



LUNDS UNIVERSITET  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

HT22

## *Bonusfamilj* eller inte?

---

En studie om sambandet mellan ägarstruktur och utbetalningsmetod i svenska  
börsnoterade bolag från år 2016 till 2021

### **Grupp 2:**

Jönsson, Jacob

Nguyen, Sofia

Palmkvist, Johanna

### **Handledare:**

Anamaria Cociorva

## **Förord**

Inledningsvis vill vi studenter rikta ett stort tack till vår eminenta handledare Anamaria Cociorva, som tillsammans med oss, på ett entusiasmerande och stödjande sätt hållit kursen för studien med sin erfarenhet till förfogande, framförande av relevanta synpunkter och förbättringsmöjligheter under studiens arbetsgång.

Genomförandet av denna studie har inneburit utveckling av kunskaper inom vetenskapligt skrivande, närmare bestämt genom att teorier och modeller inom finansiering använts som instrument för att på ett metodiskt sätt analysera det insamlade empiriska materialet. För att under studiens tidsangivelse möjliggöra analys och diskussion inom ett avgränsat område innehållande komplexa företeelser, har personlig utveckling, befintlig kunskap och behärskande av system som Excel och Stata varit avgörande. Studien har därtill inneburit en stor mängd av kommunikation och följaktligen lagarbete, där god dynamik resulterat i märkbara synergieffekter. Vi har därför växt med studiens med- och motgångar och är stolta över att nedan presentera vårt kunskapsbidrag inom området för utbetalningsmetod och ägarstruktur.

---

**Jacob Jönsson**

---

**Sofia Nguyen**

---

**Johanna Palmkvist**

# Sammanfattning

<b>Examensarbetets titel</b>	Bonusfamilj eller inte?
<b>Seminariedatum</b>	2023-01-11
<b>Kurs</b>	FEKH89, Examensarbete kandidatnivå i finansiering, 15 högskolepoäng
<b>Författare</b>	Jacob Jönsson, Sofia Nguyen och Johanna Palmkvist
<b>Handledare</b>	Anamaria Cociorva
<b>Nyckelord</b>	Ägarstruktur, familjeägarskap, utdelningspolicy, principal-agent-teorin, Nasdaq Stockholm
<b>Forskningsfråga</b>	Skiljer utdelningsnivå (kontantutdelningsnivå) sig åt i familjeägda relativt ej familjeägda bolag?
<b>Syfte</b>	Uppsatsens syfte är att undersöka om det finns någon skillnad i utdelningsnivå ( <i>cash dividends level</i> ) mellan familjeägda bolag och ej familjeägda bolag på Stockholmsbörsen mellan åren 2016 och 2021.
<b>Metod</b>	Uppsatsen har en deduktiv ansats och utgår från en kvantitativ metod. Den insamlade datan är paneldata mellan åren 2016-2021 för 261 börsnoterade bolag. Variablerna som studien har undersökt är den beroende variabeln utdelning och kontrollvariablerna skuldsättning och företagsstorlek.
<b>Teoretiska perspektiv</b>	Uppsatsen grundar sig på teorin om principal-agent-relationen samt tidigare studier om eventuella skillnader och samband mellan ägarstruktur och nivån av kontanta utdelningar.
<b>Empiriskt underlag</b>	Empirin består av en sammanställning av datan med hjälp av en OLS-regression för totalt 1 873 observationer. Även ett robusthetstest genomförts på de 1 151 bolag som hade en utdelningsnivå större än 0.
<b>Slutsats</b>	En skillnad mellan utdelningsnivå ( <i>cash dividends level</i> ) i familjeägda respektive ej familjeägda bolag kan med en statistisk säkerhet inte påvisas.

## **Abstract**

<b>Title</b>	Bonus family or not?
<b>Seminar date</b>	2023-01-11
<b>Course</b>	FEKH89, Degree Project Undergraduate level in Corporate Finance, 15 ECTS
<b>Authors</b>	Jacob Jönsson, Sofia Nguyen and Johanna Palmkvist
<b>Advisor</b>	Anamaria Cociorva
<b>Key words</b>	Ownership structure, family ownership, dividend policy, principal-agent theory, Nasdaq Stockholm
<b>Research question</b>	Does the dividend level (cash dividend) differ in family-owned relative to non-family owned companies?
<b>Purpose</b>	The purpose of the essay is to investigate whether there is any difference in cash dividends level between family-owned companies and non-family-owned companies on the Stockholm Stock Exchange between the years 2016 and 2021.
<b>Method</b>	This essay has a deductive approach and is based on a quantitative method. The collected data is panel data between the years 2016-2021 for a total of 261 listed companies. The variables that the study has examined are dividend Payout per Share, family ownership, debt ratio and company size.
<b>Theoretical perspectives</b>	The essay is based on the theory of the principal-agent relationship as well as previous studies on possible differences and relationships between ownership structure and the level of cash dividends.
<b>Empirical foundation</b>	The empirical foundation compiled 1 873 observations into an OLS-regression. A robustest was also tested on the 1 151 companies that had a dividend level greater than 0.
<b>Conclusions</b>	A difference between cash dividend level in family-owned and non-family-owned companies cannot be determined with statistical certainty.

## Ordlista

<b>Agent</b>	Ombud, arbetstagare.
<b>Bolag</b>	Ett samarbete mot gemensamma ändamål mellan två eller flera fysiska och/eller juridisk personer.
<b>Covenants</b>	Skriftlig överenskommelse mellan flera parter som skapar ett juridiskt bindande avtal om hur varje part ska prestera.
<b>Informationsassymmetri</b>	När en part i en affärsrelation innehar mer information än den andra parten.
<b>Moral Hazard</b>	När en individ ökar sitt risktagande för de inte bär någon kostnad vid förlust.
<b>Omitted variable bias</b>	Innebär att modellen utelämnar relevanta variabler.
<b>Principal</b>	Arbetsgivare.
<b>Röstblock</b>	En grupp av individer med röster som handlar enhetlig.
<b>Utdelning</b>	När ett bolag delar ut genererad vinst till bolagets aktieägare.
<b>Utdelningspolicy</b>	Riktlinjer för hur utdelningsmetoden i ett bolag ska se ut.

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>7</b>
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problematisering	9
1.3 Syfte och frågeställning	10
1.4 Avgränsningar	10
1.5 Fortsatt disposition	11
<b>2. Teoretiskt ramverk</b>	<b>13</b>
2.1 Principal-agent-teorin	13
2.2 Principal-agent-teorin och ägarstruktur	16
2.3 Principal-agent-teorin och utdelning	18
2.4 Diskussion kring teoretiskt ramverk	20
<b>3. Tidigare forskning</b>	<b>22</b>
3.1 Ägarstruktur och prestation	22
3.2 Ägarstruktur och utdelning	23
3.3 Hypotesutveckling	25
<b>4. Metod</b>	<b>27</b>
4.1 Vad studien avser att behandla	27
4.2 Forskningsansats och undersökningsform	27
4.2.1 Metodval	28
4.3 Datainsamling	28
4.3.1 Urval	28
4.3.2. Bortfallsanalys	29
4.4 Definitioner	30
4.4.1 Definition familjeägande	30
4.5 Variabler	32
4.5.1 Beroende variabel	32
4.5.2 Ägarvariabler	33
4.5.3 Kontrollvariabler	34
4.5.4 Dummyvariabler	34
4.6 Regressionsförfarande	35
4.6.1 Normalfördelning	35
4.6.2 Multikollinearitet	36
4.6.3 Endogenitet (Endogeneity)	36
4.6.4 Heteroskedasticitet	37
4.6.5 Forskningsmodell	37
4.7 Metoddiskussion	37
4.7.1 Validitet	37

4.7.2 Reliabilitet	38
<b>5. Empiri</b>	<b>40</b>
5.1 Deskriptiv statistik	40
5.2 Forskningsmodell	43
5.2.1 Multipel regression	43
5.2.2 Robusthetstest	44
5.3 Hypotesutfall	45
<b>6. Analys</b>	<b>47</b>
6.1 Ägarstruktur och utdelningspolicy	47
6.2 Jämförelse med tidigare forskning	49
6.3 Analys av signifikanta variabler	50
<b>7. Slutsatser</b>	<b>52</b>
<b>8. Diskussion</b>	<b>54</b>
8.1 Återkoppling till problematisering och syfte	54
8.2 Förslag på utveckling av studien	54
8.3 Kompletterande forskning till studien	55
<b>9. Referenslista</b>	<b>56</b>
<b>10. Bilder och bilagor</b>	<b>66</b>
<b>Bild 2:</b>	<b>66</b>
Bilaga 1	67
Bilaga 2	71
Bilaga 3	75
Bilaga 4	75
Bilaga 5	75
Bilaga 6	76
Bilaga 7	77

# 1. Inledning

---

*I detta kapitel presenteras en bakgrund till studiens ämne och det kunskapsbidrag studien syftar till att uppnå. Därefter formuleras frågeställningen för studien vilket följs av de avgränsningar som tagits vid under arbetsgången, kapitlet avslutas med information kring hur resterande del av studien är disponerad.*

---

## 1.1 Bakgrund

I en rapport publicerad av Statistiska centralbyrån (SCB) över identifieringen av svenska familjeägda bolag, framhålls det att denna typen av bolagsform är den ledande i svenskt näringsliv. Följaktligen, eftersom familjeägda bolag verkar i alla sektorer med undantag för offentlig sektor, är andelen av så betydelsefull karaktär att den ensamt kan hållas ansvarig för uppskattningsvis en tredjedel av Sveriges totala bruttonationalprodukt (BNP) (Andersson, Karlsson & Poldahl, 2017). För att ställa detta i relation till övriga Europa, visar en av Europeiska kommissionens publicering över BNP per capita mellan de 27 medlemsstaterna i EU, en graf över 2021 där Sverige innehar plats nummer sju bland medlemsstaterna (Eurostat, 2022). Sverige är följaktligen av betydande karaktär i en jämförelse med omkringliggande länder, där familjeägda bolag utgör en väsentlig del av de siffror som representerar Sverige. Denna studien genomförs därmed på ett betydelsefullt land för Europas samlade ekonomi.

Sett till delen av Sveriges näringsliv bestående av familjeägda bolag noterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm (fortsättningsvis omnämnt Stockholmsbörsen) Small, Mid och Large Cap (Bilaga 1), uppgick denna mellan åren 2016 och 2021 till uppskattningsvis 37,83 procent av bolagen (Bilaga 3) - procentsatsen baseras på data exkluderat bortfallet i studien (Bilaga 2). Inte sällan är det däremot mer än bara en ägarfamilj det är frågan om, närmare bestämt sfärer. Ett känt exempel är Wallenbergssfären, vilket syftar till de flertalet bolag finansfamiljen Wallenberg har en inverkan på. Detta är en av de sfärer som genom ett brett och djupt kontaktnät, aktivt medverkande i styrelser, men också innehav av rösträtter kan kontrollera bolag såväl nationellt, som internationellt. Genomslagskraften för en sådan sfär



blir följaktligen stor, och en faktor som med rösträtterna kan påverkas är utdelning för det kontrollerade bolaget i fråga, vilket denna studie syftar till att undersöka närmare.

