigt 1990-tal genomfördes avregleringar av bland annat kapitalmarknaden och hinder mot utländskt ägande togs bort, samtidigt som en marknadsekonomi introducerades (Stafsudd, 2009). Den svenska bolagsstyrningen har testats i flera omfattande perioder av förändringar, såsom avregleringen av flera marknader samt Sveriges inträde i EU⁵ 1995, vilket författaren menar kan vara orsaken till hur bolagsstyrning ser ut i Sverige idag.

2.2.2 Sverige i en internationell kontext

I en internationell kontext anses den svenska bolagsstyrningen skilja sig från exempelvis den amerikanska synen på bolagsstyrning. Den amerikanska marknaden karaktäriseras av spritt ägande (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Roe, 1991). Detta kan enligt Roe (1991) förklaras av hård reglering och en skepsis mot institutionellt ägande. I Sverige är det istället vanligare med koncentrerat ägande (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Lekvall, 2014; Thomsen, 2017; Belfrage & Kallifatides, 2018). Enligt Thomsen (2017) hade 67 procent av börsnoterade företag i Sverige en ägare med mer än 20 procent av rösterna under 2014, till skillnad från 27 procent i Storbritannien.

Roe (1991) menar att ett alternativ till den amerikanska bolagsstyrningen är att, likt Tyskland, tillåta institutionella kontrollägare. Högfeldt (2004) finner att den svenska bolagsstyrningens utveckling är liknande den i Tyskland, som karaktäriserades av stora kontrollägare i form av finansinstitut och familjer som kunde behålla en hög grad av koncentrerat ägande genom policys och reglering. Vidare menar Lekvall (2014) att de nordiska länderna även skiljer sig från USA och Storbritannien avseende makt genom röster. Han menar att det är betydligt vanligare att aktieägare har mer makt över beslutsfattandet i nordiska länder än i USA eller Storbritannien. Vidare sägs inflytelserika ägare i nordiska länder eftersträva enskilda förmåner i en mindre utsträckning än stora ägare i USA och Storbritannien, något som kan tänkas vara ett resultat av normer och ett starkt aktieägarskydd för minoritetsägare i nordiska länder (Coffee, 2001; Dyck & Zingales, 2004). Stiftelseägande är ytterligare ett attraktivt sätt att behålla kontroll i företag, och är allra vanligast i nordiska länder (Thomsen, 1996).

⁵ Europeiska Unionen

2.2.3 Ägarkoncentration

I företag med spritt ägande är, som begreppet antyder, ägandet utspritt på många aktieägare. Baserat på Hirschmans (1970) exit/voice-teori menar Jahnke (2019) att det i tider av nedgång kan vara rimligast för aktieägare i företag med spritt ägande att sälja sina innehav. Detta bygger på att den enskilda ägaren inte har tillräcklig makt att påverka bolagsstyrningen, men även relativt lite investerat kapital, och en försäljning blir därmed mindre riskfylld (Jahnke, 2019). En högre grad av koncentrerat ägande medför å andra sidan att den enskilda aktieägaren har större makt i företag, och därmed kan göra sin röst hörd i beslutsfattandet. Med en ökad ägarkoncentration, och ett större investerat kapital, blir det mindre rimligt för aktieägarna att sälja sina aktier när det går dåligt för företaget. Att då istället använda sin makt för att förbättra företagets situation och minska risken för stora förluster kan visa sig vara aktieägarnas bästa alternativ (Hirschman, 1970; Jahnke, 2019).

2.2.5 Utländska ägare

Crane, Michenaud och Weston (2016) pekar på att förhållandet mellan ägarkoncentration och höga utdelningar är nära relaterat till utländska aktieägare. De menar att utländska ägare behöver kompensera för höga övervakningskostnader som uppstår till följd av en informationsasymmetri. Denna asymmetri beror till stor del på att utländska ägare inte har samma förutsättningar till att övervaka bolagens dagliga aktiviteter, vilket motiverar dem att vidta kostsamma övervakningsåtgärder (Dvořák, 2005). Även Jeon, Lee och Moffett (2011) menar att företag med kontrollerande utländska ägare tenderar betala ut högre utdelningar för att kunna täcka dessa kostnader, något Khalfan och Wendt (2020) bekräftar i sin studie.

2.2.4 Ägartyper

2.2.4.1 Familj- och individuellt ägande

Pedersen och Thomsen (2000) menar att aktieägares preferenser till stor del beror på deras identitet. Familj- och individuellt ägande medför ofta två olika roller, nämligen rollen som företagsledare och ägare (Maug, 1996). Denna kategori av aktieägare är allt som oftast starkt involverade i bolagets styrning och de ger ogärna upp kontroll (Maug, 1996). Detta kan exemplifieras genom att de ofta har en motvillig inställning till att inhämta kapital från marknaden, då det medför att de måste ge upp kontroll i bolaget (Pedersen & Thomsen

(2000). Vidare menar författarna att en ovillighet till att ge upp kontroll i kombination med att denna kategori av aktieägare ofta besitter en stor förmögenhet resulterar i att familj- och individuellt ägande ofta förknippas med ett starkt intresse i bolagets långsiktiga lönsamhet och överlevnad.

2.2.4.2 Institutionellt ägande

Hedlund (1985) definierar institutionella ägare som bland annat stiftelser, företag och investmentbolag. Till skillnad från familj- och individuellt ägande karaktäriseras institutionella ägare ofta av professionella företagsledare som oftast inte är lika känslomässigt förankrade i bolagen (Cronqvist & Nilsson, 2003). Cronqvist och Nilsson (2003) menar vidare att institutionella ägare därför tillåts agera för att maximera bolagets värde i större utsträckning än familjer och enskilda individer. Hedlund (1985) pekar även på att institutionella ägare generellt har en låg grad av riskbenägenhet. Institutioner som förvaltar andras pengar är ofta tvingade till lågt risktagande genom lagstiftning eller egna policys (Hedlund, 1985). Hur långsiktiga institutionella ägare är råder det dock skilda meningar kring. Å ena sidan menar Pedersen & Thomas (2000) att institutionella ägare antas agera långsiktigt. Å andra sidan menar Lekvall (2014) att institutionella ägare oftast inte har det långsiktiga engagemang som är önskvärt för långsiktigt goda resultat.

2.2.4.3 Sfärägande

Fristedt & Sundqvist (2009) definierar ägarsfärer som grupper av kontrollerande ägare. För att vidareutveckla denna definition kan en sfär beskrivas som företagsgrupp där ett företag innehar kontroll i flera noterade bolag, som vidare innehar kontroll i ytterligare bolag (Morck & Yeung, 2003). I ägarsfärer är kontroll av största vikt, varför kontrollägare är mycket restriktiva med att släppa in nya ägare. Detta görs enbart i de fall det finns ett behov av kapital någonstans i sfären, och dessa ägare tillåts aldrig en röstmajoritet i något av sfärens bolag (Morck & Yeung, 2003).

2.3 The Theory of the Firm

2.3.1 Post-keynesiansk teori

Lavoie (2014) inleder sin bok *Post-Keynesian Economics* med rubriken ”The need for an alternative” mot bakgrund av att post-keynesiansk teori fick ett uppsving efter finanskrisen

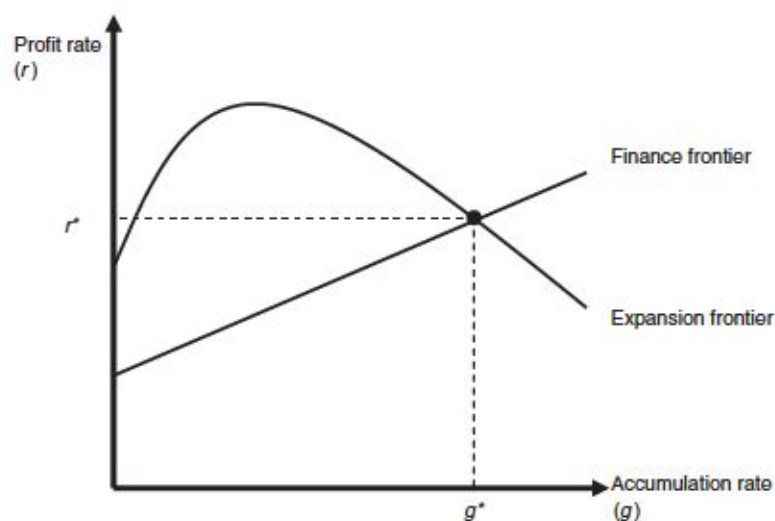
2008-2009. Post-keynesiansk teori tillhör den okonventionella heterodoxa skolan av ekonomisk teori och vidareutvecklar den makroekonomiska teori och metod som John Maynard Keynes först presenterade på 1930-talet (Lavoie, 2014). Enligt Lavoie (2014) motsätter sig post-keynesianska ekonomer (PKE) flera av de grundantaganden den etablerade eller ortodoxa skolan bygger på. Inom makroekonomisk teori kan en skiljelinje dras kring synen på hur det ekonomiska systemet fungerar (Lavoie, 2014). Lavoie (2014) menar att det på den ena sidan finns den ortodoxa skolan som anser att det ekonomiska systemet på lång sikt genom marknadskrafter är självreglerande. Vidare menar han att det på den andra sidan finns den heterodoxa skolan som motsätter sig idén om att det ekonomiska systemet är självreglerande.

Enligt Lavoie (2014) anser PKE, till skillnad från ortodoxt skolade ekonomer, att det finns interna destabiliseringskrafter i ekonomier, och att prismekanismer generellt sett inte kan motverka dessa. Detta möjliggör flera jämviktspunkter, där finanskriser och arbetslöshet kan ingå, och statlig involvering, exempelvis i form av reglering av marknaden, kan därmed krävas för att stabilisera ekonomin. Lavoie (2014) menar att PKE inte vill utesluta kapitalismen helt, då den anses ha viktiga effekter på marknadens dynamik. Däremot anser PKE ofta sträva efter ett mer humanistiskt politiskt system likt det i skandinaviska länder (Lavoie, 2014), som en medelväg mellan liberalism och socialism (Bortis, 1997).

I post-keynesiansk teori läggs fokus på stora företag på oligopolistiska marknader (Dallery, 2009). Företag antas vara prissättare, där priserna sätts utifrån ett långsiktigt perspektiv för att göra det möjligt för företagen att uppnå sina mål gällande lönsamhet och marknadsandel (Dallery, 2009; Lavoie, 2014). Att sätta rätt priser kan vara svårt då en hög vinstmarginal krävs för att kunna finansiera investeringar i verksamheten, samtidigt som en för hög vinstmarginal i sin tur kan leda till att konsumenterna anser priset vara för högt och att man därmed tappar efterfrågan (Lavoie, 2014). Företag antas, till skillnad från i neoklassisk teori, inte vara vinstmaximerande, då den information om marknaden som krävs för detta inte är tillgänglig. Företagen antas därför istället vara vinsttillfredsställande, vilket innebär att de sätter gränser för vilken vinstnivå som minst måste uppnås (Dallery, 2009). Vinsterna ska i sin tur användas för att uppnå företagets mål om överlevnad och ökad makt på marknaden, vilket kan vara svårt på en konkurrenskraftig marknad. Det bästa sättet för att uppnå dessa mål antas vara tillväxt, då det ökar företagets möjlighet att kontrollera marknaden och därmed minskar osäkerheten kring företagets framtida överlevnad (Dallery, 2009).

I post-keynesiansk teori bortser man även från att aktieägare skulle kunna ha någon möjlighet att påverka företags strategi, och antar istället att de är passiva (Lavoie, 2014). Enligt Dallery (2009) kommer denna syn på aktieägare från att post-keynesianismen utvecklades i en miljö där företags ägande till stor del var utspritt på många aktieägare. Detta medförde att den enskilda ägaren oftast inte hade tillräcklig makt för att kunna ställa krav på att just deras intressen tillfredsställs (Dallery, 2009).