Vad är definitionen av ett familjeägt bolag? I forsknings-sammanhang är definitionen mellan de studier som utförts varierande - definitionen i Andersson, Karlsson och Poldahl (2017) studie som tidigare nämnts avseende identifieringen av familjeägda bolag i Sverige, fastslog en definition i likhet med EU-kommissionen, där bolagets grundare eller förvärvare med familj måste inneha minimum 25 procent av rösträtterna. Därtill att minimum en familjemedlem till denne grundare/förvärvare deltar i styrelsen. Istället har denna studie i likhet med vedertagen forskning utförd av bland annat La Porta, Shleifer och Vishny (2000), Faccio och Lang (2002) samt Isakov och Weisskopf (2015) fastställt en gräns på 20 procent (för vidare och mer detaljerad läsning; se avsnitt 4.3.4 om datainsamling och avsnitt 4.7.1 för studiens definition av familjeäggande).

Enligt en tidigare studie utförd av Roland C. Anderson och David M. Reeb (2003) framhålls det av författarna att bolag ägda av en familj tenderar att uppvisa en positivare trend avseende prestation relativt bolag ej ägda av en familj. De bolag vars prestation följer en positiv trend tenderar att göra ett ansevärt resultat och därmed generera vinst i bolaget. Vinst medför följaktligen valmöjligheter, innebärande utbetalningsmetoder där bolaget i fråga kan välja om de exempelvis vill göra återköp av aktier eller premiera sina andelsägare genom utdelning av hela eller delar av vinsten (Chen, Chen, Chen, Hsiao & Fang, 2022). I Anderson och Reeb (2003) studie återfanns det att familjeägda i Amerika och delar av Europa tenderar att betala större kvotdel av vinstutdelning i takt med prestationen, något även forskarna Dušan Isakov och Jean-Philippe Weisskopf (2015) kom fram till. Forskarna antyder även på att detta är en anledning till att familjeägda bolag generellt har lägre agentkostnader. Detta grundar sig i att ägarfamiljer tenderar att vara mer involverade i bolagets operativa verksamhet, resulterande i skapandet av en närstående samt varaktig relation med ledningen i förhållande till vad andra ägarformer har möjlighet till att göra, detta medför följaktligen att utdelning blir en sorts inkomstkälla (Anderson & Reeb, 2003; Isakov & Weisskopf, 2015).

I James Lau och Jorn H. Block (2014) studie om utbetalningspolicy i grundarägda respektive familjeägda bolag, konstateras det i resultatet att oberoende av skattemässiga omständigheter

föredrar familjeägda bolag högre nivåer av utdelning och utdelning framför aktieåterköp jämfört med grundarägda bolag. Vidare förklarar författarna detta samband genom att det i bolag som ägs av familj förekommer svårare intressekonflikter än i bolag som ägs av grundaren, och att utdelningen därav kommer att användas som ett regelverk för att styra bolaget från eventuella slösaktiga beslut vilket är mer förekommande i familjeägda bolag. Uppfattningen kring att utdelningen är ett verktyg för minimera åtkomsten till överflödigt kapital är något författarna Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer och Robert Vishny (2000) delar i deras artikel om investerarskydd och corporate governance, vilket även forskaren Frank H. Easterbrook (1984) i sin artikel om förklaringar till utdelning menar på.

Bolagen som genomgått en börsintroduktion och därefter handlas fritt på marknaden öppnar upp för att aktieägares intressen kan variera, något som följaktligen inte syns i samma utsträckning för de mer homogena privata samt ej familjeägda bolagen (Yoshikawa och Rasheed, 2010). Grundarna Michael C. Jensen och William H. Meckling (1976) bakom principal-agent-teorin framhåller särskilt att anledningen till konflikten mellan intressenter härstammar från att i samtliga situationer agera i egenintresse utan hänsyn till motpartens prioriteringar och målsättning.

Intressentkonflikten är en central del av denna studie och kommer följaktligen analyseras utifrån principal-agent-teorin och bidra till bättre förståelse för resultaten för studiens valda svenska bolag (Bilaga 1).

## *1.2 Problematisering*

Eftersom familjeägande utgör en betydande del av Sveriges bolagets ägarstruktur, faller det sig naturligt att studera i vilken utsträckning de påverkar bolagens ekonomiska beslut. Denna studie syftar därför till att bidra med mer insikt i ämnet för ägarstruktur och utdelning, som även ensamt kan komplettera eller vidareutveckla redan befintlig forskning. I första hand handlar bidragandet för denna studie om avgränsningarna tidigare studier gjort, närmare bestämt att det ännu inte kommit till vår kännedom att studier har utförts på samtliga bolag från Stockholmsbörsens Small, Mid och Large Cap vad gäller skillnaden mellan utdelningsnivå och ägarstruktur. Vidare använder denna studie principal-agent-teorin som

teoretiskt ramverk och förklaringsmodell, vilket sätter teori i relation till praktik och ökar förståelsen för hur vald teori verkar i, och påverkar realiteten. I andra hand är definitionen kring familjeäggande och därmed kategorisering av äggande olika från studie till studie, det kunskapsbidrag denna studie medför är att utifrån denna studies valda definitioner och antaganden analysera och presentera ett resultat.

Sammantaget är syftet med denna studie att bidra med en samtida uppdaterad förståelse kring hur nivån av utdelning mellan bolag ägda av familj och ej i Sverige förhåller sig, gentemot den befintliga forskning som gjorts bortom och inom Sveriges gränser. Studien redogör indirekt för att skiljaktiga faktorer som normer inom företagande, lagstiftning och marknader som den geografiska placeringen för med sig, inverkar på utfallet i specifikt Sverige. Utifrån studiens presenterade resultat och slutsatser är syftet att på ett än bättre sätt förstå hur utdelningsnivå och ägarstruktur förhåller sig till varannan på dels Stockholmsbörsen, men även i andra nationella samt internationella sammanhang där länder och företag jämförs.

### *1.3 Syfte och frågeställning*

Det primära syftet med studien är att undersöka om det finns någon skillnad i utdelningsnivå (*cash dividends level*) mellan familjeägda bolag och ej familjeägda bolag på Stockholmsbörsen mellan åren 2016 och 2021. Frågeställningen formuleras enligt följande:

*Skiljer utdelningsnivå (cash dividends level) sig åt i familjeägda relativt ej familjeägda bolag?*

### *1.4 Avgränsningar*

Den primära avgränsningen som gjorts i studien är valet av tidsperiod för insamlingen av data, perioden har begränsats till den sista december år 2016 till den sista december 2021, vilket gäller för all data utgörande det empiriska materialet. Detta eftersom att den tillgängliga datan för studien begränsats till dessa åren, och dels då studien är av tvärsnitts-karaktär där det primära fokuset är på skillnaderna mellan de olika bolagen, och följaktligen inte skillnader mellan de olika kalenderåren. Ägarstrukturen och följaktligen rösträtterna i de svenska börsnoterade bolagen tenderar inte att skifta drastiskt mellan åren vi realistiskt sett kunnat ta oss an att analysera. Till följd av detta utgörs studien av hela, istället

för delar av Stockholmsbörsen, med ett lägre antal kalenderår för att presentera en så rättvisande bild som möjligt. Vidare inom området för studiens val av tidsperiod, sker det inte heller någon drastisk skillnad mellan årtal sett till utdelningspolitik i bolagen, där en möjlig förklaring kan vara fenomenet dividend smoothing och signaling effects vilket talar för att ha en så jämn utdelning som möjligt för att inte väcka några eventuella spekulationer hos intressenter (Berk & DeMarzo, 2019). Som ovan nämnt, att korta ned tidsperioden för datainsamlingen och istället öka antalet observationer anser vi förser studien med goda förutsättningar för att besvara studiens valda frågeställning.

Den sekundära avgränsningen som gjorts i studien är av geografisk karaktär, då studien avhandlar Sverige, närmare bestämt de börsnoterade bolagen på Stockholmsbörsens Small, Mid och Large Cap. Motivet till denna avgränsning är, som i bakgrunden avhandlades, att Sverige innehar en betydelsefull roll i Europas ekonomi. Därutöver har avgränsningen till Stockholmsbörsen gjorts då denna under år 2021 konstaterades vara den överlägset största sett till listade bolag inom den europeiska unionen (Daly, 2021). Eftersom de noterade bolagen är verksamma i samma land och på samma marknad då enbart Stockholmsbörsen valts, öppnas möjligheterna för att utföra en undersökning av en grupp med samma juridiska och institutionella premisser upp. Därutöver är Sverige ledande i Europa avseende användandet av röstdifferentierade aktier, vilket medför att den svenska ägarkoncentrationen är markant (Faccio & Lang, 2002). Detta gynnar ägaren då bibehållandet av kontroll över bolaget kan uppnås utan att besitta en väsentlig del - en möjlighet ägarfamiljer eventuellt kan nyttja (Hamberg, Fagerland, Nielsen & Kvamme, 2013). Även enligt S. Abraham Ravid och Naciye Sekerci (2020), som också undersöker den svenska marknaden, har familjer majoriteten av röstandelar i svenska bolag.

### *1.5 Fortsatt disposition*

Studien är uppbyggd så tillvida att kapitel två avser att behandla det teoretiska ramverk och hur det förhåller sig till vårt forskningsområde som senare kommer lägga grunden för den analys som presenteras. I studiens tredje kapitel lyfts tidigare forskning inom ämnet. Detta följer av det fjärde kapitlet där bland annat studiens val av metod avseende datainsamling, val av variabler och tillvägagångssätt för regressionen presenteras, därtill definieras begrepp vilket kombineras med relevanta exempel på bolag läsaren kan förkovra sig i. Det femte

kapitlet utgör uppsatsens empiriska avsnitt, innebärande att studiens data presenteras genom att ingående förklara vad de tabeller som framställts avsett att mäta. Uppsatsens sjätte kapitel kommer att analysera den presenterade datan utifrån det teoretiska ramverk som valts för att sedan redogöra för studiens resultat. I det näst sista och sjunde kapitlet kommer studien mest framstående resonemang och resultat sammanfattas i slutsatser, för att sedan övergå i det sista och åttonde kapitlet där förslag på framtida forskning inom området kan utgå från och komplettera denna studie presenteras.