2.3.2 Post-keynesianska Theory of the firm



Figur 1. Grafisk representation av den post-keynesianska *Theory of the firm* (Dallery, 2009, s. 496)

Den traditionella *Theory of the firm* introducerades under en tid då företag kontrollerades av dess ledare och strategin var tillväxtorienterad. (Lavoie, 2014). Modellen syftar till att tydliggöra hur investeringsbeslut fattas i företag, och introducerar två begränsningar som företag måste ta hänsyn till i besluten. För det första begränsas företagets investeringsvilja av *The Finance Frontier* (FF), se figur 1. I modellen antas vinst vara en förutsättning för att ett företag ska vilja investera, delvis då vinst möjliggör intern finansiering av investeringar. Höga vinster ökar även företags möjligheter till extern finansiering av investeringar, då det förbättrar företagets kreditvärdighet och gör det lättare för dem att få lån (Stockhammer, 2004). På så vis medför en ökning av vinsten även bättre förutsättningar för en ökning av investeringar. Detta förhållande representeras grafiskt av FF som visar minsta möjliga vinstnivå (r) för att nå en viss grad av ackumulering av anläggningstillgångar (g). Området

nedanför FF representerar en ohållbar situation där företaget investerar mer än vad vinstnivån egentligen tillåter. Företaget kan då bli tvunget att sälja av tillgångar för att kunna finansiera investeringen (Dallery, 2009). Området ovanför FF representerar motsatt situation där företaget istället sparar en del av vinsten för att investera vid ett senare tillfälle eller använda den till något annat än investering, såsom utdelning (Dallery, 2009).

Den andra delen i modellen, *The Expansion Frontier* (EF), ger den maximala förväntade lönsamheten vid en given nivå av investeringar (Dallery, 2009). Dess konkava utformning bygger på *Penrose-effekten* och representerar att när ett företag växer får det positiva effekter på vinstnivån upp till en viss gräns. Om företagets ackumuleringsgrad överstiger denna gräns sjunker vinstnivån igen (Stockhammer, 2004). När företaget befinner sig på EF ger företagets investeringar den avkastning som förväntades, och investeringarna antas därmed även vara lönsamma. Om företaget istället befinner sig i området under EF innebär det att företaget underpresterar, givet dess produktionskapacitet och efterfrågan på dess produkter (Dallery, 2009).

Eftersom modellen antar att företag enbart styrs av företagsledningen kommer företaget att göra sitt investeringsbeslut utifrån sin tillväxtstrategi. Företagsledningen vill maximera ackumuleringsgraden, samtidigt som de inte vill göra investeringar som inte är lönsamma. Detta innebär att de måste placera sig på både FF och EF, vilket ger en vinstnivå på r^* och en ackumuleringsgrad på g^* (Stockhammer, 2004).

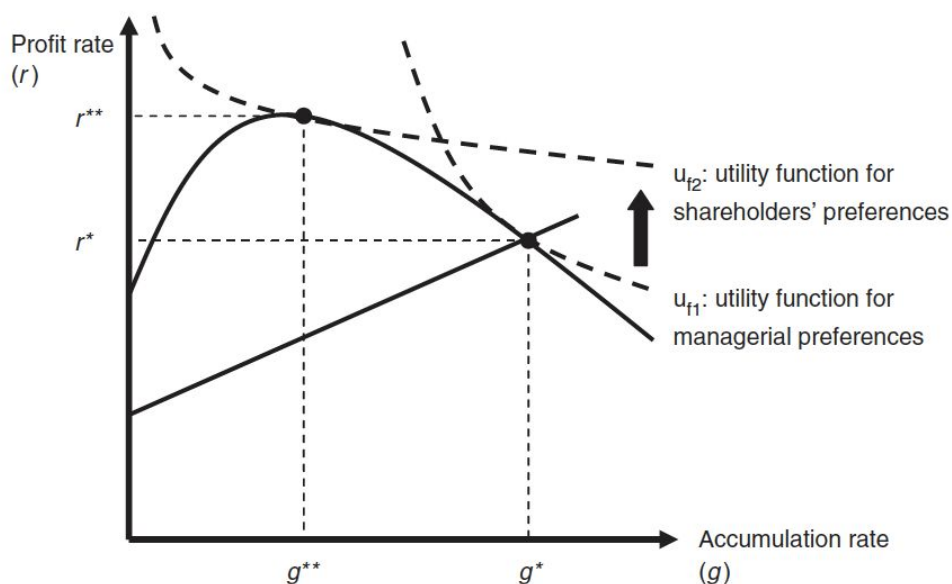
Stockhammer (2004) och Dallery (2009) menar att den post-keynesianska *Theory of the firm* var en relativt bra modell utifrån den industrikapitalism som dominerade när modellen introducerades. Sen dess har det dock skett ett skifte i den ekonomiska miljö som företag är verksamma i, och aktieägare har nu generellt mer makt i företagen. Detta leder även till att de kan ställa krav på att också deras intressen tillfredsställs och då är den modellen inte längre applicerbar. Enligt Stockhammer (2004) skapar skiftet mot finansiell kapitalism därmed behov för en ny modell som även inkorporerar finansialiseringen och att aktieägare nu antas vara i en maktposition i företagen.

2.3.3 Stockhammers Theory of the Firm

Stockhammer (2004) introducerar finansialisering i *the Theory of the Firm* genom att addera en nyttofunktion (u) som representerar hur maktkampen mellan företagsledare och aktieägare påverkar företaget och dess tillväxt. Nyttofunktionen beror på g och r , och vilken möjlighet respektive intressentgrupp har att implementera sina mål i företagets strategi:

$$u_f = u_f(g, r) = I^\alpha R^\beta \quad (1)$$

Om α är högt har företagsledningen större relativ makt gentemot aktieägarna, och strategin kommer att vara främst tillväxtorienterad, för att tillfredsställa företagsledningens mål om överlevnad. Om istället β är högt har aktieägarna relativt högre makt och strategin kommer istället att vara vinstorienterad (Dallery, 2009). Utifrån de begränsningar som sätts av FF och EF kommer vinstnivån i alla företag att vara mellan r^* och r^{**} och ackumuleringsgraden kommer att vara mellan g^* och g^{**} (se figur 2). Var företaget befinner sig mellan dessa variabler beror dock på vilken intressent som har störst makt.



Figur 2. Stockhammers *Theory of the firm* under finansialisering (Dallery, 2009, s. 500)

I ett företag där företagsledningen har störst makt kommer strategin alltså att vara tillväxtorienterad och nyttofunktionen representeras grafiskt av u_{f1} . Företaget kommer därmed

ha en relativt hög ackumuleringsgrad, som ligger närmare g^* , samtidigt som vinstnivån är förhållandevis låg, r^* .

I ett finansialiserat företag, vilket Stockhammer (2004) utgår ifrån, har dock aktieägarna störst relativ makt, vilket istället ger nyttofunktionen u_{t2} . Aktieägarnas mål antas i Stockhammers (2004) modell vara att maximera vinstnivån, vilket sker vid r^{**} . Han menar att detta i praktiken görs genom att avkastningen på sysselsatt kapital (ROCE) maximeras. Detta medför dock även att ackumuleringsgraden sjunker till att ligga närmare g^{**} . Finansialisering kommer på så vis enligt Stockhammer (2004) leda till att företags investeringar i anläggningstillgångar minskar, som följd av ett ökat fokus på vinstmaximering.

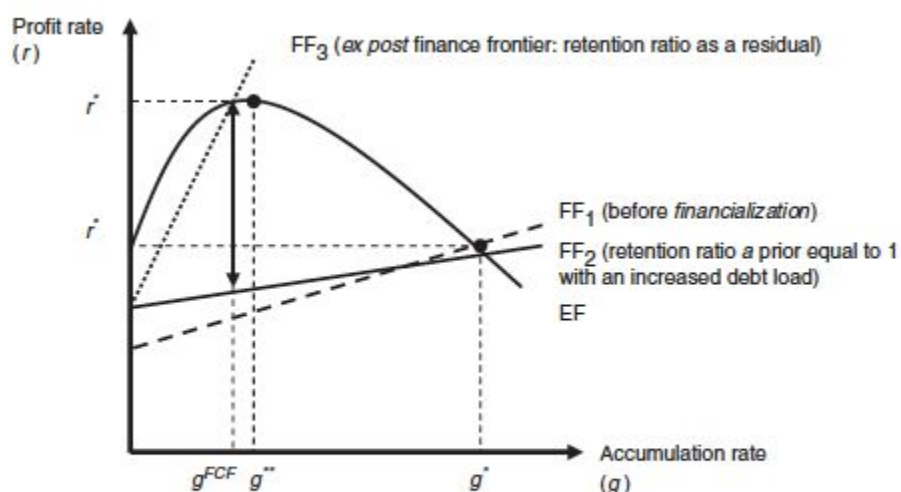
2.3.4 Dallerys *The shareholder-ruled firm*

2.3.4.1 Maximering av fritt kassaflöde

Dallery (2009) ifrågasätter de antaganden Stockhammer (2004) gör om att aktieägare endast är ute efter att maximera vinstnivån, då det innebär att de endast är intresserade av EF och inte har en åsikt kring företagets finansiella struktur. Vidare menar han att aktieägare faktiskt har åsikter kring företagets FF, då de kommer att motsätta sig finansiering genom nyemission och förespråka en högre skuldsättningsgrad för att få större hävstångseffekt på sitt satsade kapital.

I sin första modell av *The shareholder-ruled firm* resonerar Dallery (2009) kring att kortsiktiga aktieägare inte bör vara särskilt intresserade av de tillgångar de inte direkt kan göra anspråk på. Därav menar han att dessa aktieägares mål bör vara att maximera det fria kassaflödet, vilket utgörs av vinst reducerad med finansiella kostnader och investeringar. Vidare kring hur det fria utdelningsbara kapitalet allokeras menar Dallery (2009) att aktieägarna kommer förespråka utdelningar eller återköp av aktier före återbetalningar av lån. I modellen antar han att aktieägarna endast är intresserade av utdelningar. Dallery (2009) menar att när aktieägarna vill maximera det fria kassaflödet avser de maximera avkastningen på eget kapital (ROE), till skillnad från Stockhammer (2004) som antar att aktieägare vill maximera ROCE. Dallerys (2009) antagande bygger på att aktieägarna nu är villiga att öka företagets skuldsättningsgrad för att öka hävstångseffekten så länge det finns en positiv skillnad mellan vinst och kapitalkostnad.

I *The shareholder-ruled firm* är FF till en början okänd (Dallery, 2009). Detta beror på att FF bland annat avgörs av företagets retentionsgrad, alltså den andel av fritt kassaflöde som inte delas ut, vilken först kan räknas ut efter första utdelningstillfället (Dallery, 2009). I jämförelse med den traditionella *Theory of the firm* innebär detta grafiskt att FF i ett första steg blir flackare, då Dallery (2009) antar att ingen utdelning sker till en början och att retentionsgraden därmed är 1. FF kommer även att skifta uppåt, från FF_1 till FF_2 , till följd av en ökad skuldsättningsgrad. I ett andra steg bestäms FF beroende på den faktiska retentionsgraden, vilket ger ett ytterligare skifte till FF_3 . Grafiskt representeras fritt kassaflöde av skillnaden mellan vinstnivån enligt EF och vinstnivån enligt FF vid en given ackumuleringsgrad. Att maximera fritt kassaflöde, som Dallery (2009) antar vara de kortsiktiga aktieägarnas mål, innebär därmed att finna den ackumuleringsgrad där gapet mellan FF och EF är som störst (Dallery, 2009).



Figur 3. Maximering av fritt kassaflöde (Dallery, 2009, s. 508)

I modellen finner vi att den ackumuleringsgrad som maximerar kvoten mellan fritt utdelningsbart kapital och totalt kapital, g^{FCF} , skiljer sig ifrån den som maximerar vinsten (g^{**}). Drivs företaget utefter målet att maximera fritt utdelningsbart kapital kommer företagets ackumuleringsgrad att vara mindre än i både det scenario där företagsledningen drev företaget, g^* , och det som presenteras av Stockhammer (2004), g^{**} .

I denna version av *The shareholder-ruled firm* betraktas aktieägarna som “short-term

rent-seekers” (Dallery, 2009, s. 512). Aktieägarna har flera innehav och är inte intresserade av företagets långsiktiga överlevnad utan endast av kortsiktig ekonomisk kompensation, vilket medför att de kan förespråka en högre skuldsättningsgrad utan att oroa sig för företagets framtida betalningsförmåga (Dallery, 2009). Denna typ av aktieägare är främst intresserad av avkastning på sina innehav genom utdelningar (Dallery, 2009).