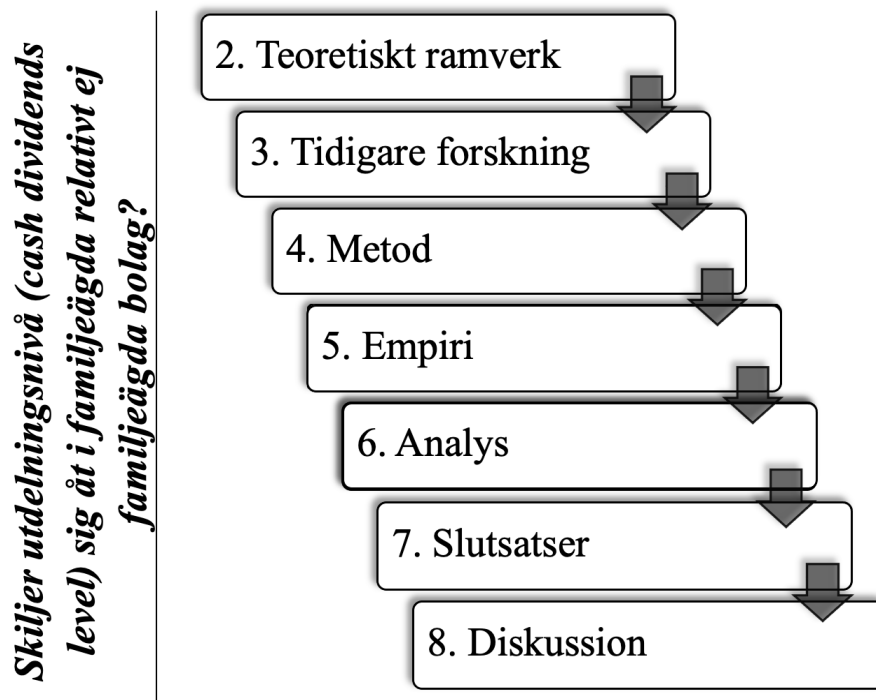


Bild 1: visar studiens frågeställning och fortsatta disposition (framtagen i excel).

## 2. Teoretiskt ramverk

---

*I detta kapitel presenteras det teoretiska ramverket som i senare del av studien utgör en av komponenterna för analysering av resultatet.*

---

### 2.1 Principal-agent-teorin

Principal-agent-teorin, agentproblemet eller agent-teorin är alla olika benämningar på det teoretiska ramverket vars ursprung härstammar från finansiell forskning inom ekonomisk teori och är baserad på teoretikernas Michael C. Jensen och William H. Meckling publikation från år 1976.

Principal- agent-teorin tillämpas särskilt vid tillfällen där en person (*agenten*) utför uppdrag åt en annan person (*principalen*) och har som syfte att lyfta vilka påföljder denna överlåtelse av beslutanderätt kan ha (Ekonomiivartid, u.å; Jensen & Meckling, 1976). Det teoretiska ramverket ämnar sig även till att klargöra hur bolaget kan utforma ett kontrakt (*covenants*) mellan parterna som kan dirigera agenten till att utföra arbetsuppgifter i enlighet med principalens intresse. Teorin syftar även till att tydliggöra förhållandet mellan bolagets ägare (*principalen*) och dess ledning (*agenterna*) (Jensen & Meckling, 1976).

En anpassning av ägande och ledning är inte alltid fallet i bolagens verklighet och inom verksamheten återfinns det olika mål för olika individer varpå konflikter uppkommer oavsett bolagsstorlek eller ägarstruktur (Berk & DeMarzo, 2019). Detta innebär att det alltid föreligger nivåer av informationsasymmetri mellan principalen och agenten. För att förhindra att beslutsfattande inte går i samma riktning som bolagets mål införs informations- och övervakningssystem samt skriftliga överenskommelser mellan principalen och agenten (Jensen & Meckling, 1976; Berk & DeMarzo, 2019). Detta för att garantera en gemensam målbild för alla bolagets aktörer (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Ägaren inom ett bolag har som intresse att utöka vinsten medan ledningen har som avsikt i att utöka sitt egna arvode och framtida möjligheter till karriär. Principal-agent-teorin förutsätter att agenten innehar ett opportunistisk handlande om övervakning inte tillämpas av principalen (Eisenhardt, 1989; Ekonomiivartid, u.å). Ett opportunistiskt handlande från agentens sida,

menar Jensen och Meckling (1976) långsiktigt kan påverka ägarna eftersom det inte är en självklarhet att agentens egna intressen är enhetligt med ägarnas och därmed verksamhetens helhetliga intresse. Om sannolikheten för att agenten blir påkommen, om att prioritera sina egna intressen framför bolag är liten, kommer agenten att välja sina egna intressen framför bolagets (Jensen & Meckling, 1976). Informationsasymmetrin som förekommer leder även moral hazard problematiken innebärande att agenten innehar riskfyllt beteende då denne inte är utsatt för möjliga förluster (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

När ledningen, det vill säga agenten, agerar i eget intresse skadar detta ägarna, något som kallas för förskansning (*entrenchment*). Vidare innebär förskansning att ledningen medvetet väljer att investera i projekt med negativa nettonuvärden som i slutändan syftar till att skada bolagets värde (Jensen & Meckling, 1976; Berk & DeMarzo, 2019). Hypotesen om fritt kassaflöde (*Free Cash Flow hypothesis*) är en anledning till förskansning, något som innebär att bolaget har mycket fria kassaflöden. Det kontanta överskottet använder ledningen istället till att göra slösaktiga investeringar. För att motverka att förskansning förekommer och att ledningen skadar bolaget kan aktieägarna öka bolagets skuldsättningsgrad. På så sätt bibehåller ägarna sitt koncentrerade ägarskap genom att välja skulder, innebärande mer kontroll, istället för eget kapital. Detta minskar ledningens tillgång till bolagets kontanta överskott (*excess cash*) till följd av kostnaden för lån och skulder, samt att skuldägarna har koll på ledningens agerande genom övervakning (*monitoring*) (Berk & DeMarzo, 2019).

Intressekonflikter återfinns även inom bolag där ägandet är utbrett, vilket således förekommer i börsnoterade aktiebolag. I takt med att ägandet blir allt mera utbrett, ökar risken för att bolagets intresse blir motstridiga och inte längre kan förvaltas som tidigare gjort (Fama & Jensen, 1983). Risktagande, utdelning och andra finansiella ersättningar tenderar att avvika från varandra i börsnoterade bolag då ägare och ledning ofta inte är samma. Med anledning av riskerna för motstridiga intressen och därmed försök till att motverka dem, inför bolag, oberoende av ägarstruktur, koder för styra bolaget (Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, 2019).

Till följd av den intressekonflikt som uppstår mellan principalen och agenten uppstår agentkostnader. Dessa kostnader uppkommer på grund av att det återfinns separation mellan

principalens ägande och agentens kontroll (Jensen & Meckling, 1976) (Se bild 2). Uppträdandet av agentkostnader leder även till moral hazard problematik på grund av att agenten prioriterar sina egna mål och följer sina preferenser snarare än att beakta bolagets mål och risker eftersom principalen bär kostnaden vid förlust. Det medför att partiella konflikter uppstår i avtalsrelationer gällande dessa preferensskillnader mellan principalen, som representerar bolagets intressen såsom ekonomisk långsiktighet, och agenten, som representerar intressen i form av kortsiktig ekonomisk vinst (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986). Återfinns det ingen direkt koppling mellan ägaren och exempelvis högsta chefen för bolaget, som ofta ses vid bolag ej ägda av en familj, tenderar agentkostnaderna att vara höga (Jensen & Meckling, 1976), något som beror på ovan nämnda preferensskillnader.

Ytterligare problematik som uppstår på grund av uppträdandet av agentkostnader är ett, enligt Jensen och Meckling, snedvridet urval (*adverse selection*). Det innebär att agenten förhåller sig att vara sanningsenlig om sin kompetens och intresse i ett avtalsförhållande, vilket gör att principalen kan betvivla agentens intresse och därmed välja en annan agent baserat på informationstillgänglighet (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Berk & DeMarzo, 2019).

Agentkostnader är ett samlingsnamn för olika typer av kostnader som uppkommer på grund av intressekonflikter mellan principalen och agenten. Övervakningskostnader (*monitoring cost*) är typ av agentkostnad, något även residualförlust och förbindelsekostnad är (Fama & Jensen, 1983). Enligt Jensen och Meckling (1976) är övervakningskostnader kostnader principalen betalar för att kunna kontrollera agenten. Förbindelsekostnader däremot är en ersättning agenten mottar för att utföra handlingar som inte leder till någon nackdel för principalen. Skulle det däremot vara så att agentens handlingar medför negativ påverkan för principalen, är det principalen som mottar ersättning av agenten. Den kapitalskillnad som uppstår sett till ersättningen är det som benämns principalens residualförlust (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).



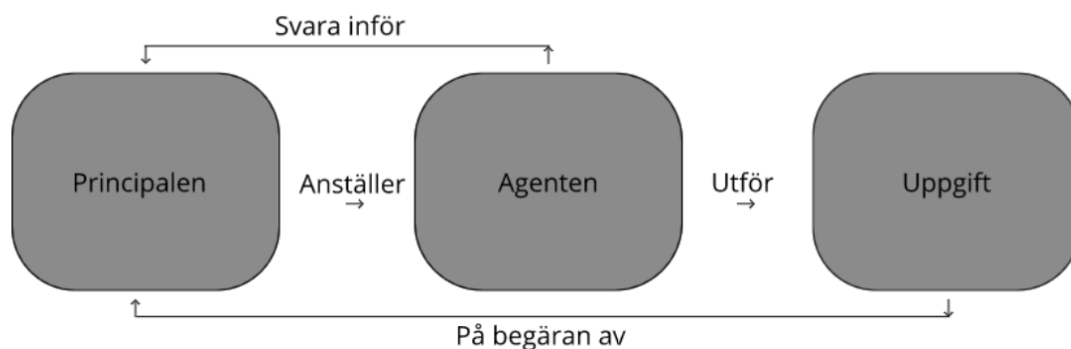


Bild 2 visar förenklat förhållandet mellan principal och agent i Jensens och Mecklings teori från år 1976 (Ekonomiivartid, u.å).

## 2.2 Principal-agent-teorin och ägarstruktur

Familjer och bolag har länge skrivit affärshistoria med varandra. Bolag ägda av familj kan ses som den äldsta och globalt mest inflytelserika bolagsformen i världen. Familjer är inom världsekonomin en av dess viktigaste aktieägare och är en bolagsform som fortsatt etableras inom både utvecklade länder och utvecklingsländer (Miller, Le Breton-Miller, Lester, Cannella, 2007).

I takt med sin utveckling har familjeägda bolag skapat nya relationer inom företagsvärlden. Forskare har i tidigare studier funnit bevis för att familjer är principalen i principal-agent-relationen, antingen som huvudägare med störst andel ägande aktier inom bolaget eller är familjen grundare till bolaget från första början. Att en stark relation återfinns mellan ägare och ledning är fördelaktigt för att minska agentkostnader eftersom att ägandet är enhetligt då familjen och lednings intresse korrelerar med varandra (Isakov & Weisskopf, 2015; Anderson & Reeb, 2003). I bolag som ägs eller grundats av en familj, där familjen innehar en ledande ställning, återfinns det initiativ att övervaka ledningen, ett initiativ som inte är lika vanligt i ej familjebolag. Huvudägaren är villig att betala den övervakningskostnad som krävs för att hålla koll på ledningen, något minoritetsägare inte har möjlighet till. För mindre ägare i bolaget är agentkostnader som uppstår är inte rimliga i förhållande till ägarandelen, vilket gör att ägande- eller grundar familjers starka position istället får en väsentlig betydelse eftersom det är dem som betalar kostnaderna (Faccio &

Lang, 2002; Anderson & Reeb, 2003). En minskning av agentkostnaderna innebär att möjligheten för opportunistiskt beteende hos familjen minimerats och graden av informationsasymmetri mellan parterna blir mindre, något som är en lösning mot principal- och agent problematiken (Anderson & Reeb, 2003).

Familjer investerar även större delar av sitt kapital i bolagen med en långsiktig strategi bakom i jämförelse med ej familj som oftare har kortsiktiga mål. Bolag ägda av familj är villiga att välja projekt med som innehar en lång återbetalningstid och därmed positiva nettonuvarde (Miller, Le Breton-Miller, Lester, Cannella, 2007).

Vidare kan det uppstå en unik principal-agent-relation inom bolag ägda av en familj där familjen är både ägare och sitter i ledningen, något som innebär att samma person agerar som både principal och agent. Det medför att intressekonflikter inte uppkommer och andra problem tillika agentkostnader försvinner om denna unika relation är kontinuerlig, vilket är positivt för bolaget (Anderson & Reeb, 2003; Maury, 2006). I bolag som ej är ägda familj är denna konstellation inte vanligt förekommande, utan brukar tillsynes vara två olika personer som fyller vardera roll (Maury, 2006).

I bolag som ägs av en familj eller där familjen är grundaren återfinns en god struktur för styrande i bolaget, något som resulterar i konkurrensfördelar i jämförelse med andra bolagsformer och dess verksamheter (Carney, 2005). Enligt Michael Carney (2005) har bolag som är ägda av en familj fördelar i att (1) bolagets auktoritet föreligger inom familjen; (2) målbilden för bolagets framtid är ömsesidig, något som gör att behovet för incitament inte är nödvändigt; (3) att denna bolagsform ses som självständigt och söker därför inte extern hjälp på samma sätt som ej familjeägda bolag (Carney, 2005).

Majoritetsägares eller familjeägares framträdande roll inom bolaget kan influera minoritetsägarnas position negativt. Majoritetsägaren värnar och främjar om sina egna intressen inom bolaget om dess andel röster är högre än andelen kapital, något som mynnar ut i att familjen gynnas på bekostnad av att bolagets medel används på fel sätt och missgynnar minoritetsägare (Isakov & Weisskopf, 2015; Andersson & Reeb, 2003).

När minoritetsägarnas intresse missgynnas ökar även risken för att deras insyn i bolagens verksamheter och kapital minskar. Minoritetsägarnas möjligheter till att granska ledningens beteende minskar också i takt med att ogynnsamma beslut för minoritetsägare tas av den ägde familjen (Faccio & Lang, 2002). Ägare som innehar större innehav inom bolaget, där innehavet inventeras långsiktigt, tenderar att preferera investeringar som influerar bolagets tillväxt och innovation, medan ägare med mindre innehav prioriterar investeringar som på kort sikt påverkar bolagets kassaflöde och värde på marknaden (Andersson & Reeb, 2003; Chrisman, Chua, & Litz, 2004).

Intressekonflikter som uppkommer mellan parterna genererar agentkostanderna, varpå majoritetsägare drar fördel genom att bruka sin position inom bolaget för att göra påtryckningar på de mindre ägarnas intresse (Chrisman, Chua, & Litz, 2004; Andersson & Reeb, 2003). En av de större agentkostnaderna som uppkommer inom bolag ägda av familj, är när familjen och dess medlemmar är aktiva deltagare i bolagets ledning eller styrelse utan att vara fullständigt meriterade (Chrisman, Chua, & Litz, 2004). Forskarna Anderson och Reeb (2003) menar i sin studie att det är en nackdel för bolag när huvudägaren är oförmögen att ersätta ledningen med bättre lämpade kandidater som återfinns på marknaden. I bolag som ej ägs av familj framkommer inte detta dilemma utan där anställs rättmätiga kandidater.

I samma spår som Anderson och Reeb fortsätter forskarna Gómez-Mejía, Nuñez-Nickel och Gutierrez, (2001) som i sin studie menar på att kontrakten som skapas i familjebolag är baserade på känslomässiga värderingar istället för effektiva kriterier, något som åsidosätter mottagligheten för riskvillighet eller prestation (Gómez-Mejía m.fl., 2001; Isakov & Weisskopf, 2015). Isakov och Weisskopf (2015) beskriver också, i likhet med Anderson och Reeb, att kostnader i form av löner och förmåner till anställda närstående inte skapar värde för andra ägare inom bolaget.

### *2.3 Principal-agent-teorin och utdelning*

Utdelningspolicyn i ett bolag är riktlinjer för att bestämma utdelningsmetoden inom ett bolag och hur utdelningar ska betalas ut från bolaget till dess aktieägare samt på nivån av betalningssumman. Det är då vinst genererats i bolaget beslut måste fattas om hur vinsterna ska disponeras. Antingen kan vinsten återinvesteras i bolaget eller distribuera vinsten ut genom utdelningar. Utdelning är avkastningen och den andel av vinsten som bolagets

aktieägare erhåller för att ha investerat i bolaget (Corporate Finance Institute, 2022; Ekonomifakta, 2022; Berk & DeMarzo, 2019).

De vanligaste utbetalningsmetoderna bolag använder för att distribuera ut vinsten är antingen återköp (*buybacks*) eller traditionella kontanta utbetalningar (*cash dividend*). Att bolag gör aktieåterköp innebär att bolaget köper tillbaka egna aktier från investerarna i utbyte mot betalning medan kontanta utdelningar är kontanta medel som går ut från bolaget och vidare som betalning till aktieägarna (Corporate Finance Institute, 2022; Ekonomifakta, 2022; Avanza, u.å.; Berk & DeMarzo, 2019).

Principal-agent-teorin spelar en essentiell roll i bestämmandet av ett bolags utdelningspolicy. Jensen och Mecklings teori framhåller att ägare tenderar att bruka tillgängliga resurser mer produktivt genom stimulans av utdelningar, och framförallt kontanta sådana (Jensen & Meckling, 1976). Utdelningar har en positiv inverkan på principal-agent-relationen även om ägarstrukturen inom bolaget influerar nivån av utdelningar och uppkomna agentkostnader (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984).

De agentkostnader som uppstår för bolaget när ledningens och aktieägarnas intresse går i motsatt riktning, är alltså något som medför problematik i bolag med fria kassaflöden. Ett fritt kassaflöde fastställs, enligt författaren Michael Jensen (1986), som "*free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital.*" (Jensen, 1986, p. 323). Den intressekonflikt som skapas beror på att bolagets ledning väljer att investera, det stora kassaflödet som genereras, i projekt som riskerar att den förväntade avkastningen understiger kapitalkostnaden (Jensen, 1986; La Porta, Schleifer, Vishny, 2000; Easterbrook, 1984). Trots detta har bolagets ledning ändå incitament i att fortsatt förfoga över det fria kassaflödet för att använda de likvida medlen till finansiering av nya projekt som gynnar dem. För att minska problematiken med fria kassaflöden på ett verkningsfullt sätt är stora kontanta utdelningar en utbetalningsmetod att preferera. Anledningen för detta är för att utdelningar av kontanta medel tenderar att minimera de agentkostnader som ofta uppkommer i relationen mellan principal och agent (Jensen, 1986; Easterbrook 1984). Kontanta utdelningar och dess nivå är en styrningsmekanism för att inte bolag ska inneha för stora fria kassaflöden och en form av

incitament för att agenten ska agera i linje med principalens intresse. När principalen och agenten är samma person minimeras också agentkostanderna via kontanta utdelningar (Berk & DeMarzo, 2019).

Bolagets intjänade kapital har en central ekonomiskt betydelse för bolagets beslutsfattande om utdelning. Bolag delar ut en nivå av kontanter för att minimera agentkostnader associerade med stor andel kontanter eller låg skuldsättningsgrad som annars skulle bli resultatet av att inte dela ut (Chen, Cheung, Stouraitis, Wong, 2005).

Bolag med en ägarstruktur sett till då bolagets innehav är under uppsikt av en familj finns ofta benägenheten i att använda kontanta utdelningar då det blir ett sätt för familjen att erhålla kapital från bolag under deras tillsyn (Isakov & Weisskopf, 2015; Chen, Chen, Chen, Lin, 2022; Chen m.fl., 2005). I mindre bolag är detta tillvägagångssätt vanligt förekommande och tillvägagångssättet är även en representativ anledning till att bolag ägda av en familj har benägenhet till större utdelningar i jämförelse med bolag som ej ägs av familj (Chen m.fl., 2005).

#### *2.4 Diskussion kring teoretiskt ramverk*

För att möjliggöra att frågeställningen besvaras och studien förses med analys om det finns skiljaktigheter sett till utdelningsnivå beroende på bolagsform har principal-agent-teorin valts som teoretiskt ramverk. Teorin öppnar upp möjligheterna för att förklara och analysera den kontraktuella relation som uppstår mellan principalen och agenten sett till bolagets ägarstruktur. Vidare är teorin även ett ansevärt ramverk för att tydliggöra potentiella intressekonflikter som kan uppstå mellan utdelning och ägarstruktur, varpå denna konflikt kan liknas vid den som återfinns gällande principal och agent. Principal-agent-teorin lämpar sig som teoretiskt ramverk i jämförelse med de variabler som studien avser att behandla.

Teorin om ej finansiella incitament (*non-financial incentives*) är en annars användbar teori och innebär att pengar inte är det enda som tillgodoser människors eller bolags behov utan sociala och emotionella faktorer spelar också en essentiell roll (Berk & DeMarzo, 2019). Utdelningssignalering (*dividend signaling*) är också ett praktiskt teoretiskt ramverk som syftar till att bolagets framtid ser positiv ut om bolaget ökar kontanta utdelningen (Berk &

DeMazro, 2019). Anledningen till att dessa ramverk inte används i studien är för att de inte passar till studiens valda modell och är inte behjälpliga till att besvara varken studiens frågeställning eller nollhypotes. För att de teorierna skulle kunna användas i denna undersökning hade andra variabler behövts införas och analyserats. I teorin om utdelningssignalering hade det även medfört svårigheter i att mäta hur marknaden reagerar då detta är oförutsägbart.