2.3.4.2 Maximering av företagets värde

I Dallerys (2009) andra modell av *The shareholder-ruled firm* antar han att företagets strategi är att maximera värdeskapandet för dess aktieägare genom att maximera företagets värde på aktiemarknaden. Dallery (2009) utgår från finansiell teori och härleder värdet på företaget utifrån *capital asset pricing model (CAPM)*⁶. I teorin antar han marknadsjämvtikt och härleder företagets värde som:

$$V = \sum_{t:0}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_s)^t} \quad (2)$$

Företagets värde (V) är summan av dess diskonterade framtida fria kassaflöden (FCF_t). Nuvärdesdiskonteringsräntan (r_s) är lika med avkastningen som råder vid marknadsjämvtikt. Förutsatt att fritt kassaflöde ökar i samma takt som anläggningstillgångar, och att g är lägre än r_s , kan den tidigare ekvationen skrivas om som en funktion av nuvarande fritt kassaflöde:

$$V = \frac{\Pi - I(1 + x_f - x_s - x_d) - iD}{r_s - g} \quad (3)$$

Genom att dividera denna ekvation med företagets totala kapital (K) ges företagets värde per aktie (v):

$$v = \frac{r - g(1 + x_f - x_s - x_d) - id}{r_s - g} \quad (4)$$

Denna ekvation tydliggör sambandet mellan företagets r och g . Genom att titta närmare på nämnaren i ekvation 4 ser vi att företagets g har en positiv effekt på aktiens värde. Med andra ord, om aktieägarna strävar efter företagets värdemaximering, kan de inte undgå en avvägning mellan tillväxt och vinst, trots påståenden från Stockhammer (2004) om att vinst

⁶ Finanstestetisk modell som används för att beräkna förväntad avkastning utifrån förväntad risk (McClure, 2020)

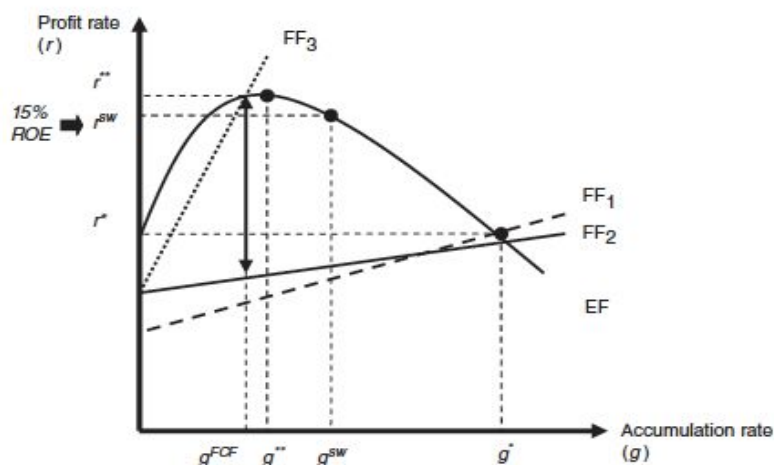
skulle vara aktieägarnas enda intresse. I detta scenario kommer företaget varken att sträva efter ackumuleringsgraden som maximerar vinstnivån (g^{**}) eller ackumuleringsgraden som maximerar kassaflödet (g^{FCF}). De kommer istället att försöka välja den ackumuleringsgrad som maximerar företagets värde på marknaden. Detta medför att företaget som avser skapa värde över tid måste ta hänsyn till ackumuleringsgraden (Dallery, 2009).

Till skillnad mot Dallerys (2009) första modell där aktieägarna hade en kort tidshorisont med sitt innehav och endast var intresserade av att maximera det fria egna kapitalet, antas aktieägare i denna andra modell eftersträva att maximera företagets värde på marknaden över en oändlig tidshorisont. Detta antagande görs till följd av att det teoretiska resonemanget baseras på CAPM där nuvärdet beräknas som summan av alla framtida kassaflöden (Dallery, 2009).

Att maximera företagets värde på marknaden kan dock vara komplicerat (Dallery, 2009). Han menar att ackumuleringsgraden som maximerar företagets marknadsvärde är mycket mer känslig än den som maximerar det fria kassaflödet. Detta då han menar att den fluktuerar kraftigt för mindre förändringar i värdet på parametrarna i ekvationen (se ekvation 4) som ger företagets värde per aktie, och särskilt värdet på standardavkastningen vid marknadsvärdet (r_s) (Dallery, 2009). Denna jämviktsavkastning definieras som avkastningen på eget kapital för ett företag (ROE) uttryckt som en funktion av avkastningstakten på en riskfri tillgång (i) plus en riskpremie (ψ) specifik för företaget (se ekvation 5) (Dallery, 2009).

$$ROE = i + \psi \times (r_s - i) \quad (5)$$

Dallery (2009) framhäver att maximeringen av företagets marknadsvärde är extremt känsligt och beroende på flertalet variabler som helt ligger utanför företagets kontroll. Han bemöter denna osäkerhet genom att anta att företaget agerar utefter en viss rationalitet. Då det är nästintill omöjligt att hitta den ackumuleringsgrad som maximerar företagets marknadsvärde menar Dallery (2009) att företaget istället för ett maximerande nöjer sig med ett tillfredställande beteende. Detta gör de genom att kommunicera ett mål som signalerar att de är villiga och avser att maximera aktieägarvärdet. I modellen antar han ett mål om ett ROE-värde på över 15 procent.



2.3.5 Hypoteser

Studier om finansialisering (Van Treeck, 2008; Orhangazi, 2008a; Davis, 2018) har visat på ett förändrat investeringsbeteende i icke-finansiella företag samt en ökning av utdelningar och kapitalvinster (Van der Zwan, 2014). Enligt Dallery (2009) är det alldeles för enkelt att anta att denna förändring kan förklaras av en ökad aktieägarorientering där aktieägares enda intresse är vinstmaximering. Han menar istället att aktieägare kan ha flera olika intressen vilka i sin tur påverkar en eventuell finansialiseringens inverkan över vilka beslut som fattas i företaget. Detta resonemang är i linje med Pedersen och Thomsen (2000) som menar att aktieägare har olika intressen vilka är nära kopplade till deras identitet. Vidare har inte alla grupper av ägare samma möjlighet eller incitament till att påverka hur bolaget styrs (Hirschman, 1970; Dvořák, 2005; Jahnke, 2019). Utifrån i referensramen presenterad teori och tidigare forskning presenteras tesen att skillnader i ägarstruktur och ägares relativa makt i och mellan ekonomier medför att finansialiseringprocessen på aggregerad och företagsnivå ser olika ut i olika kontexter.

För att konkretisera och statistiskt testa våra frågeställningar härleds följande nollhypoteser:

H1: Det finns ingen skillnad i investeringsbeteende i svenska icke-finansiella företag mellan år 2001 och år 2018.

H2: Det finns ingen skillnad i ägarkompensation i svenska icke-finansiella företag mellan år 2001 och år 2018.

H3: Skillnader i investeringsbeteende mellan år 2001 och år 2018 är inte olika hos svenska icke-finansiella företag med olika ägarstruktur.

H4: Skillnader i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018 är inte olika hos svenska icke-finansiella företag med olika ägarstruktur.

Kapitel 3 - Metod

I detta kapitel beskrivs den metod som tillämpades för att uppnå studiens syfte. Kapitlet presenterar och beskriver urvalsprocessen vid datainsamling, operationalisering av variabler samt genomförandet av de statistiska testerna för att sedan avslutas med att vi tar ett kritiskt ställningstagande gentemot studiens metod.

3.1 Val av metod

Studiens syfte uppfylldes genom att en kvantitativ metod med en deduktiv ansats tillämpades. En deduktiv ansats innebär att en studie utgår från befintliga teorier för att sedan deducera hypoteser som testas mot det empiriska materialet (Bryman & Bell, 2017). Undersökningen baserades i huvudsak på primärdata inhämtad från bolagens respektive hemsida samt databaserna Business Retriever och Holdings. De inhämtade data består av numeriska mätvärden. Hypoteserna testades genom *t*-test och variansanalys.

3.2 Definition av population

För att upptäcka eventuella förändringar över tid i icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende utgår studien från två referensår, 2001 och 2018. År 2001 valdes utifrån tillgången till tillförlitlig data samt för att undvika eventuella snedvridningseffekter under år 1999 och 2000 orsakade av IT-kraschen. År 2018 valdes då det är det senaste året med tillgänglig data för företags utdelningar som inte påverkats av corona-krisen.

Studiens population definieras som svenska företag listade på Nasdaq OMX Stockholm Small Cap, Mid Cap och Large Cap för år 2018 och motsvarande lista för år 2001. Med svenska företag avses företag vars huvudkontor är beläget i Sverige. För år 2018 motsvarar populationen 302 företag och för år 2001 motsvarar den 138 företag. Företagen kan vidare delas upp i 12 sektorer och 38 branscher (se bilaga 1).

3.2.1 Exkludering

För att ett bolag skulle ingå i studien krävdes att vissa kriterier vara uppfyllda. Vi vill bland annat undersöka huruvida det skett en förändring i investering i materiella anläggningstillgångar, som används i den egna produktionen. Undersökningen fokuserar

därmed på icke-finansiella företag med någon form av produktion av varor. Finansiella bolag samt tjänstebolag exkluderades därav från den ursprungliga populationen. Vidare exkluderades branschen bioteknik från studien efter att branschspecifika avvikelser, såsom låg eller icke-befintlig omsättning och starkt negativa resultat, upptäcktes hos bioteknikbolag. Efter exkludering återstod totalt 256 bolag från 21 branscher (se bilaga 1), 81 från år 2001 och 175 från år 2018.

3.3 Data

3.3.1 Insamling och bearbetning av data

De data som ligger till grund för studien kan kategoriseras antingen som data över bolagens finansiella situation eller data över ägarstruktur. Det övergripande tillvägagångssättet vid inhämtningen var följande:

1. Insamling av finansiell data och ägardata från respektive källa.
2. Inmatning av data i Excel.
3. Sammanställning till en för studien ändamålsenlig databas.

3.3.2 Finansiell data

För att konstruera variabler som fångar bolags investerings- och kompensationsbeteende samlades data in från koncernredovisningen i företagens årsredovisningar. Årsredovisningarna hämtades i första hand från företagens respektive hemsida och i de fall årsredovisningen från år 2001 saknades på hemsidan hämtades denna från databasen Retriever Business. Retriever Business är en databas publicerad av Retriever Sverige AB som bland annat tillhandahåller alla svenska årsredovisningar. Databasen är tillgänglig för studenter vid Lunds universitet via LUSEM Library:s hemsida. Totalt granskades 512 årsredovisningar, två per företag och år. För de företag som år 2018 och år 2019 rapporterat i dollar eller euro hämtades stängningskursen per bokslutsdagen (se bilaga 2) på Riksbankens hemsida och värdena räknades om till svenska kronor. År 2001 och 2002 rapporterade alla bolag i svenska kronor. För de bolag med brutet räkenskapsår valdes för 2001 den årsredovisning som till störst del hänförde sig till 2001. För 2018 valdes vid brutet räkenskapsår information från årsredovisningen för 2017/2018 för att undvika eventuella konsekvenser av Covid-19.

3.3.3 Ägardata

För att undersöka ifall det finns skillnader i företags beteende beroende på dess ägarstruktur hämtades ägardata för respektive bolag från databasen Holdings. Databasen publiceras av Modular Finance och tillhandahåller ägardata för bolag på svenska börsens alla listor. Tillgång till databasen beviljades via Lunds Universitet efter en ansökan där syftet till studien presenterades.

3.4 Operationalisering av variabler

3.4.1 Oberoende variabler

3.4.1.1 År

För att undersöka skillnaden i företags investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan 2001 och 2018 skapades en dummyvariabel, *Dummy_ÅR*. År 2001 kodades som 0 och år 2018 kodades som 1.