### 3. Tidigare forskning

---

*I detta kapitel presenteras tidigare forskning inom ämnet, det görs utifrån att först diskutera forskningen avseende ägarstruktur och prestation, därefter ägarstruktur och utdelning, för att sedan avsluta med att formulera en hypotes utifrån presenterad teori och forskning.*

---

#### 3.1 Ägarstruktur och prestation

Ett bolags ägarstruktur har alltid utgjort en essentiell roll för verksamhetens prestationsförmåga, vilket återfinns i flertalet studier gjorda runt om i världen. En av dessa studier är Thomas Kirchmaier och Jeremy Grants studie från år 2005. I studien analyserar Kirchmaier och Grant det europeiska näringslivet och delar in ägarstruktur i olika grupper baserat på mängden kontrollrättigheter. Forskarna finner att ett signifikant samband finns mellan bolagets prestation och ägarstruktur, oavsett om bolaget är familjeägt eller ej (Kirchmaier & Grant, 2005).

Två forskare som stödjer Kirchmaiers och Grants resultat är Joshua Abor och Nicholas Biekpe (2007) som i sin studie över små- och medelstora bolag i Ghana finner ett samband mellan bolagets ägarstruktur och hur bolaget presterar. Men Abor och Biekpe (2007) menar även på att storlek, sammansättning och familjeäggande är faktorer som bidrar till att ett signifikant samband finns. Vidare finner även Ronald C. Anderson och David M. Reeb i sin studie från år 2003 att bolag som familjeägda bolag i genomsnitt presterar bättre sett till bolag som inte ägs av en familj.

Jonathan Farrer och Ian Ramsay påvisar även dem i sin studie från år 1998 att ett signifikant samband finns, men mellan prestation och ägarkoncentrationen. Farrer och Ramsay baserar sin studie på det australiska näringslivet där de har undersökt 180 börsnoterade bolag i landet. En liknande studie har även gjorts över den mexikanska marknaden gällande ägarkoncentration och prestation av forskarna Juan Manuel San Martín Reyna, Rocío Durán Vázquez och Arturo Lorenzo Valdés (2012). Även här argumenterar forskarna för att ett signifikant samband finns mellan bolagets ägandekoncentration och prestationsförmåga.

Däremot påvisar Reyna m.fl. (2012) även att de bolag med en hög ägarkoncentration är familjeägda bolag som värnar om sina egna intressen.

Däremot visar inte alla studier att prestationen påverkas av ägarstruktur eller koncentration. Två forskare som inte finner detta samband är Harold Demsetz och Belén Villalonga (2001) som menar på att varken koncentration eller struktur följaktligen influerar hur bolaget presterar.

Även om skiljaktiga meningar råder kring huruvida ägarstruktur påverkar bolagets prestation så finns det ett antal studier inom ämnet. Något som studier däremot inte återger i samma uträkning är huruvida ägarstruktur, framförallt familjeäggande, påverkar den kontanta utbetalningsnivå.

### *3.2 Ägarstruktur och utdelning*

Historiskt sett har familjebolag varit en vanligt förekommande struktur. Detta konstateras i tidigare forskning, bland annat i en studie genomförd över ägarstrukturen i västeuropeiska bolag, däribland Sverige av forskarna Mara Faccio och Larry Lang (2002). I studien framställdes resultat som påvisar att familjeäggande är den vanligaste bolagsformen i världen även om definitionen bakom den är någorlunda tvetydig, något som även Danny Miller, Isabelle Le Breton-Miller, Richard Lester och Albert Cannella Jr framhåller i sin studie från 2007. Ronald Anderson och David Reeb (2003) stödjer även argumentationen för att familj är en utbredd bolagsform då de i sin forskning framhåller belägg om att familjebolag utgör en tredjedel av S&P 500.

Men det är inte bara ägarstrukturen som har granskats utan även hur aktiva ägarna är. I en studie gjord av S. Abraham Ravid och Naciye Sekercib från år 2020 fann forskarna belägg för att det är en tradition att en majoritet av de största aktieägarna, oavsett ägarstruktur, i Sverige engagerar sig i bolaget. Detta på grund av att de större ägarna anser att det genererar ett värdeskapande på längre sikt om ägaren är delaktiga och aktivt engagerad i bolagets verksamhet (Ravida & Sekerci, 2020).



En annan forskare som också lyfter ett aktivt ägande, men ur ett familjeperspektiv, är Benjamin Maury. Maury granskar i sin studie från år 2006 aktivt ägande 1 672 bolag i Västeuropa, där han konstaterar att bolag ägda av familj där familjen är aktiv i styrelse eller ledning kan kopplas till högre lönsamhet i jämförelse med bolag ägda av ej familj (Maury, 2006). Maury finner även ett samband mellan att aktivt ägande av familj gör att bolaget har högre värderingar och att agentproblematik minskar. Däremot återfanns en problematik i förhållandet mellan familj och minoritetsägare när ägandet är aktivt kontrollerat samt agentkostnader. En tolkning Andrei Shleifer och Robert Vishny (1997); James Chrisman, Jess Chua och Reginald Litz (2004) samt James Lau och Joern Block (2014) också karakteriserar i sina studier.

Trots att ägarstrukturen och aktivt ägande fyller en betydelsefull roll i näringslivet framställs det ingen tydlig bild huruvida skillnaderna i hur dessa faktorer påverkar bolagens utdelningsmetod, utdelningsnivå och om positiva eller negativ samband finns. En förklaring till tidigare studiers diffusa resultat kan vara att tolkningen av vad ett familjedrivande bolag är skiljer sig åt (Miller m.fl., 2007).

Vidare är forskningsområdet inom utdelningspolicy ett av de mest studerade ämnet i modern Corporate Finance. Detta efter startskottet kring mitten av 1900-talet då de etablerade forskarna, John Lintner samt Merton Miller och Franco Modigliani i sina respektive studier inom Corporate Finance, försökte bistå med teorier över de mönster som kan identifieras av monetära flöden mellan bolag och dess intressenter (Isakov & Weisskopf, 2015).

I en studie av Chen, Cheung, Stouraitis och Wong (2005) stöds forskningen och argumentationen för att ett positivt samband föreligger mellan utdelning och familjekontroll i Hong Kong återfinns. En uppfattning även Tehmina Khan (2006) står bakom vad gäller bolag i Storbritannien, Toru Yoshikawa och Abdul Rasheed (2010) för bolag i Japan, Seun Young Park och Soo Yeon Park (2022) i Korea och Julio Pindado, Ignacio Requejo, Chabela de la Torre (2012) i Europa-zonen. Isakov och Weisskopf (2015) drar det ett steg längre än bara att undersöka eventuellt samband, då de framhåller i sin empiriska studie över västeuropeiska bolag, att utdelningsnivåer är högre i familjebolag i förhållande till de som utgör annan

bolagsform. Detta är en uppfattning som forskarna Chen m.fl. (2005) delar genom via sin studie om Hong Kong.

Givetvis råder inte samstämmiga meningar i den tidigare forskningen. Exempelvis i en studie gjord på 458 Colombianska bolag påvisas inget samband mellan att familjemedlemmar i ledningen skulle ha en inverkan på utdelningspolicy (González, Guzmán, Pombo & Trujillo, 2012). Vidare finns det andra studier om den indonesiska marknaden, där forskarna Evy Mulyani, Harminder Singh och Sagarika Mishra (2016) konstaterar att det finns negativt samband mellan familjeägd bolag och utdelning. Detta menar Mulyani m.fl. (2016) innebär att bolagets värdeskapande inte behöver ha något samband med utbetalningstrategier under förutsättning att det inte finns friktion på marknaden och investeringarna är konstanta som även Miller och Modigliani (1961) tar upp. Ytterligare en tidigare utförd studie för börsnoterade bolag i nio östasiatiska ekonomier finner forskarna Najah Attig, Narjess Boubakri, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami (2016), att familjeäggande har ett negativt samband till utdelningskvoten. Attig m.fl. (2016) framlägger även bevis för att bolag ägda av familj är mer benägna att exkludera utdelningar under finansiella kriser än bolag som ej är ägda av familj.

### *3.3 Hypotesutveckling*

Teorin om principal-agent förhållandet talar för att intressenternas åtskilda intressen i börsnoterade bolag är relevanta för de ekonomiska beslut som fattas. Detta eftersom respektive intressent antas agera i egenintresse, något som i större eller mindre utsträckning får genomslagskraft beroende på vilken ägarstruktur bolaget har. Bolag ägda av familj präglas av bibehållen auktoritet inom familjen som inflytelserik majoritetsägare kan påverka minoritetsägare och främja egenintressen då gränsen mellan ledning, ägare och familj blir allt mera vag. I motsats till detta är de ej familjeägda bolagen av inte lika förenad målsättning, utan har i större utsträckning flertal påtryckningar från differentierade intressen mellan majoritets- och minoritetsägare såväl som ledning. Således är det inte otänkbart att förutsättningarna för utdelning påverkas av att förhållandena i bolag ägda av familj respektive ej ägda av familj skiljer sig åt. Ett rimligt antagande vore därför att nivån av utdelning, från de fritt disponibla vinstmedel bolaget genererat, även denna skiljer sig åt för respektive bolag.

De varierande resultaten utgörande tidigare studier inom ämnet kan exempelvis förklaras av att studierna antingen har en något avvikande forskningsfråga i förhållande till varandra eller att definitionen av vad som klassificeras som familjebolag är avvikande. Den varierande åtkomsten till data, övriga förutsättningar som finansiella medel eller tid för studierna, kan även få implikationer på de resultat som presenterats i tidigare studier. Till följd av detta, väljer denna studie att formulera en hypotes utifrån att andra faktorer denna studien inte tar höjd för eventuellt kan ha ett så pass stort inflytande på de finansiella beslut som fattas i ett bolag, att ett särpräglat och tydligt samband mellan familjeäggande och utdelning inte kan säkerställas. Hypotesen lyder som följer:

*$H_0$ : Det finns inget samband mellan utdelningsnivå och familjeäggande*

Hypotesen prövas med hjälp av studiens metod och undersökning för att därefter diskuteras utifrån dess riktighet.

## 4. Metod

---

*I detta kapitel presenteras studiens uppbyggnad och tillvägagångssätt. För att läsaren skall få en bättre förståelse för forskningsområdet definieras väsentliga begrepp som genomgående används i studien. Metodavsnittet avslutas med en diskussion kring studiens metod- och källkritik.*

---

### *4.1 Vad studien avser att behandla*

Studien avser att analysera om det finns någon skillnad i utdelningsnivån mellan bolag som ägs av familj respektive bolag som ej ägs av familj. För att möjliggöra ett svar på studiens frågeställning kommer principal-agent-teorin användas som det primära teoretiska verktyget för att identifiera agenter och principaler följt av definitioner förklarande vad studien klassificerar ett familjeägt bolag som.

### *4.2 Forskningsansats och undersökningsform*

Studien har en deduktiv forskningsansats, där framställandet av syfte och frågeställning samt sammanställningen av analyser och tabeller möjliggjorts med hjälp av tidigare forskning och teoretiskt ramverk.