3.4.1.2 Ägarstruktur

För att mäta och kategorisera koncentrerat ägande används ofta ägarens andel av kapitalet (se exempelvis La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Stafsudd, 2009). Svensk lagstiftning tillåter aktier med olika röstvärde, vilket gör det möjligt för ägare att kontrollera ett bolag trots en mindre kapitalandel. Inspirerat av Stafsudd (2009) och Thomsen (2017) baseras ägarvariablerna därför på andel av rösträtter, i syfte att justera för eventuella snedvridningseffekter orsakade av aktiernas olika röstvärde. I linje med tidigare forskning (se exempelvis La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Thomsen, 2017) konstruerades variabeln *Dummy_KONCÄG* som en dummyvariabel, där ett företag anses ha ett koncentrerat ägande om dess största ägare innehar 20% av rösterna eller mer. Om detta inte uppfylls kategoriseras ägandet som spritt. Koncentrerat ägande kodades som 1 och spritt ägande som 0.

I syfte att undersöka huruvida det finns skillnader mellan olika typer av ägare konstruerades en kategorivariabel, *Var_ÄGTYP*. Information om företags ägartyp hämtades från Holdings. Baserat på företags ägartyp delades företagen sedan upp i grupperna familje- och individuellt ägande, institutionellt ägande och sfärägande. Vi har valt att här även inkludera statligt

ägande bland institutionella ägare då de förväntas agera på ett likvärdigt sätt. Vi valde att endast använda denna uppdelning i de fall där företagets ägande klassificeras som koncentrerat, då undersökningen berör ägares beteende. För att detta beteende ska tas hänsyn till i företaget och därmed påverka dess strategi krävs att ägaren har makt, vilket antas komma med koncentrerat ägande. Om ägaren inte är i maktposition bör ägartypen inte vara relevant och alla företag med spritt ägande placerades därför i en och samma grupp (se tabell 1). Var_ÄGTYP kodades därefter enligt tabell 1.

Var_ÄGTYP	Kod
Familj	1
Institutionella ägare	2
Sfär	3
Spritt ägande	4

Tabell 1. Kodning av Var_ÄGTYP.

Inspirerat av Khalfan & Wendt (2020) konstruerades även en variabel för att kunna identifiera ifall närvaron av en utländsk storägare påverkade beteendet i företagen. En utländsk storägare definieras som en enskild utländsk ägare som kontrollerar 10% eller mer av rösterna i ett givet företag. En dummyvariabel, Dummy_SUÄ skapades, där variabeln tog värdet 1 ifall en utländsk ägare kontrollerar 10% av rösterna eller mer och 0 om kriteriet inte uppfylldes.

3.4.2 Beroende variabler

Från investeringsverksamheten i kassaflödesanalysen hämtades företagets investeringar i respektive tillgångsslag. I de fall dessa nettoredovisades hämtades informationen från noter. Totala investeringar består av summan av företagets investeringar i de olika tillgångsslagen. Undersökningen fokuserar på investeringar i materiella och finansiella tillgångar. För att fånga eventuella förändringar mellan åren och olikheter mellan grupper av företag konstruerades två kvotvariabler:

$$Var_MATINV = \frac{\text{Investeringar i materiella anläggningstillgångar}}{\text{Totala investeringar}} \quad (6)$$

$$Var_FININV = \frac{\text{Nettoinvesteringar i finansiella anläggningstillgångar}}{\text{Totala investeringar}} \quad (7)$$

Investeringar i materiella anläggningstillgångar beräknades som summan av alla negativa kassaflöden, och eventuella positiva kassaflöden från exempelvis avyttringar ignorerades. Detta gjordes då materiella anläggningstillgångar antas införskaffas för att användas i produktionen över en längre tid och kassaflödet från t.ex. avyttringar antas därmed vara relativt litet. Däremot beräknades investeringar i finansiella anläggningstillgångar utifrån nettokassaflödet, då vi var intresserade av att fånga de investeringar som inte finansierats genom en eventuell försäljning av finansiella tillgångar, med andra ord den typ av finansiella investeringar som ökar bolagets finansiella innehav.

Information om bolagens nettoresultat hämtades från resultaträkningen och information om eventuella återköp av aktier hämtades från avsnittet förändring i eget kapital. För att säkerställa att den faktiska utdelningen för året användes i undersökningen, och inte den av styrelsen föreslagna, samlades data in för respektive företag för referensåren, år 0, och data om eventuell utdelning hämtades från årsredovisningen året efter referensåret, år 1. För att mäta och fånga eventuella förändringar i företagets beteende gällande ägarkompensation skapades en tredje kvotvariabel:

$$Var_ÄGKOMP = \frac{Total\ utdelning + totala\ aktieåterköp}{Nettoresultat} \quad (8)$$

3.5 Kvantitativ dataanalys

3.5.1 *t*-test

H1 och H2 testades genom *independent samples t-tests*, vilka används för att undersöka huruvida det finns skillnader i medelvärde mellan två oberoende grupper (Bryman & Cramer, 2011). I vårt fall ville vi testa huruvida det finns skillnader i medelvärdet för våra tre oberoende variabler, Var_ÄGKOMP, Var_MATINV och Var_FININV, mellan år 2001 och år 2018.

t-testet gör detta genom att jämföra skillnaden mellan de två årens medelvärden med skillnadens standardfel (se ekvation 9), (Bryman & Cramer, 2011).

$$t = \frac{\text{medelvärde 2001} - \text{medelvärde 2018}}{\text{standardfel för skillnad i medelvärde}} \quad (9)$$

Eftersom vi i detta fall inte känner till standardfelet måste det istället uppskattas. Standardfelet beror på huruvida skillnaden i varians mellan de två grupper är statistiskt signifikant, vilket testas med Levenes test (Bryman & Cramer, 2011). Signifikans representeras av ett p-värde på 0,05 eller mindre. I de fall där variansen är signifikant uppskattas standardfelet utifrån ett antagande om olika varianser grupperna emellan, medan det annars antas att varianserna är lika. Vilket antagande som görs här påverkar i sin tur vilket resultat *t*-testet ger (Bryman & Cramer, 2011).

I tolkningen av *t*-testet gjordes främst en analys av p-värdet för att avgöra huruvida skillnaden mellan de två årens medelvärde är signifikant (Bryman & Cramer, 2011). Om p-värdet är 0,05 eller mindre kan vi med god säkerhet säga att det finns en skillnad mellan åren för den testade beroende variabeln. Totalt gjordes tre *t*-test.

3.5.2 Variansanalys

Hypotes 3 och 4 handlar om huruvida skillnaden i företags investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan 2001 och 2018 ser olika ut beroende på företags ägarstruktur. Vi är alltså intresserade av att se huruvida den påverkan variabeln år har på de beroende variablerna skiljer sig mellan företag med olika ägarstruktur. En *interaktionsfaktor* finns när effekten på en beroende variabel, exempelvis ägarkompensation, inte är densamma under alla förhållanden för den andra variabeln, år (Bryman & Cramer, 2011). Olika förhållanden skulle i vårt fall vara olika ägarstrukturer. Huruvida en sådan interaktionsfaktor finns skulle kunna undersökas grafiskt, men för att veta om en eventuell skillnad är signifikant måste den även testas statistiskt (Bryman & Cramer, 2011). För att testa denna skillnad användes därmed en variansanalys med en interaktionsfaktor. Var och en av de tre beroende variablerna testades mot faktorerna år och var och en av de tre olika ägarstruktursvariablerna, samt en interaktionsfaktor som kombinerade år och ägarstruktur. Exempelvis testades materiella investeringar mot Dummy_ÅR, Var_ÄGTYP och Dummy_ÅR*Var_ÄGTYP. Totalt gjordes nio variansanalyser.

En variansanalys består av ett antal statistiska tester som undersöker om variansen mellan grupper skiljer sig signifikant från variansen inom grupper, exempelvis variansen i

Var_MATINV mellan år 2001 och år 2018 (Bryman & Cramer, 2011). Variansen inom gruppen, även kallad förklarad varians, räknas ut genom att jämföra de olika gruppernas individuella medelvärden med det totala medelvärdet. Variansen inom grupper, även kallad slumpmässig varians, räknas istället ut genom att jämföra de individuella värdena inom en grupp med gruppens medelvärde. För att undersöka förhållandet mellan de två varianserna beräknas ett F -värde, enligt ekvation 10.

$$F = \frac{\text{uppskattad varians mellan grupper}}{\text{uppskattad varians inom grupper}} \quad (10)$$

Om variansen mellan grupper är betydligt större än den inom grupper kommer det att resultera i ett högt F -värde, vilket antyder att skillnaderna mellan gruppernas medelvärden troligen inte bara är slumpmässiga (Bryman & Cramer, 2011). För att faktiskt kunna uttala sig om huruvida det faktiskt går att påvisa någon skillnad mellan gruppernas medelvärde måste man dock även titta på F -värdets signifikans. För att skillnaden ska vara signifikant ska p -värdet vara högst 0,05, vilket innebär att nollhypotesen kan förkastas med 95% säkerhet.

Variansen inom grupper antas ofta kunna hänföras till mätnings- eller metodfel, men den kan även bero på andra faktorer som helt enkelt inte tagits hänsyn till i variansanalysen (Bryman & Cramer, 2011). Detta medför att den slumpmässiga variansen kommer att innehålla både varians på grund av fel och varians på grund av andra faktorer, och att den slumpmässiga variansen därmed lätt överskattas (Bryman & Cramer, 2011). Genom att introducera flera faktorer i variansanalysen kan dock risken för detta minskas, då de faktorerna därmed kan elimineras från den slumpmässiga variansen (Bryman & Cramer, 2011). Exempelvis kan det handla om att testa materiella Var_MATINV mot både år och VAR_ÄGTYP. Vi kan då förklara de skillnader i medelvärde som uppkommer till följd av år och ägartyp, och även de skillnader som kan uppkomma till följd specifika kombinationer av dessa två oberoende variabler.

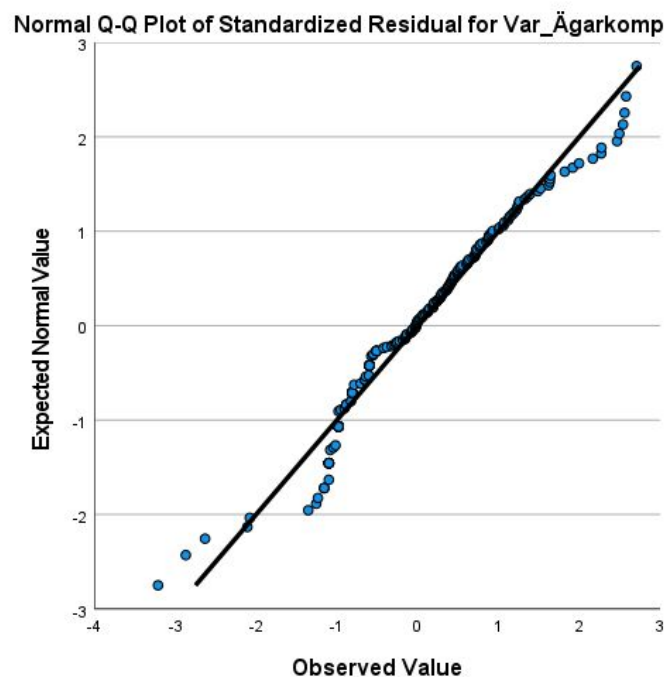
3.5.3 Robusthet

För att säkerställa testernas robusthet kontrollerades först det insamlade datamaterialet för outliers. Eftersom datamaterialet endast omfattade två specifika år uppstod en risk att avvikande beteende exempelvis utdelning till ägare efter en försäljning av ett dotterbolag snedvrider resultatet. För att få ett så rättvisande resultat som möjligt eliminerades eventuella

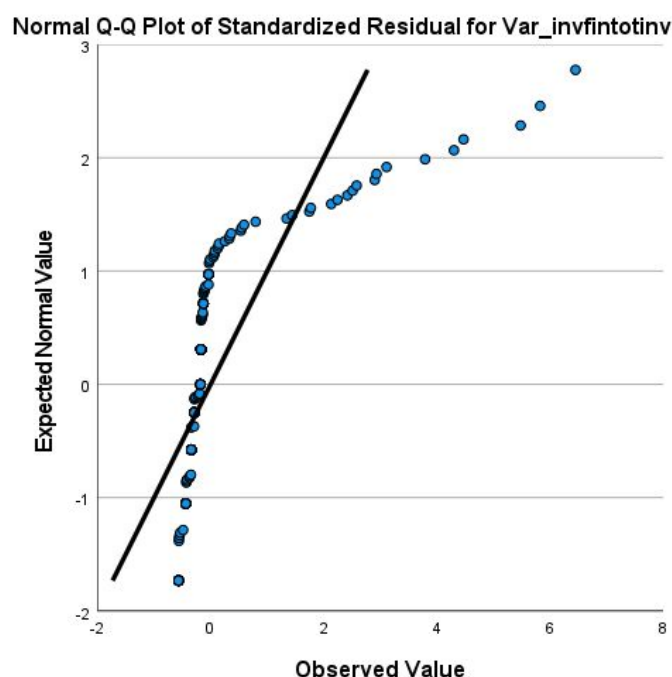
outliers i Var_ÄGKOMP då variabelns natur tillät stort avvikande värden, både positiva och negativa. För Var_MATINV och Var_FININV gjordes ingen analys av outliers. Eftersom de består av en kvot där täljaren utgörs av en viss typ av investering och nämnaren av totala investeringar kan de endast anta värden mellan 0 och 1, där både 0 och 1 är relativt vanliga värden, och vi ansåg därmed att risken för outliers som starkt påverkade resultatet var liten.