Studien använder paneldata, innebärande att data samlats in för samtliga noterade bolag på Stockholmsbörsens Small, Mid och Large Cap under ett tidsintervall på sex år. Dessa observationer har sedan undersökts och analyserats för att ge en överblick om ägartyp och utdelning. Eftersom tiden inte är den väsentliga undersökningsfaktorn i studien till följd av att ägartyp och utdelning inte ändrats avsevärt över tid, har studien fokuserat mer på tvärsnittet, det vill säga skillnaden mellan de olika bolagen. Eftersom panel- eller longitudinell undersökning grundar sig i att analyseras under ett längre tidsintervall (Bryman & Bell, 2017) är denna undersökningsform inte direkt applicerbar på studien.

#### 4.2.1 Metodval

Vid val av forskningsstrategi i studien, är det av vikt att utgå från det formulerade syftet. Studien har baserats på en kvantitativ forskningsmetod med anledning av omfattande data som samlats in för att jämföras och sammanställas i en regression. Eftersom kvalitativ forskningsmetod inte är mätbar i samma uträkning som en kvantitativ forskningsmetod (Bryman & Bell, 2017), betraktas därmed inte en kvalitativ forskningsmetod vara applicerbar i denna studie.

### 4.3 *Datainsamling*

Studien har försetts med sekundärdata, det vill säga data som redan är framtagen (Bryman & Bell, 2017), där insamling från olika finansdatabaser varit nödvändigt för att möjliggöra genomförandet av studiens analys och undersökning. Däribland har finans-databasen Holdings använts för att samla in ägardata per den 31 december varje år från 2016 till 2021 för samtliga bolag i urvalet. Anledningen till detta beror på att ägardatan för de olika bolagen uppdateras under respektive år med olika frekvenser, men ägarbilderna rapporteras först vid varje års slut. Sett till utdelning och övriga kontrollvariabler, har dessa samlats in via databasen FactSet. Resterande data som samlats in för att förse studien med mer validitet och reliabilitet är finansiella tidskrifter, böcker samt bolagens hemsidor och årsredovisningar via Retriever Business.

#### 4.3.1 Urval

Studiens urvalsunderlag har baserats på mängden relevant information om ägarstruktur och utdelningspolicy som funnits att tillgå, därav har bolagen noggrant granskats och endast inkluderats ifall tillgänglig information funnits. Studiens urvalsunderlag har inkluderat alla noterade bolag på Stockholmsbörsen i kategorierna Small, Mid och Large Cap som innehaft tillräckligt med information mellan åren 2021 och 2016. Detta gav studien initialt 356 bolag inklusive de 89 bolag som i senare skede exkluderats till följd av bortfall under den sexåriga tidsperioden (Bilaga 2). För varenda bolag samlades det in data för samtliga bokslutsår de varit börsnoterade under den valda tidsperioden, vilket resulterade i totalt 2 154 stycken observationer (Bilaga 1).

### 4.3.2. Bortfallsanalys

I denna studie har således exkludering gjorts, vilket varit väsentligt för validiteten och för att kunna upprätthålla en så rättvisande bild av verkligheten som möjligt. Exkluderingen gäller de observationer där datan varit bristfällig och/eller inte tillgänglig under ett visst år. Det innebär att endast enskilda observationer, för det år åtkomsten till data varit bristfällig, har exkluderats och inte hela bolag. Om det funnits data för minst ett år men inte resterande har bolaget följaktligen ändå inkluderats i urvalet, detta motiveras genom att studien fokuserar på att jämföra skillnader mellan olika bolag och inte skillnaden mellan olika årsperioder. Detta gjorde dock att datan blev obalanserad, som för övrigt inte påverkat resultatet väsentligt.

När det kommer till databaserna studien använt sig av, närmare bestämt Holdings och Factset, är de av välsorterad och beprövad karaktär, dock var datan som tidigare nämnt stundtals bristfällig. Därmed har det varit oundvikligt att inte ha bortfall. Närmare bestämt har 20 stycken observationer exkluderats Small Cap, 50 stycken på Mid Cap och 17 stycken på Large Cap, en total om 317 stycken observationer (Tabell 1). I denna studie har följaktligen tre orsaker till bortfall formulerats (Tabell 1 nedan):

- (1) Holdings har inte haft tillräckligt med ägardata.
- (2) Factset har inte haft tillräckligt med redovisningsdata.
- (3) Båda databaser har inte haft tillräckligt med respektive data.

*Tabell 1. Bortfall av observationer fördelat efter orsak*

Cap	Holdings	Factset	Båda	Total
Small	20	11	21	52
Mid	50	43	83	176
Large	17	11	61	89
Total	87	65	165	317

**Tabellförklaring:** Studiens totala bortfall av observationer fördelat efter orsak, närmare bestämt databasernas brist på data.

Efter att ovanstående bortfall exkluderats reducerades studiens totala urval från 2 154 till totalt 1 837 observationer, utgörande 261 bolag (Bilaga 1 & 2).

## 4.4 Definitioner

### 4.4.1 Definition familjeägande

Familjeägda bolag är en mångtydig ägarstruktur och begrepp som inte definieras enhetligt, medförande att ett generellt tillvägagångssätt för att definiera termen och skilja bolagsformerna åt inte är givet (Faccio & Lang, 2002; Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006). I vissa studier betonas att grundaren till bolaget, ingående i en familj, även skall vara ägare eller att bolagets grundare tillsammans med närstående är ägare eller aktiva i ledningen (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006). Miller m.fl. (2007) definierar ett familjebolag på liknande sätt, där krävs det däremot endast att flera medlemmar från samma familj, oavsett grundare eller inte, har ägarandelar i bolaget eller är representanter i ledningen. Emellertid har andra studier utgått från andelen röster den största ägaren innehar och om denna ägare är en familj eller inte. I studien *“Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations”* av Benjamin Maury (2006), utgår författaren från en röstandel på 10 procent medan andra studier utgår från 20 procent (La Porta, Shleifer & Vishny, 2000; Faccio & Lang, 2002; Isakov & Weisskopf, 2015).

Denna studie har primärt definierat bolag ägda av familj i likhet med de sistnämnda studierna och utgår därav från ägaren med mest röstandelar. I denna studien anses ett bolag vara ägt av en familj om ägaren med mest röstandelar har ett innehav överstigande eller lika med 20 procent, och dessutom ingår i en familj. Däremot klassificeras inte bolag som familjeägda om bolaget har en enskild ägare med mer än 20 procent - detta klassificeras istället som en annan stor ägare. Trots att 20 procent inte utgör majoritet (givet att majoritet definieras som en andel av något, större än 50%), innehar en ägare med denna andel stort inflytande på bolaget. I Sverige tenderar dessutom ägarstrukturen att vara koncentrerad, innebärande att en ensam aktieägare innehar en betydande andel och de övriga aktieägarna betydligt mindre (Faccio & Lang, 2002). I en studie gjord av Laurence Bloch och Elizabeth Kremp (2002) undersöktes den franska ägarstrukturen och återfann bland annat att röstblock med störst makt i franska bolag hade ett genomsnitt på 29,4 procent.

I denna studie tolkas begreppet familj inte bokstavligt, utan begreppet omfattar de bolag som kontrolleras av en familj genom stiftelser, bolag och flera familjemedlemmar, såväl ingifta

som infödda. För att studiens resultat inte skall bli missvisande antas, med stöd från tidigare studier (Villalonga & Amit, 2006), att en familj agerar enhetligt. Därmed begränsas inte undersökningen till att den största ägaren agerar enskilt utan andra ägare ska tas i beaktning om de tillhör samma familj. Det finns flera bolag där den största ägaren enskilt äger mindre än 20 procent, men tillsammans med familjemedlemmar äger mer eller lika med 20 procent. Studien behandlar därför denna definitionsfråga genom att kombinera alla familjemedlemmarnas andelar, om andelarna överstiger eller är lika med 20 procent klassificeras bolaget som familjeägt, annars som spritt ägande i bolaget.

En annan avgörande faktor vad gäller studiens validitet, är behandlingen av investeringsbolag och stiftelser som äger mer eller lika med 20 procent av rösterna i det bolag som granskas. Detta förekommer då det finns ett antal stora investeringsbolag noterade på Stockholmsbörsen, som i sin tur innehar ägarandelar i andra noterade bolag. En del av dessa investeringsbolag som i sin tur har de omnämnda 20 procenten rösträtter eller mera, ägs av familjer, däribland förekommer familjen Wallenberg och Lundin. Sammanfattningsvis måste en familj äga 50 procent av exempelvis investeringsbolaget, stiftelsen eller det bolag som i sin tur innehar 20 procent av rösträtterna i det bolag som granskas, för att bolaget som granskas skall klassificeras som familjeägt. Exempelvis ägde familjen Wallenberg under år 2021, 50,61 procent av rösträtterna i investeringsbolaget Investor, som i sin tur besatt 28,37 procent av rösträtterna i bolaget Electrolux. Bolaget som granskades, Electrolux, klassificerades därför som familjeägt. Denna avgränsning görs för att ägarskapet inte ska bli alltför utbrett. Ett annat konkretiserande exempel är investeringsbolaget Industrivärden, där familjen Lundberg i genomsnitt ägt 27 procent av rösträtterna under den observerade tidsperioden. Detta har ansetts vara för lite för att Industrivärdens innehav i sin tur skall anses som familjeägande, däremot anses Industrivärden självständigt som familjeägt enligt definitionen ovan.

På samma sätt har stiftelserna och dess innehav klassificeras. Ett exempel är stiftelsen FAM AB (tidigare Foundation Asset Management) där familjen Wallenberg ägt 100 procent av bolaget genom sina tre stiftelser under samtliga observerade år. FAM AB äger i sin tur många andra börsnoterade bolag, däribland Stora Enso där de äger mer än 20 procent. Därmed klassificeras Stora Enso också som ett familjebolag. Däremot kräv det att stiftelsen har direkt



koppling till en person eller familj för att detta i sin tur ska klassificeras som familjeägt, likt Villalonga och Amits (2006) definition. Ett exempel på detta är Henrik Dunkers stiftelse där det mesta av stiftelsens medel tillfaller Helsingborgs stad och ingen med familjekoppling är sittande i styrelsen.

Om bolagen inte uppfyller någon av de ovanstående kraven klassificeras de som ett ej familjeägt bolag. Nedan har tillvägagångssättet sammanställts i en förenklad graf:

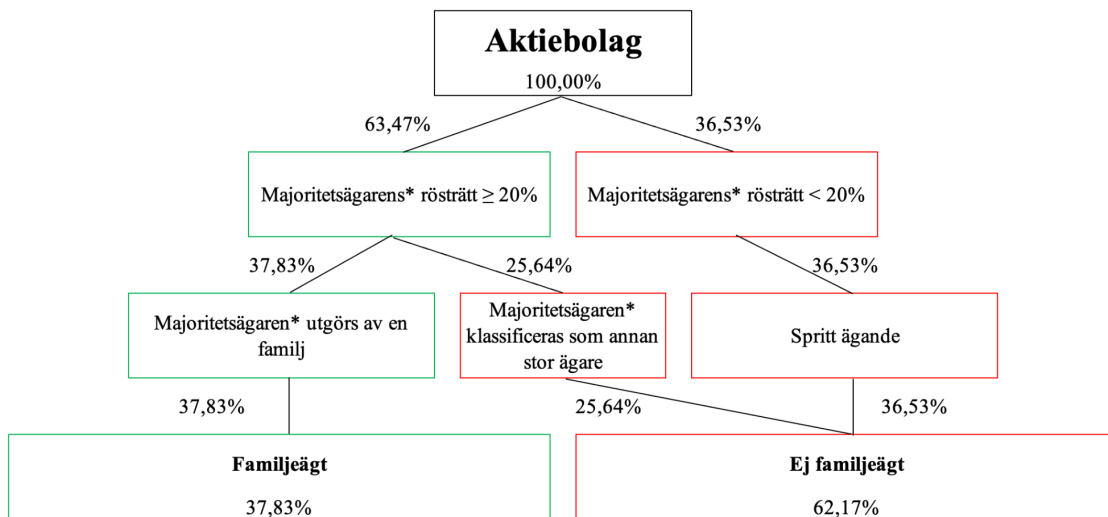


Bild 3 visar tillvägagångssätt för identifiering av ägarstruktur (Framtagen i Excel).

\*Med majoritetsägare åsyftas privatpersoner, familjemedlemmar eller familjer genom bolag som innehar störst andel av rösträtterna.

## 4.5 Variabler

### 4.5.1 Beroende variabel

I enlighet med tidigare forskning såsom Chen m.fl. (2005) och Isakov och Weisskopf (2015) har denna studie använt sig av begreppet dividend cash payout för att definiera nivån av utdelning. Det vill säga endast utdelning i form av kontanta utdelningar där inte någon annan form av utdelning såsom återköp tas i beaktning. För att mäta utdelningen hos bolagen kommer denna studie att mäta andelen utdelningar per aktie (*dividend per share*) i relation till vinst per aktie (*earnings per share*). Måttet kallas för Dividend Payout per Share (utbetalning per aktie) och har samlats in genom databasen Factset. Dividend Payout per Share har valts som mått eftersom absoluta tal av utdelningen skulle kunna medföra snedvridningar i

resultatet. Snedvridningar som i sådana fall uppkommit till följd av att varierande bolagsstorlek och andel aktier, något som i sin tur hade påverkat utdelningen.

Anledningen till att måttet är studiens beroende variabel beror på att måttet spelar en essentiell roll i att kunna besvara studiens frågeställning samtidigt som variabeln är vanligt förekommande sett till andra studier (Yoshikawa & Rasheed, 2010; Isakov & Weisskopf, 2015; Mulyani m.fl., 2016). En problematik som däremot uppstår vid valet av beroende variabel är huruvida bolag som inte går med vinst men ändå delar ut skall hanteras. För att hantera denna problematik vid dessa specifika fall väljer vi att, i enlighet med tidigare studier (Isakov & Weisskopf, 2015), sätta andelen utdelning till 100 procent.

Vidare har den beroende variabeln även winsorizats i det statistiska dataprogrammet Stata, detta har gjorts för att korrigera för extremvärdena vid den 1:e och 99:e percentilen. Detta betyder att den översta och lägsta 1 percentilen ersätts med det nästkommande värdet (Brooks, 2019).

#### 4.5.2 Ägarvariabler

Baserat på typ av ägarstruktur delas bolagen i urvalsunderlaget in i tre olika klasser - familjeägt, annan stor, spritt ägande. För att sedan möjliggöra studiens genomförande har däremot endast två stora grupper tagits hänsyn till där annan stor och spritt ägande kombinerats till en grupp, ej familjeägt, och gruppen familjeägt förblir familjeägt.

I de bolag som ingår i urvalet där den kontrollerande huvudägaren genom fysisk eller juridisk person innehaft ett aktieinnehav på mer än 20 procent och där denna kontrollerande huvudägaren, fysiskt eller juridisk, har varit mer än en inom familj via giftermål eller infödd har det klassats som familj. Det vill säga att om de bolag som tillhört bolagsgruppen har ägts av ett annat bolag eller person som efter granskning visat sig tillhöra en familj har detta klassificerats som familjeägt bolag. Klassificeringen "Annan stor" innebär också att den kontrollerande huvudägaren innehaft ett aktieinnehav på mer än 20 procent, men där denna fysiska eller juridiska huvudägaren är ensam eller en extern ägare. De bolag i urvalet varav huvudägarens innehav däremot varit under 20 procent, oavsett om huvudägaren genom fysisk eller juridisk person varit familj eller extern, har det klassificerats som ett spritt ägarskap. Dessa två senare grupper anses inte vara familjeägda bolag. Med detta sagt har denna studien

valt att fokusera på antal röster och inte efter antal aktier när det kommer till att bedöma ägarstrukturen. Detta eftersom många bolag på Stockholmsbörsen har röstdiffierade aktier vilket gör den ägaren med flest antal aktier inte behöver ha störst inverkan (Faccio & Lang, 2002). Därför blir det en mer objektiv synvinkel om ägarstrukturen baseras på röster snarare än antal.

En annan variabel som också samlats in är en underkategori till gruppen familj som benämns "aktivt ägande" med syfte att undersöka hur många familjemedlemmar eller familjekontrollerande bolag som varit aktiva i bolagen. Med aktivt ägande åsyftas att minst en familjemedlem har suttit i styrelse eller ledning i det kontrollerande bolaget eller i bolaget som tillhört urvalet under studiens analyserade tidsperiod.

#### 4.5.3 Kontrollvariabler

I studien har det vidare använts andra variabler bortsett från den beroende och ägarvariablerna. Dessa variabler kallas för kontrollerande variabler och är variabler som kan ha en påverkan på den beroende variabeln (Arora & Bodhanwala, 2018).

De kontrollerade variabler som används är bolagets storlek räknat som totala tillgångar och skuldsättning räknat som totala skulder/totala tillgångar. Variablerna har valts på grund av att de är vanligt förekommande i tidigare forskningsstudier (Yoshikawa & Rasheed, 2010; Isakov & Weisskopf, 2015) och studiens valda variabler är applicerbara i syfte att kunna se om skillnader uppkommer sett till ägarstruktur och utdelningsnivå.

Vidare har den kontrollerande variabeln som mäter bolagets storlek sett till totala tillgångar vid varje års slut logaritmerats i Stata. Anledningen till varför denna variabel har logaritmerats är eftersom företagsstorlek är något som kan variera kraftigt. Därav blir detta grundläggande för att minska variansen i urvalet. Skuldsättningsgraden har även den genomgått en reformering i Stata genom så kallad winsorizing.

#### 4.5.4 Dummyvariabler

Som sista variabel i studien användes så kallade dummyvariabler, för att granska år och skillnader inom bolagsspecifika sektorer. En dummyvariabel är i regressionsanalys en variabel som använder siffrorna 0 och 1 för att antyda på det saknas eller existerar något

bestämt utfall som kan påverka resultatet (Wahlgren, 2013). En annan dummyvariabel studien använde sig av var företagsID, vilket gav varje enskilt bolag i urvalet en egen dummyvariabel.

Antal verksamma år för bolaget är en variabel som exkluderas i denna studien. Att variabeln exkluderas kan eventuellt minimera resultatets förklaring men är ett val vi anser är nödvändig på grund av avsaknad på reliabla källor gällande bolagens faktiska verksamhetsår.

Indelningen av de bolagsspecifika sektorerna gjordes utefter Stockholmsbörsens uppdelning (Bilaga 4). Anledningen till att vi har valt dummyvariabeln sektor och inte branch beror på att mängden branscher var för många och för lika varandra sett till andelen observationer, varpå sektor ansågs vara en bättre klassificering.

#### *4.6 Regressionsförfarande*

I denna studie har en multipel OLS-regression (Ordinary Least Squares) utförts för att testa hypotesen som presenterades i föregående kapitel och genom detta kunna besvara frågeställning. Anledningen till valet av just denna modell är för att OLS regressioner är en välanvänd metod och har framförts i många likartade studier bland annat Isakov och Weisskopf (2015) och Villalonga & Amit (2006).

Denna regression öppnar upp möjligheter för att testa om skillnader återfinns mellan bolag ägda av familj eller ej och om skillnaden är slumpmässig eller om variationen faktiskt är signifikant. Däremot kräver denna modellen att ett par grundläggande antaganden uppfylls för att regressionen ska vara trovärdig och träffsäker.

##### 4.6.1 Normalfördelning

I dessa typer av finansstudier finns det risk för olika typer av systematiska fel. Ett viktigt antagande inom OLS-modellen är att residualerna för urvalet ska vara normalfördelade. Datan som studien använder sig av är i grunden inte normalfördelad, därför krävs ett par åtgärder för att eliminera feltermen så gott som möjligt. Dessutom är detta antagande särskilt viktigt att testa vid undersökning av mindre populationer (Brooks, 2019), vilket denna studie gör. De åtgärder som har vidtagits är bland annat transformering av variablerna såsom

logaritmering och winsorizing. Den beroende variabeln utdelning och kontrollvariabeln skuldsättning har genomgått winsorizing medan kontrollvariabeln bolagsstorlek (totala tillgångar) har logaritmerats.

#### 4.6.2 Multikollinearitet

Ytterligare ett antagande för denna modell är multikollinearitet, vilket är ett väsentligt antagande nödvändigt för att OLS-regressionen ska vara genomförbar (Brooks, 2019). Detta uppstår när två eller flera oberoende variabler är korrelerade med varandra. Om flera variabler har en hög korrelation innebär detta att de kommer mäta samma sak. Detta medför att resultatet blir missvisande och regressionen kommer visa felaktiga värden, varpå det blir svårt att bedöma vilka variabler som faktiskt påverkar den beroende variabeln (Edling & Hedström, 2003). Idealt för modellen vore om korrelationen varit noll, dock är detta mycket svårt att uppnå i dessa typer av finansstudier. Enligt Brooks (2019) är tumregeln för hög korrelation 80 procent, vid detta korrelationsvärde bör vidare tester för multikollinearitet och en eventuell övervägning av att exkludera variablerna genomföras. I denna studie har detta testats genom en korrelationsmatris mellan de oberoende variablerna (se tabell 6 i avsnitt 5.2).

#### 4.6.3 Endogenitet (*Endogeneity*)

Endogenitet uppstår när en oberoende variabel är korrelerad med feltermen. Detta kan påverka hela modellen eftersom det då finns ett underliggande samband som inte kommer tas i beaktning och i sådana fall hamnar i feltermen. Det finns flera anledningar till endogenitet; (1) Omitted variable bias, innebärande att modellen utelämnar relevanta variabler, (2) omvänd kausalitet (*reverse causality*), (3) Mättningsfel (*Measurement Error*) och (4) Urvalsbias (*Selection Bias*) (Brooks, 2019). I och med att denna studie tar hänsyn till ett fåtal variabler finns det risk för bland annat omitted variable bias då det kan finnas andra variabler än ägarstruktur, storlek och skuldsättning som påverkar den kontanta utdelningen. Det finns även möjlighet att omvänd kausalitet uppstår om skillnaden på utdelning i själva verket inte beror på ägarstrukturen, utan istället på att vissa specifika aktieägare dras till ett bolag på grund av utdelningsnivån.