Outliers beräknades utifrån kvartilavståndet (IQR), vilket är avståndet mellan den första kvartilen (Q_1) och den tredje kvartilen (Q_3). Det ger alltså ett mått på hur stor spridningen är mellan de 50 procent av observationerna som ligger i mitten av alla observationer. En observation räknades som en outlier om den antingen hade ett värde större än $Q_3 + 1,5 \times IQR$ eller ett värde mindre än $Q_1 - 1,5 \times IQR$. Om ett av kriterierna uppnåddes eliminerades den observationen. Totalt identifierades och eliminerades 18 observationer inom Var_ÄGKOMP som outliers.

Både t -test och variansanalyser utgår från antaganden om att residualerna i datamaterialet är normalfördelade (Bryman & Cramer, 2011). För att undersöka i vilken grad detta antagande faktiskt uppfylls i våra tester kontrollerades materialets normalfördelning. Kontrollen utfördes grafiskt, genom att skapa en *Quantile-Quantile (Q-Q) plot* utifrån residualerna.



Figur 5. Relativt normalfördelade residualer



Figur 6. Ej normalfördelade residualer

Om residualerna är perfekt normalfördelade följer alla punkter i Q-Q-plotten den heldragna linjen. I verkligheten är perfekt normalfördelade residualer i princip obefintliga, och denna bedömning handlar därför snarare om att avgöra i vilken grad residualerna följer den heldragna linjen. För de flesta av våra tester liknade Q-Q-plotten den som presenteras i figur 5. Majoriteten av punkterna ligger relativt nära den heldragna linjen, och residualerna antas därmed vara tillräckligt normalfördelade för att ge ett tillförlitligt resultat. De Q-Q-plottar som gjordes för Var_FININV såg dock ut som den i figur 6, där många punkter avviker avsevärt från den heldragna linjen. I dessa fall kan inte residualerna längre antas vara normalfördelade, vilket generellt i parametriska tester kan öka riskerna för att en sann nollhypotes förkastas (Glass, Peckham & Sanders, 1972). Dock har studier visat att risken för att detta skulle ske i just variansanalyser är relativt liten (Glass, Peckham & Sanders, 1972; Harwell, Rubinstein, Hayes & Olds, 1992; Lix, Keselman & Keselman, 1996). Vi anser därmed att det, trots de ej normalfördelade residualerna, är rimligt att använda variansanalyser även i dessa fall.

3.6 Hypotesprövning

För att kunna dra slutsatser utifrån insamlat datamaterial testades t -testen och variansanalyserna genom hypotesprövning. Utifrån resultaten från t -testen och variansanalyserna antingen accepterades eller förkastades nollhypoteserna. Hypotesernas trovärdighet testades genom att analysera signifikansnivån.

Vid en hypotesprövning kan det uppstå typ I- och typ II-fel (Körner & Wahlgren, 2015). Typ I-fel innebär att en sann nollhypotes förkastas. Sannolikheten för att en sann nollhypotes förkastas framgår av signifikansnivån (Körner & Wahlgren, 2015). För att försöka undvika ett typ I-fel antog vi ett konfidensintervall på 95 procent, det vill säga, en signifikansnivå på 5 procent. Om hypotesernas signifikansnivå inte överstiger 5 procent antas de vara statistiskt säkerställda (Körner & Wahlgren, 2015). Utöver detta används även en signifikansnivå som inte överstiger 1 procent som en indikator på stark signifikans och en signifikansnivå som inte överstiger 10 procent som en indikator på svag signifikans (Körner & Wahlgren, 2015).

Vidare innebär ett typ II-fel att en falsk nollhypotes inte förkastas (Körner & Wahlgren, 2015). Typ II-fel orsakas främst av att variansen i resultaten är för hög, vilket främst sker vid ett lågt antal observationer (Körner & Wahlgren, 2015). Vi anser att vårt antal observationer är relativt högt då det i alla tester överstiger 200, och att risken för typ II-fel därmed är låg.

3.7 Metoddiskussion

3.7.1 Metodkritik

När en studie tillämpar en kvantitativ metod följer naturligt ett antal risker. Eftersom den finansiella data som samlades in endast omfattar två år har vi under studiens gång noterat avvikande mätvärden. Hur dessa hanterades beskrivs tidigare, i avsnitt 3.5.3. Att exkludera outliers kan i detta fall innebära en risk för att ett visst ägarkompensationsbeteende förbises. Ett alternativt tillvägagångssätt som skulle säkerställa att dessa outliers representerar ett mer generaliserbart avvikande beteende hade varit att basera mätvärdena på ett snitt av flera års mätvärden. Exempelvis att jämföra snittvärdet för år 2000, 2001 och 2002 mot snittvärdet för år 2016, 2017 och 2018. Ett sådant förfarande skulle även möjliggöra en starkare validitet och grund för uttalande om studiens generaliserbarhet.

De statistiska tester som används i studien bygger på ett antagande om oberoende grupper. I de fall samma företag observerats båda åren komprometteras antagandet om detta antagande. Vi menar dock att en 16 års skillnad mellan referensåren 2001 och 2018 trots allt, gör att grupperna är att betrakta som oberoende.

I populationen har vi noterat en skillnad i antal observationer för de båda referensåren, 81 för 2001 och 175 för 2018. Skillnaden beror på att det år 2001 inte fanns fler företag som omfattades av studiens kriterier och definition av populationen.

3.7.2 Reliabilitet och replikerbarhet

Reliabilitet syftar till följdriktighet, överensstämmelse och pålitlighet i studiens mätningar (Bryman & Bell, 2017). Studien eftersträvar en hög reliabilitet, varför vi under studiens gång reflekterat över, de av Bryman och Bell (2017), beskrivna innebörderna av begreppet reliabilitet. Tillförlitlighet och en replikerbarhet i studien utifrån tillämpad metod är centralt för att uppnå en hög reliabilitet (Bryman & Bell, 2017). Med detta menas att studien bör frambringa samma resultat oberoende av vem som utför testerna, och oberoende av när testerna genomförs, förutsatt att förhållandena i övrigt är lika. Våra mätningar baserades på data som är konstant över tid, vilket indikerar en viss tillförlitlighet och replikerbarhet då måtten inte fluktuerar. Det betyder i sin tur att studiens resultat förväntas se likadana ut oberoende av när studien genomförs. Författarna anser vidare att det var av stor vikt att inte med egna tolkningar påverka de data som insamlades, utan att istället anta ett neutralt förhållningssätt.

Det är även av stor betydelse att källorna är tillförlitliga då studien baseras både på primär- och sekundärdata. De data som ligger till grund för studien är framtagen ur publicerade årsredovisningar samt ur databasen Holdings, som samlar och presenterar ägardata över svenska börsnoterade bolag.

Under arbetet med undersökningen genomfördes med jämna mellanrum stickprov för att testa datamaterialet mot vår originaldata. Detta gjordes för att upprätthålla reliabilitet samt minska risken för fel orsakade av den mänskliga faktorn. Författarna anser att studien håller en hög grad av tillförlitlighet, baserat på det material som ligger till grund för studien.

3.7.3 Validitet

Mättningsvaliditet är, enligt Bryman och Bell (2017), ett av de viktigaste forskningskriterierna. Validitet handlar om bedömningen av huruvida studiens slutsatser hänger ihop med studiens undersökning eller inte (Bryman & Bell, 2017). Hög validitet i detta avseende betyder alltså att studien mäter det som författarna ämnar mäta och därmed är validitet ett mått på giltigheten i studiens resultat (Bryman & Bell, 2017). I denna studie undersöktes i vilken utsträckning svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende har förändrats samt vilka effekter bolagens ägartyp har på hur företagets investerings- och ägarkompensationsbeteende förändras. Validiteten i denna studie beror på hur väl det som mäts besvarar dessa frågeställningar.

Något som skulle kunna påverka studiens validitet är att den oberoende variabeln Var_ÄGTYP bygger på en klassificering gjord av Holdings, och därmed utgår från sekundärdata. Detta innebär en risk för subjektivitet. Dock är klassificeringen allmänt accepterad och välanvänd inom forskningsområdet bolagsstyrning (se exempelvis Stafsudd, 2009). Därav bedöms risken för subjektivitet som låg.

Ytterligare en faktor som skulle kunna påverka studiens validitet är utformningen av hypoteserna i förhållande antalet tester. I denna studie genomfördes totalt 12 tester, 3 *t*-test och 9 variansanalyser. De fyra hypoteserna bygger på generella begrepp och alla utom en hypotes provas utifrån fler än ett test. Ju fler tester som görs, desto större är sannolikheten för att nollhypotesen förkastas. Det är därmed av stor vikt att vi som författare är medvetna om hypotesernas generella natur, och i analys och slutsats har i åtanke att en liten, men signifikant skillnad i ett test kan leda till att en hel hypotes förkastas.

För att säkerställa studiens validitet baseras studiens referensram och operationaliseringar på ofta citerade artiklar skrivna av välrenommerade författare. Artiklarna har hämtats från Lunds universitets databaser och bibliotek, samt Google Books. Vi bedömer studiens validitet som god.

Kapitel 4 - Empiriska resultat

I detta kapitlet sammanställs och presenteras beskrivande statistik och studiens empiriska resultat. Vidare presenteras utfallet från hypotesprövningen

4.1 Resultat från t-test

4.1.1 Beskrivande statistik

Beskrivande statistik, såsom antal observationer, medelvärde och standardavvikelse är av stor vikt när det kommer till att förstå de viktigaste dragen i insamlat material. I tabell 2 presenteras den beskrivande statistik som är relevant för de utförda *t*-testen.

Variabel	År	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Var_ÄGKOMP	2001	73	0,22661	0,330183	0,03865
	2018	165	0,35195	0,3484	0,02712
Var_MATINV	2001	81	0,73583	0,302696	0,03363
	2018	175	0,44878	0,354071	0,02677
Var_FININV	2001	81	0,02435	0,075084	0,00834
	2018	175	0,04472	0,148216	0,0112

Tabell 2. Beskrivande statistik för *t*-test

4.1.2 Sammanställning av resultat från t-test

Ett urval av den mest relevanta informationen från de tre utförda *t*-testen presenteras nedan, i tabell 3, och fullständigt resultat presenteras i bilaga 3.

Variabel	Equal variances	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	95% Confidence Lower	Upper
Var_FININV	No	5,401	0,021	-1,458	252	0,146	-0,048	0,007
Var_MATINV	No	9,771	0,002	6,678	180	0,000	0,202	0,372
Var_ÄGKOMP	Yes	0,115	0,735	-2,600	236	0,010	-0,220	-0,030

Tabell 3. Sammanställda resultat från *t*-test

4.1.3 Resultat från statistisk hypotesprövning

4.1.3.1 Hypotes 1

Gällande den beroende variabeln Var_FININV är p -värdet 0,146 (se tabell 3), vilket innebär att kriteriet för statistisk signifikans inte uppfylls. Vi kan alltså inte påvisa någon signifikant skillnad i finansiella investeringar mellan år 2001 och år 2018. p -värdet är förvisso relativt lågt, och det skulle därmed kunna finnas en tendens till en skillnad åren emellan, men detta är inget som kan bekräftas.

Gällande den beroende variabeln Var_MATINV är p -värdet 0,000 (se tabell 3), vilket uppfyller kriteriet för stark statistisk signifikans. Därmed finns det en skillnad, som är starkt signifikant, i materiella investeringar mellan år 2001 och år 2018. t -värdet är positivt, 6,778, vilket indikerar att medelvärdet för materiella investeringar har sjunkit från år 2001 till år 2018.

Utifrån dessa resultat kan vi därmed förkasta hypotes 1, och konstatera att det finns en skillnad i svenska icke-finansiella företags investeringsbeteende mellan år 2001 och år 2018. Denna skillnad är dock endast statistiskt signifikant när det gäller materiella investeringar.

4.1.3.2 Hypotes 2

Gällande den beroende variabeln Var_ÄGKOMP är p -värdet 0,010 (se tabell 3), vilket uppfyller kriteriet för stark statistisk signifikans. Vi kan därmed förkasta hypotes 2, och konstatera att det finns en skillnad, som är starkt signifikant, i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018. Ett negativt t -värde på -2,600 indikerar att medelvärdet för Var_ÄGKOMP har ökat från år 2001 till år 2018.

4.2 Resultat från variansanalys

4.2.1 Beskrivande statistik

Beskrivande statistik relevant för variansanalyserna, i form av medelvärde och antal observationer presenteras nedan, i tabell 4, 5 och 6. Varje tabell sammanfattar resultat från 3 variansanalyser.

Variabel	Grupp	År	Variabel					
			Var_FININV		Var_MATINV		Var_ÄGKOMP	
			Mean	Valid N	Mean	Valid N	Mean	Valid N
Dummy_KONCÄG	Sprit ägande	2001	0,03	30	0,72	30	0,21	28
		2018	0,03	63	0,42	63	0,36	62
	Koncentrerat ägande	2001	0,02	51	0,74	51	0,24	45
		2018	0,05	112	0,46	112	0,35	103
	<i>Totalt</i>				256		256	238

Tabell 4. Beskrivande statistik för variansanalyser utifrån Dummy_KONCÄG

Variabel	Grupp	År	Variabel					
			Var_FININV		Var_MATINV		Var_ÄGKOMP	
			Mean	Valid N	Mean	Valid N	Mean	Valid N
Dummy_SUÄ	Utländsk storägare saknas	2001	0,03	73	0,75	73	0,24	68
		2018	0,05	140	0,44	140	0,35	133
	Utländsk storägare	2001	0,00	8	0,60	8	0,00	5
		2018	0,04	35	0,49	35	0,37	32
	<i>Totalt</i>				256		256	238

Tabell 5. Beskrivande statistik för variansanalyser utifrån Dummy_SUÄ

Variabel	Grupp	År	Variabel					
			Var_FININV		Var_MATINV		Var_ÄGKOMP	
			Mean	Valid N	Mean	Valid N	Mean	Valid N
Var_ÄGTYP	Familj	2001	0,00	13	0,61	13	0,18	10
		2018	0,04	41	0,45	41	0,38	35
	Institutionell ägare	2001	0,02	17	0,81	17	0,30	15
		2018	0,07	30	0,39	30	0,28	28
	Sfär	2001	0,02	20	0,75	20	0,22	18
		2018	0,06	42	0,51	42	0,40	41
	Sprit ägande	2001	0,04	31	0,74	31	0,21	30
		2018	0,02	62	0,43	62	0,34	61
	<i>Totalt</i>				256		256	238

Tabell 6. Beskrivande statistik för variansanalyser utifrån Var_ÄGTYP

4.2.2 Sammanställning av resultat från variansanalys

Ett urval av den mest relevanta informationen från de nio variansanalyser som gjorts presenteras nedan, i tabellerna 7, 8 och 9. Varje tabell återger resultat av 3 variansanalyser.

Oberoende variabel	Beroende variabel					
	Var_FININV		Var_MATINV		Var_ÄGKOMP	
	F	Sig.	F	Sig.	F	Sig.
Dummy_ÅR	0,829	0,363	37,546	0	6,862	0,009
Dummy_KONCÄG	0,323	0,57	0,49	0,485	0,062	0,803
Dummy_ÅR* Dummy_KONCÄG	0,596	0,441	0,044	0,834	0,192	0,662

Tabell 7. Sammanställning av resultat av variansanalyser utifrån Dummy_KONCÄG

Oberoende variabel	Beroende variabel					
	Var_FININV		Var_MATINV		Var_ÄGKOMP	
	F	Sig.	F	Sig.	F	Sig.
Dummy_ÅR	1,091	0,297	9,056	0,003	7,523	0,007
Dummy_SUÄ	0,45	0,503	0,551	0,459	1,669	0,198
Dummy_ÅR* Dummy_SUÄ	0,105	0,746	1,926	0,166	2,337	0,128

Tabell 8. Sammanställning av resultat av variansanalyser utifrån Dummy_SUÄ

Oberoende variabel	Beroende variabel					
	Var_FININV		Var_MATINV		Var_ÄGKOMP	
	F	Sig.	F	Sig.	F	Sig.
Dummy_ÅR	2,508	0,115	34,819	0	5,482	0,02
Var_ÄGTYP	0,243	0,866	0,67	0,571	0,149	0,93
Dummy_ÅR* Var_ÄGTYP	0,927	0,428	1,209	0,307	0,839	0,474

Tabell 9. Sammanställning av resultat av variansanalyser utifrån Var_ÄGTYP

4.2.3 Resultat från statistisk hypotesprövning

4.2.3.1 Hypotes 3

För att testa hypotes 3 gjordes variansanalyser med Var_INVFIN och Var_INVMAT som beroende variabler. Variansanalyserna testades med år och var och en av de tre ägarstruktursvariablerna som oberoende variabler, samt en interaktionsfaktor. Hypotes 3 testades därmed med totalt sex variansanalyser.

I variansanalysen med oberoende variabler Dummy_KONCÄG och Dummy_ÅR, och beroende variabel Var_INVFIN var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,441 (se tabell 7), vilket inte uppfyller kriteriet för statistisk signifikans. Därmed kan vi konstatera att eventuella skillnader i finansiella investeringar mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag med koncentrerat ägande jämfört med företag med spritt ägande. I variansanalysen med samma oberoende variabler, men med beroende variabel Var_INVMAT var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,834 (se tabell 7). Detta uppfyller inte heller kriteriet för statistisk signifikans, och vi kan därmed konstatera att skillnader i materiella investeringar mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag med koncentrerat ägande jämfört med företag med spritt ägande.

I variansanalysen med oberoende variabler Dummy_SUÄ och Dummy_ÅR, och beroende variabel Var_INVFIN var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,746 (se tabell 8), vilket inte uppfyller kriteriet för statistisk signifikans. Därmed kan vi konstatera att eventuella skillnader i finansiella investeringar mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag utan utländsk storägare jämfört med företag med utländsk storägare. I variansanalysen med

samma oberoende variabler, men med beroende variabel Var_INVMAT var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,166 (se tabell 8). Detta uppfyller inte heller kriteriet för statistisk signifikans, och vi kan därmed konstatera att eventuella skillnader i materiella investeringar mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag utan utländsk storägare jämfört med företag med utländsk storägare.

I variansanalysen med oberoende variabler Var_ÄGTYP och Dummy_ÅR, och beroende variabel Var_INVFIN var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,428 (se tabell 9), vilket inte uppfyller kriteriet för statistisk signifikans. Därmed kan vi konstatera att eventuella skillnader i finansiella investeringar mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag med olika ägartyp. I variansanalysen med samma oberoende variabler, men med beroende variabel Var_INVMAT var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,307 (se tabell 9). Detta uppfyller inte heller kriteriet för statistisk signifikans, och vi kan därmed konstatera att eventuella skillnader i materiella investeringar mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag med olika ägartyp.

Mot bakgrund av dessa sex variansanalyser kan vi acceptera hypotes 3. Skillnader i investeringsbeteende mellan år 2001 och år 2018 är alltså inte signifikant olika hos svenska icke-finansiella företag med olika ägarstruktur.

4.2.3.2 Hypotes 4

För att testa hypotes 4 gjordes variansanalyser med Var_ÄGKOMP som beroende variabel, och med år, var och en av de tre ägarstruktursvariablerna som oberoende variabler, samt en interaktionsfaktor. Hypotes 4 testades därmed med tre variansanalyser.

I variansanalysen med Dummy_KONCÄG var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,662 (se tabell 7), vilket inte uppfyller kriteriet för statistisk signifikans. Därmed kan vi konstatera att eventuella skillnader i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag med koncentrerat ägande jämfört med företag med spritt ägande.

I variansanalysen med Dummy_SUÄ var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,128 (se tabell 8), vilket inte uppfyller kriteriet för statistisk signifikans. Därmed kan vi konstatera att eventuella skillnader i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag utan utländsk storägare jämfört med företag med utländsk storägare.

I variansanalysen med Var_ÄGTYP var p -värdet för interaktionsfaktorn 0,474 (se tabell 9), vilket inte uppfyller kriteriet för statistisk signifikans. Därmed kan vi konstatera att eventuella skillnader i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018 inte är signifikant olika hos företag med olika ägartyp.

Mot bakgrund av dessa tre variansanalyser kan vi acceptera hypotes 4. Skillnader i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018 är alltså inte signifikant olika hos svenska icke-finansiella företag med olika ägarstruktur.

Kapitel 5 - Analys

I kapitel fem analyseras resultaten från de statistiska testerna i ljuset av tillämpad teori samt tidigare forskning.

5.1 Generellt om resultaten

t-testen visade på en generell, statistiskt signifikant skillnad i de undersökta bolagens investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan år 2001 och år 2018. Detta indikerar att det faktiskt har skett en förändring i svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan dessa år.

Variansanalyserna visade däremot att varken skillnader i investeringsbeteende eller ägarkompensation är signifikant olika i företag med olika ägartyp. Förvisso skiljde sig medelvärdena för de beroende variablerna mellan företag med olika ägartyp, men ingen av variansanalyserna visade på en statistiskt signifikant interaktionsfaktor mellan år och ägarstruktursvariabel. Detta indikerar att det inte verkar spela någon roll vilken ägarstruktur ett företag har när det gäller skillnaden i investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan år 2001 och år 2018.

5.2 Hypotes 1

t-testen visar att det finns en skillnad i investeringsbeteende i svenska icke-finansiella företag mellan år 2001 och år 2018. Att en sådan skillnad kan konstateras beror på den starkt signifikanta skillnaden i Var_INVMAT mellan år 2001 och år 2018. *t*-värdet är positivt, vilket innebär att medelvärdet för Var_INVMAT är högre 2001 än 2018.

Detta fynd är i linje med de resultat som presenteras av Van Treeck (2008), Orhangazi (2008a) och Davis (2018) samt de resultat som presenteras av Stockhammer (2004) gällande USA och Frankrike. Våra resultat skulle därmed kunna indikera att svenska icke-finansiella företag följer samma trend av minskande investeringar i materiella anläggningstillgångar som tidigare konstaterats i framför allt USA, trots stora skillnader i ländernas traditionella ägarstruktur. Detta är intressant då det talar emot det resonemang Davis (2017) för gällande vikten av vilken kontext studier av aktieägarvärde och finansialisering utförs i.

t-testet av Var_INVFIN visar däremot inte att det finns någon signifikant skillnad i medelvärdet för Var_INVFIN mellan år 2001 och år 2018. *p*-värdet är dock 0,146 (se tabell 3), vilket är relativt lågt. Med dess negativa *t*-värde kan vi därmed fundera över huruvida det kan finnas en tendens till en skillnad i medelvärdet för Var_INVFIN mellan 2001 och 2018. Om vi studerar de två medelvärdena (se tabell 2), kan vi se att medelvärdet ökar med cirka 84 procent från 2001 till 2018. Dock är även standardavvikelsen betydligt högre 2018 än 2001, vilket kan vara anledningen till att skillnaden inte är signifikant.

En eventuell tendens skulle kunna kopplas till de resonemang som Orhangazi (2008a, b) och Demir (2007, 2009a) för angående investeringar i materiella och finansiella tillgångar. Om en skillnad i medelvärde faktiskt föreligger skulle den kunna bero på att företagen upplever att vinstnivån för materiella investeringar sjunkit relativt vinstnivån för finansiella anläggningstillgångar, och att företag då istället väljer att investera i finansiella anläggningstillgångar. Då vi redan konstaterat att medelvärdet för materiella investeringar signifikant sjunkit från 2001 till 2018 är det en möjlig förklaring till våra resultat.

5.3 Hypotes 2

t-testet av variabeln Var_ÄGKOMP visade på en skillnad, som är statistiskt signifikant, mellan år 2001 och år 2018. Det negativa *t*-värdet visar att medelvärdet för Var_ÄGKOMP är högre för år 2018 än för år 2001. Detta kan vidare tolkas som att ägarkompensationen i relation till nettoresultatet i svenska icke-finansiella företag generellt var högre 2018 än 2001.

Lazonick och Sullivan (2000) menar att det finansialiserade företaget fördelar sina vinstmedel till aktieägarna, i form av utdelning och aktieåterköp. Utifrån detta kan den i vår studie påvisade ökning av ägarkompensationen från 2001 till 2018 vara en indikation på att svenska icke-finansiella företag skulle ha sett en ökad grad av finansialisering mellan dessa år. En möjlig förklaring till varför en sådan utveckling av ägarkompensation går att se är en generell ökad orientering mot aktieägarvärde i företagens bolagsstyrning.

5.4 Hypotes 3

5.4.1 *Analys av resultat*

De utförda variansanalyserna visade ingen signifikans för att skillnader i investeringsbeteende mellan år 2001 och år 2018 skulle vara olika hos företag med olika ägarstruktur, varken för Var_MATINV eller Var_FININV. Gällande interaktionsfaktorns p -värde var det i majoriteten av fallen högt, då det i fem av totalt sex variansanalyser översteg 0,3. Därmed kan vi i dessa fall inte diskutera någon generell tendens, även om medelvärdena förvisso skiljer sig mellan företag med olika ägarstruktur.

För interaktionsfaktorn Dummy_ÅR*Dummy_SUÄ är dock p -värdet 0,166 (se tabell 8) när det gäller Var_MATINV. Det skulle därmed kunna konstateras att en viss tendens till skillnad är möjlig, där skillnaden i medelvärde mellan 2001 och 2018 skulle vara större i företag utan utländsk storägare. Vidare var det observerade medelvärdet hos företag med utländsk storägare år 2001 15 procentenheter högre än för företag utan utländsk storägare, medan det 2018 istället var 5 procentenheter lägre (se tabell 5). Skillnaden mellan företag med och företag utan utländsk storägare var därmed större 2001 än den var 2018. Viktigt att notera här är att antalet observationer med utländsk storägare 2001 endast var 8 (se tabell 8), vilket gör medelvärdet mer känsligt för stora skillnader mellan observationernas värden. Att det såg ut på detta vis var utom vår kontroll, då det helt enkelt inte fanns fler företag med utländsk storägare 2001. Det gör dock att det är svårt att veta huruvida denna tendens till en skillnad i medelvärde beror på att det faktiskt finns en skillnad, eller om det enbart är ett resultat av det låga antalet observationer med utländsk storägare 2001.

5.4.2 *Diskussion utifrån referensram*

Givet att den identifierade generella skillnaden i investeringsbeteende i svenska icke-finansiella företag mellan 2001 och 2018 beror på framväxten av en orientering mot aktieägarvärde i dessa företag kan vi konstatera att denna skillnad inte är beroende av företagets ägarstruktur. Resultatet talar emot Dallerys (2009) teori om att det skulle finnas en skillnad i vad en orientering mot aktieägarvärde innebär beroende på om aktieägarna är kortsiktiga eller långsiktiga.

Jahnke (2019) menar utifrån Hirschmans (1970) exit/voice-teori att spridda aktieägare är mer kortsiktiga med sitt ägande än vad koncentrerade aktieägare är. I kombination med Dallerys (2009) teori borde detta innebära att ett ökat fokus på aktieägarvärde leder till en större minskning av investeringar i materiella anläggningstillgångar i företag med spritt ägande än i företag med koncentrerat ägande. Våra resultat visar dock inget stöd för att materiella investeringar i företag med spritt ägande skulle ha sjunkit mer än i företag med koncentrerat ägande.

Vidare gällande förekomsten av en utländsk storägare i företag menar bland annat Jeon, Lee och Moffett (2011) och Khalfan och Wendt (2020) att utländska storägare generellt tenderar att betala ut högre utdelningar för att kompensera för höga övervakningskostnader. Enligt Dallerys (2009) teori kan utländska storägare därmed karaktäriseras som kortsiktiga ägare med ett fokus på snabb avkastning. En sådan kategorisering skulle innebära att företag med dessa ägare tillämpar en strategi som prioriterar ett högt fritt kassaflöde framför stora investeringar i materiella anläggningstillgångar. Om detta resonemang stämmer i vår kontext borde våra resultat visa att materiella investeringar minskar mer i företag med utländsk storägare än i företag utan utländsk storägare. Detta är dock inte något vi finner stöd för i våra resultat.

Liknande kopplingar som de vi gör mellan koncentrerat ägande eller utländska storägare och Dallerys (2009) teori kan även göras gällande ägartyp. Utifrån Dallerys (2009) teori kan familjeägande, institutionellt ägande och sfärägande generellt kategoriseras som långsiktigt ägande, medan spritt ägande kategoriseras som kortsiktigt. Dock skulle det även kunna finnas skillnader de tre första grupperna emellan, angående i vilken utsträckning de är långsiktiga. Exempelvis kan institutionellt ägande antas vara något mindre långsiktigt än familje- och sfärägande då det finns argument som talar både för och emot dess långsiktighet (se exempelvis Pedersen och Thomsen (2000) och Lekvall (2014)). Detta skulle innebära att vi borde kunna se skillnader mellan de olika ägartyperna i hur stor minskningen i materiella investeringar är mellan 2001 och 2018. Våra resultat visar dock inget stöd för att detta skulle vara fallet.

5.5 Hypotes 4

5.5.1 *Analys av resultat*

Likt resultaten för Var_MATINV och Var_FININV visade variansanalysen av Var_ÄGKOMP ingen signifikans för att skillnader i ägarkompensation mellan år 2001 och år 2018 skiljer sig mellan företag med olika ägarstruktur. Vidare gällande interaktionsfaktorns p -värde kan vi se ett liknande utfall som för Var_MATINV där Dummy_ÅR*Dummy_SUÄ nu gällande Var_ÄGKOMP sticker ut med p -värdet 0,128 (se tabell 8). Medelvärdet 0,00 för gruppen med utländsk storägare utmärker sig, men återigen är det svårt att uttala sig om denna möjliga tendens då värdet endast är baserat på fem observationer (se tabell 5).

5.5.2 *Diskussion utifrån referensram*

Under förutsättningen att den generella skillnad i ägarkompensation som observerats i svenska icke-finansiella företag mellan 2001 och 2018 beror på framväxten av en orientering mot aktieägarvärde i dessa företag, kan vi konstatera att inte heller denna skillnad är beroende av företagets ägarstruktur. Samma diskussion som förs i avsnitt 5.4.2 kan tillämpas och återigen talar resultatet emot Dallerys (2009) teori om att det skulle finnas en skillnad i vad en orientering mot aktieägarvärde skulle innebära beroende på om aktieägarna är kortsiktiga eller långsiktiga. Vi förväntade oss att se en skillnad mellan grupperna baserat på ifall ägarstrukturen kunde kopplas till kort- eller långsiktiga ägare. De grupper som kopplades till ett kortsiktigt ägande antogs maximera det fria kassaflödet och de grupper med en lång tidshorisont antogs maximera företagets värde. Baserat på Dallerys (2009) modell skulle detta innebära en skillnad i ägarkompensationsbeteende mellan de grupper som kopplats till ett kortsiktigt ägande (spritt ägande, utländsk storägare och till viss del institutionella ägare) och de grupper som kopplats till ett mer långsiktigt ägande (koncentrerat ägande, ej utländsk storägare, familjeägande, sfärägande och till viss del institutionellt ägande). Vårt resultat ger inget stöd för att detta skulle vara fallet.

Kapitel 6 - Slutsats

Det sista kapitlet inleds med en kort sammanfattning för att sedan presentera studiens slutsatser. Vidare diskuteras studiens resultat utifrån referensramen. Uppsatsen avslutas med förslag till vidare forskning inom finansialisering.

6.1 Sammanfattning och avslutande diskussion

Vår studie hade två syften. För det första ville vi bidra med kunskap om kontextens roll i hur orienteringen mot ett aktieägarvärde påverkar beteendet i icke-finansiella företag, genom att undersöka förhållandet mellan finansialisering och icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende i en svensk kontext. För det andra ville vi även bidra till utvecklingen av teoretiska modeller som förklarar hur och varför en beteendeförändring skulle uppstå. Detta skulle uppfyllas genom att empiriskt testa Dallerys (2009) förklaringsmodell gällande relationen mellan ägartyp och förändringar i investerings- och ägarkompensationsbeteende. För att statistiskt testa hypoteserna inhämtades finansiell data från företags årsredovisningar och ägardata från databasen Holdings. Datamaterialet analyserades genom tre *t*-tester och nio variansanalyser. Undersökningen genomfördes för bolag noterade på Stockholmsbörsens listor Small Cap, Mid Cap och Large Cap eller motsvarande för åren 2001 och 2018.

Utifrån resultaten från *t*-testen kan vi dra slutsatsen att investerings- och ägarkompensationsbeteendet i de undersökta företagen skiljer sig mellan 2001 och 2018. Vi finner det statistiskt säkerställt att företagens investeringar i materiella anläggningstillgångar generellt utgör en större andel av totala investeringar 2001 än 2018. Vi finner dock ingen statistiskt signifikant skillnad i investeringar i finansiella anläggningstillgångar mellan de två åren. Vidare konstateras det med statistisk signifikans att ägarkompensationen i förhållande till nettoresultatet generellt är högre 2018 än 2001. Dessa resultat är en indikation på att en generell finansialisering lik den som skett i bland annat USA kan ha skett även i svenska icke-finansiella företag. Vi kan därför säga att svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende inte är samma för åren 2001 och 2018 vilket indikerar att en förändring har skett och att vi inte kan påvisa att kontexten har en betydelse.

Vidare kan vi utifrån variansanalyserna dra slutsatsen att skillnaden i investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan 2001 och 2018 inte skiljer sig åt mellan företag med olika ägarstruktur. Generellt finner vi inga signifikanta samspelseffekter mellan år och våra tre olika kategoriseringar för företags ägarstruktur, det vill säga varken för ägarkoncentration, förekomsten av utländsk storägare eller ägartyp. Detta resultat är inte i linje med vad som kunde förväntas utifrån Dallerys (2009) teori om att finansialiseringsprocessen i ett företag skulle se olika ut beroende på om dess ägare är kort- eller långsiktiga. Vidare kan vi därmed inte påvisa att ett företags ägarstruktur har några effekter på företagets investerings- och kompensationsbeteende.

Studiens resultat väcker frågan om varför vi inte fick de resultat som kunde förväntas utifrån referensramen. En möjlig förklaring är att en utveckling mot aktieägarvärde inte finns i svenska icke-finansiella företag och att Dallerys (2009) modell därav inte är applicerbar på den svenska kontexten. De signifikanta skillnader som konstaterades i svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende mellan 2001 och 2018 skulle i så fall bero på något annat, som inte fångas upp i denna studie.

En annan möjlig förklaring är att vår operationalisering av Dallerys (2009) modell inte fångar upp eventuella skillnader i aktieägares lång- och kortsiktighet. Operationaliseringen av ägarvariablerna bygger på litteratur om svensk och amerikansk ägarstruktur, och empiriska studier av hur ägarkoncentration och närvaron av en stor utländsk ägare påverkar aktieägares och företags beteende. Kanske kan det vara så att de antaganden vi gör inte är generellt gångbara och att det är därför det inte går att se någon skillnad i hur de olika gruppernas investerings- och ägarkompensationsbeteende skiljer sig mellan 2001 och 2018.

En tredje möjlig anledning till att vi inte ser någon skillnad mellan företag med olika ägarstruktur i hur deras investerings- och ägarkompensationsbeteende skiljer sig mellan 2001 och 2018 är att Dallerys (2009) modell helt enkelt inte stämmer. Vi menar att en svaghet i modellen är att den bygger på allt för starka antaganden om att aktieägare både har möjlighet och incitament till att påverka företagets investerings- och ägarkompensations beteende. Att olika aktieägare har olika intressen är ett rimligt resonemang men behöver inte för den sakens skull innebära att alla olika aktieägare därmed också utövar påtryckningar för att påverka företagets strategi.

Vidare kan studiens generaliserbarhet diskuteras och huruvida metoden om att undersöka två referensår, på ett rättvist sätt fångar eventuella beteendeförändringar orsakade av finansialisering. Utifrån studiens utformning kan vi med säkerhet säga att icke-finansiella företags beteende skiljer sig för åren 2001 och 2018 samt att vi inte kan påvisa att företagens ägarstruktur har någon effekt på dessa skillnader. Däremot kan vi endast spekulera i om våra resultat är orsakade av finansialisering eller inte.

6.2 Förslag till vidare forskning

Våra resultat indikerar en intressant utveckling i svenska icke-finansiella företags investerings- och ägarkompensationsbeteende. För att med bättre säkerhet kunna uttala sig om kontextens roll och en eventuell finansialisering av svenska icke-finansiella företag behövs fler studier. I vår studie försöker vi bland annat åskådliggöra hur en eventuell utveckling av en orientering mot aktieägarvärde har påverkat företag. Då skiftet mot finansiell kapitalism sägs ha skett redan i början på 1980-talet anser vi att det skulle vara intressant att genom en retrospektiv longitudinell studie försöka identifiera om och när en sådan orientering skett i Sverige i relation till exempelvis USA.

Vidare, för att kunna göra en bättre kategorisering av olika ägartyper, ser vi ett behov av mer forskning kring vad som karakteriserar olika ägartyper. För att fånga aktieägares preferenser samt upplevda möjligheter att påverka företagets strategi skulle en sådan studie lämpligen ha en mer kvalitativ karaktär. Vår studie omfattar inte en undersökning av hur vinstnivån för finansiella anläggningstillgångar relativt den för materiella tillgångar sett ut för perioden vilket vi rekommenderar andra att ta i beaktning.

Referenslista

Alvarez, I. (2015). Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. *Socio-Economic Review*, vol. 13, no. 3, ss. 449-475. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 30 december 2020]

Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, tredje upplagan, Malmö: Liber AB.

Bryman, A. & Cramer, D. (2011). *Quantitative data analysis with IBM SPSS 17, 18 and 19: a guide for social scientists* [e-bok]. London: Routledge. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 7 januari 2021]

Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?. *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, no. 2, ss. 207-246. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 31 december 2020]

Chandler Jr., A. D. (1984). The Emergence of Managerial Capitalism. *Business History Review*, vol. 58, no. 4, ss. 473-503. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 29 december 2020]

Coffee, J. C. (2001). Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 149, no. 6, ss. 2151–2177. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 4 januari 2021]

Collin, S.-O. (1998). Why are these islands of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional and governance hypotheses explaining the existence of business groups in Sweden. *Journal of Management Studies*, vol. 35, no. 6, ss. 773-796. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 4 januari 2021]

Cordonnier, L., Dallery, T., Duwicquet, V., Melmies, J., & Van de velde, F. (2020). The (Over)Cost of Capital: Financialization and Nonfinancial Corporations in France (1961-2011). *Review of Political Economy*, vol. 31, no. 3, ss. 407-429. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 19 november 2020]

Crane, A. D., Michenaud, S. & Weston, J. P. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, vol. 29, no. 6, ss. 1377–1408. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [7 januari 2021]

Cronqvist, H. & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 4, ss. 695-719. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

Dallery, T. (2009). Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization. *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, no. 4, ss. 492-515. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [19 november 2020]

Davis, L.E. (2017). Financialization and investment: A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, vol. 31, no. 5, ss. 1332-1358. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 1 december 2020]

Davis, L.E. (2018). Financialisation and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Macroeconomica*, vol. 69, no. 1, ss. 270-307. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 1 december 2020]

Demir, F. (2007). The rise of rentier capitalism and financialisation of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, vol. 37, no. 5, ss. 351-359. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 1 december 2020]

Demir, F. (2009a). Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: private investment and cash flow relationship revisited. *World development*, vol. 37, no. 5, ss. 953-964. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 1 december 2020]

Demir, F. (2009b). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets. *Review of Development Economics*, vol. 88, no. 2, ss. 314-324. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 1 december 2020]

Dvořák, T. (2005). Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia. *The Journal of Finance*, vol. 60, no. 2, ss. 817–839. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 7 januari 2021]

Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, vol. 59. no. 2, ss. 537–600. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 4 januari 2021]

Francis, A. (1980). Company objectives, managerial motivations and the behaviour of large firms: an empirical test of the theory of ‘managerial’ capitalism. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 4, no. 4, ss. 349-361. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 29 december 2020]

Fristedt, D. & Sundqvist, S.-I. (2009). *Ägarna och Makten*, Stockholm: SIS Ägarservice AB

Glass, G. V., Peckham, P. D. & Sanders, J. R. (1972). Consequences of Failure to Meet Assumptions Underlying the Fixed Effects Analyses of Variance and Covariance. *Review of Educational Research*, vol. 42, no. 3, ss. 237-288. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

Harwell, M. R., Rubinstein, E. L., Hayes, W. S. & Olds, C. C. (1992). Summarizing Monte Carlo Results in Methodological Research: The One- and Two-Factor Fixed Effects ANOVA Cases. *Journal of Educational Statistics*, vol. 17, no. 4, ss. 315-339. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B. (1985). *Institutioner som aktieägare: Förvaltare? Industrialister? Klippare?.* Stockholm: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.

Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2003). The Transformation of Ownership Policy and Structure in Sweden: Convergence towards the Anglo-Saxon Model?. *New Political Economy*, vol. 8, no. 1, ss. 73-102. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 4 januari 2021]

Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Högfeldt, P. (2005). *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*. I: Morck, R. K. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago: Chicago University Press. Tillgänglig online: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c10276/c10276.pdf> [Hämtad 3 januari 2021]

Jahnke, P. (2019). Ownership concentration and institutional investors' governance through voice and exit. *Business and Politics*, vol. 21, no. 3, ss. 327-350. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 31 december 2020]

Jeon, J. Q., Lee, C. and Moffett, C. M. (2011). Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market. *Journal of Financial Markets*, vol. 14, no 2, ss. 344–375. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 7 januari 2021]

Khalfan, M. & Wendt, S. (2020). The impact of ownership concentration on payout across Nordic firms. *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 56, no. 100640. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 4 januari 2021]

Körner, S. and Wahlgren, L. (2015) *Statistisk dataanalys*. 5. uppl. Lund: Studentlitteratur.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. W. & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, ss. 1113-1155. Tillgänglig via: LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 17 november 2020]

La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, vol. 54, no. 2, ss. 471-517. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 3 december 2020]

Lavoie, M. (2014). Foundations of post Keynesian analysis: New Foundations. [e-bok] Aldershot: Edward Elgar. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, ss. 13-35. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 31 december 2020]

Lekvall, P. (2014). *The Nordic corporate governance model*. Stockholm: SNS.

Lix, L. M., Keselman, J. C. & Keselman, H. J. (1996). Consequences of Assumption Violations Revisited: A Quantitative Review of Alternatives to the One-Way Analysis of Variance "F" Test. *Review of Educational Research*, vol. 66, no. 4, ss- 579-619. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

Maug, E. (1996). Company finance: Publicly traded or privately held? Corporate control and the market for managerial labour: On the decision to go public. *European Economic Review*, vol. 40, s. 1049-1056. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

McClure, B. (2020). Explaining the Capital Asset Pricing Model (CAPM), Investopedia. Tillgänglig online: <https://www.investopedia.com/articles/06/capm.asp> [Hämtad 6 januari 2021]

Morck, R. & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, no. 4, ss. 367-382. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 januari 2021]

OECD (2001). Non-financial corporations, OECD Glossary of Statistical Terms. Tillgänglig online: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1805> [Hämtad 5 januari 2021]

Orhangazi, Ö. (2008a). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, no. 6, ss. 863-886. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 1 december 2020]

Orhangazi, Ö. (2008b). *Financialization and the US economy*. Cheltenham: Edward Elgar. Tillgänglig online: <https://books.google.com/> [Hämtad 1 december 2020]

Pedersen, T. & Thomsen, S. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, vol. 21, s. 689-705. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 6 december 2021]

Stafsudd, A. (2009). Corporate Networks as Informal Governance Mechanisms: A Small Worlds Approach to Sweden. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, no. 1, ss. 62–76. Tillgänglig via: LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 22 december 2020]

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics* 2004, 28, 719–741, Tillgänglig via: LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 18 november 2020]

Thomsen, S. (1996). Foundation Ownership and Economic Performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 4, no. 4, ss. 212–221. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 4 januari 2021]

Thomsen, S. (2017). Nordic Corporate Governance Revisited. *Nordic Journal of Business*, vol. 65, no. 1, ss. 4–12. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 5 januari 2021]

Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, vol. 12, no. 1, ss. 99–129. Tillgänglig via LUSEM Library:s hemsida <https://lusem.lu.se/library> [Hämtad 11 november 2020]

Bilagor

Bilaga 1.

Populationen före och efter exkludering

	Sektor	Bransch	Bransch efter eliminering
1	Energi & Miljö	Allmänna tjänster	Anläggning & Bygg
2	Fastigheter	Anläggning & Bygg	Dagligvaror
3	Finans	Bemanning & Rekrytering	Detaljhandel
4	Industri	Dagligvaror	Fordon
4	Handel & Varor	Betting	Elektronisk utrustning
5	Informationsteknik	Detaljhandel	Gruvdrift & Metaller
6	Hälsovård	Bioteknik	Energikällor
7	Material	Elektronisk utrustning	Handel & Distribution
8	Telekom & Media	Fordon & Transport	Kommunikation
9	Råvaror	Energikällor	Industriprodukter
10	Tjänster	Förvaltning	Läkemedel & Handel
11	Sällanköp	Fordon	Infrastruktur
12		Gaming	Maskinindustri
13		Gruvdrift & Metaller	Medicinteknik
14		Handel & Distribution	Olja & gas
15		Industriprodukter	Plast, kemikalier & fetter
16		Investeringar	Projektering
17		Infrastruktur	Programvara
18		IT-konsult & onlinetjänster	Skog & Cellulosa
19		Kommunikation	Sällanköpsvaror
20		Media	Telekommunikation och tjänster
21		Läkemedel & Handel	
22		Nischbank	
23		Maskinindustri	
24		Resor & Fritid	
25		Medicinteknik	
26		Shipping & Offshore	
27		Olja & gas	
28		Storbank	
29		Plast, kemikalier & fetter	
30		Teknik-konsult	
31		Programvara	
32		Vård & Omsorg	
33		Projektering	
34		Övriga finansiella tjänster	
35		Skog & Cellulosa	
36		Sällanköpsvaror	
37		Telekommunikation och -tjänster	

Bilaga 2.

Valutakurs för euro och dollar per balansdagarna 2018-12-28 och 2019-12-30

Räntor och valutor		
DETALJERAT RESULTAT 2018-12-28 & 2019-12-30		
	Valutor mot svenska kronor	
Period	1 EUR	1 USD
2018-12-28	10,28	8,97
2019-12-30	10,43	9,32
Fotnot		
EUR (1993-01-04 -)		
EUR Euroland, euro		
Källa: Nasdaq		
USD (1993-01-04 -)		
USD Förenta Staterna, dollar		
Källa: Nasdaq		

Bilaga 3.

Utfall från *t*-test

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Var_ÄGKOMP	Equal variances assumed	,115	,735	-2,600	236	,010	-,125345	,048207	-,220316	-,030374
	Equal variances not assumed			-2,655	144,961	,009	-,125345	,047213	-,218660	-,032030
Var_MATINV	Equal variances assumed	9,771	,002	6,306	254	,000	,287051	,045521	,197404	,376698
	Equal variances not assumed			6,678	180,188	,000	,287051	,042983	,202236	,371866
Var_FININV	Equal variances assumed	5,401	,021	-1,168	254	,244	-,020361	,017431	-,054690	,013967
	Equal variances not assumed	5,401	,021	-1,458	251,967	,146	-,020361	,013969	-,047872	,007150