De ovannämnda problemen som kan uppkomma i och med endogenitet har i denna studie försökt att åtgärdas genom inkluderingen av olika fixed effects.

#### 4.6.4 Heteroskedasticitet

Vidare har studien gjort antagandet att datan är heteroskedastisk, innebärande att feltermen inte har en konstant varians. Ett antagande som är vanligt förekommande i andra finansstudier. För att OLS-modellen ska vara applicerbar krävs det dock att feltermerna är konstanta (homoskedastiska). Om detta inte justeras kommer standardfelen bli missvisande och till följd av detta leda till felaktiga signifikansnivåer. För att då justera för detta problem har denna studien använt sig av robusta standardfel i regressionen (Bailey, 2019).

#### 4.6.5 Forskningsmodell

Med koppling till tidigare diskussion kommer följande forskningsmetod applicerats:

$$Utdelningsnivå_{j,t} = \alpha + \beta_1 Dummy\_Ägartyp_{j,t} + \beta_2 \log(Storlek)_{j,t} + \beta_3 Skuldsättning_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

Studien kommer även att testa för år och sektor genom att använda sig av dummies för dessa variabler. Modellen kommer då att se ut på följande sätt:

$$Utdelningsnivå_{j,t} = \alpha + \beta_1 Dummy\_Ägartyp_{j,t} + \beta_2 \log(Storlek)_{j,t} + \beta_3 Skuldsättning_{j,t} + \beta_5 Dummy\_År_{j,t} + \beta_6 Dummy\_sektor_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

### 4.7 Metoddiskussion

För att kunna framföra en trovärdig studie är det väsentligt att säkerställa studiens validitet och reliabilitet. Genom att göra bedömning av begreppshantering, tillförlitligheten samt objektivitet hos forskaren kan studiens kvalitet kritiskt granskas enligt Bryman och Bell (2017). Studien använder sig av noggrant bearbetade källor och under arbetets gång har informationen kritiskt granskat för att uppfylla dessa kriterier.

#### 4.7.1 Validitet

Validiteten är en term som syftar till att bedöma om studien mäter det den avser att mäta (Bryman & Bell, 2017) - nämligen om denna studie verkligen mäter sambandet mellan ägarstruktur och utdelningsnivå. Till följd av detta har datainsamlingsprocessen genomförts på ett noggrant och strukturerat sätt för att studien endast skall vara bestående av relevant insamlade faktorer. Därför har användandet av finansdatabaser såsom Retriever Business, Holdings och Factset varit till en fördel eftersom det är förgranskade källor och som

uppdateras kontinuerligt, innebärande att informationen som tillhandahålls är trovärdig och korrekt. För att dessutom säkerställa att variablerna som studien använt sig av och mäter det som skall mätas, har tidigare erkända och publicerade studier tagits i beaktning. Genomgående under undersökningsperioden har resultaten kontrollerats och jämförts mot dessa tidigare studier för att öka trovärdigheten.

Något som med försiktighet beaktas och använts, är data och information från bolags årsredovisningar och/eller annan information direkt från bolagen. Detta eftersom det finns en förknippad risk med att information kan ha blivit snedvriden eller utsatt för manipulation av bolagets ledning för att uppsåtligen få bolaget i något avseende att framstå fördelaktigt, då sanningen må vara en annan. Då sådant manuellt arbete krävts, har studien till sin fördel undersökt Stockholmsbörsens noterade bolag, vilket exempelvis innebär en rad obligatoriska regleringar och svenska redovisningsprinciper att följa, vilket således stärker studiens validitet.

En annan viktig faktor är att studien och dess resultat motsvarar verkligheten, alltså den interna validiteten. Denna studien och dess datainsamling har baserats på många begrepp som kan vara svårdefinierade. Till exempel är begreppet familjeägande särskilt svårt att definiera och mäta, därav har detta kunnat påverka validiteten.

#### 4.7.2 Reliabilitet

Av lika stor betydelse är reliabilitet, som syftar till att avgöra om arbetet är tillförlitligt. Bryman och Bell (2017) förklarar det som ifall studiens resultat är tillförlitligt och är stabilt över tid, vilket gör att studien kan återskapas med likvärdiga resultat. Studiens reliabilitet kan påverkas av eventuella felbedömningar och därför krävs det en kontinuerlig källkritisk ingång. För att minimera dessa risker använder studien först och främst noggrant utvalda källor som både är aktuella och har hög trovärdighet. Databaserna Holdings, Factset och Retriever är databaser som kontinuerligt uppdateras och granskas av professionella branschexperter, vilket gör att källor blir mer trovärdiga och aktuella.

Under datainsamlingsprocessen har det krävts en del manuellt arbete för att kunna klassificera urvalet, något som kan ha påverkat studiens reliabilitet. Däremot, med hjälp av

den välstrukturerade databasen Holding, har datainsamlingen av ägardatan genomförts med stor försiktighet och metodik. Därefter har datan noggrant granskats med hjälp av olika stickprov för att minska tryckfel, därtill är den sekundära data som återfinns i studien offentligt tillgänglig, resulterande i högre reliabilitet.



## 5. Empiri

---

I detta kapitel kommer studiens olika variabler tillsammans med den insamlade empiriska datan att presenteras. Kapitlet skildrar resultatet av de tester som genomförts.

---

### 5.1 Deskriptiv statistik

Syftet med denna studie är att testa om kontanta utdelningen skiljer sig åt mellan ägarstrukturerna familjeägt respektive inte, därmed är det av intresse att göra en djupare analys av den deskriptiva statistiken såsom medelvärde, frekvens av utdelning och korrelationen mellan de oberoende variablerna.

Tabell 2. Innan vs efter transformering

Utdelning	Mean	Max	Min	Std.av	Sum
<b>Beroende variabel</b>					
Utdelning	0,3976	35,5696	0	1,0938	730,5236
Utdelning (winz)	0,3517	2,6700	0	0,4470	656,0467
<b>Ägarvariabler</b>					
Familj	0,3783	1	0	0,4851	695
Ej familj	0,6217	1	0	0,4851	1142
Aktivt ägande	0,2722	1	0	0,4452	500
<b>Kontrollvariabler</b>					
Tot. tillgångar	72642,89	5901179	8,034	428097,7	1,33E+08
Storlek (log)	8,3822	15,5901	2,0837	2,1904	0,1736
Skuldsättning	0,2255	1,0326	0	0,1781	414,3115
Skuldsättning (Winz)	0,2241	0,6779	0	15398,1	411,7107

**Tabellförklaring:** Denna tabell visar den deskriptiva statistiken över studiens urval. Den visar även hur variablerna ser ut innan respektive efter transformering. Variabeln utdelning (DPS/EPS), skuldsättning (Totala skulder/ Totala tillgångar) har med hjälp av Statas winsor2 genomgått winsorizing och storlek har logaritmerats.

Utifrån tabell 2 kan korrigerade extremvärden utläsas, däribland variabeln bolagsstorlek. I detta fall rör det sig om det finansiella institutet Nordea som år 2016 hade ett maxvärde om 5 901 179 MSEK i tillgångar, något som är ett extremt högt värde då det avviker markant från medelvärdet. Detta markant avvikande tillgångsvärde grundar sig i att banker ofta innehar avsevärt mycket mer tillgångar än övriga bolag i urvalet.

Genom att logaritmera denna variabel har skillnaderna mellan stora och små tal blivit mindre och mer normalfördelade kring medelvärdet på 8,3 MSEK. För att säkerställa att variabeln är normalfördelad har även ett histogram tagits fram (se bilaga 6). Om inte studien genomfört transformeringen, hade studien försetts med avvikande värden och missvisande resultat.

Den genomsnittliga utdelningsandelen bland urvalet blev 35,17 procent efter winsorizing och dessförinnan 39,76 procent. Efter åtgärden ändrades inte andelarna väsentligt men trots detta använde studien den förstnämnda procentsatsen för att minimera att extremvärdena påverkar resultatet på ett missvisande sätt. Vidare visade sig sedan att att 37,87 procent av bolagen i studiens urval var ägdes av en familj medan resterande 62,17 procent av bolagen ej var familjeägda. Slutligen låg den genomsnittliga skuldsättningen för bolagen i urvalet på 22,41 procent av deras totala tillgångar.

Tabell 3. Medelvärde utdelning

Ägartyp	N	Medelvärde
Familj	695	0,4014
Ej familj	1142	0,3214

**Tabellförklaring:** Denna tabell visar medelvärdet på utdelning mätt genom kvoten "Dividend per share/ Earnings per share" i de två ägargrupperna. Ägargruppen familj, vilket representerar familjeägda bolag, har ett medelvärde på 40,14 procent. Annan stor och spritt ägande som båda representerar ej familjeägda bolag har tillsammans ett medelvärde utgörande 32,14 procent (för mer detaljerad förklaring om hur ägargrupperna definieras, se avsnitt 4.4.1).

Tabell 4. Frekvensen utdelning

Familj	Frekvens	Procent
Ja	506	43,96%
Nej	645	56,04%
Total	1 151	100,00%

**Tabellförklaring:** Här visas frekvensen av andelen utdelning som inte är noll. Alltså frekvensen av bolagen som faktiskt har utdelning någon gång under undersökningsperioden. Här har ägargrupperna fördelats efter "ja" för familj och "nej" för ej familj. Denna tabell framhåller att ej familj är den överlägsna ägargruppen som är mest

benägen att ha utdelning, med en andel på 56,04 procent. Medan familj endast har 43,96 procent. Det går även att utläsa att endast 1 151 observationer av 1 837 observationer har utdelning, därmed försvinner 686 observationer som följaktligen inte har någon utdelning.

I tabell 3 återfinns ett högre medelvärde för utdelningsnivå i bolag ägda av familj i förhållande till de bolag som ej ägs av familj medan tabell 4 visar på att bolag som ej ägs av en familj har benägenhet att dela ut mer. Detta indikerar på att bolag ägda av familj tenderar att ha en högre nivå på kontanta utdelningar men inte delar ut lika frekvent i en jämförelse med de bolag som ej ägs av familj.

*Tabell 5. Korrelation*

<b>Korrelation</b>	Familj	Ej familj	Aktivt ägande	Storlek	Skuldsättning	År
Familj	1,0000					
Icke-familj	-1,0000	1,0000				
Aktivt ägande	0,7789	-0,7789	1,0000			
Storlek	0,1602	-0,1602	0,1846	1,0000		
Skuldsättning	0,0572	-0,0572	0,0791	0,3514	1,0000	
År	-0,0256	0,0256	-0,0235	0,0893	0,0872	1,0000

**Tabellförklaring:** Här visas korrelationen mellan de olika variablerna. Variabeln aktivt ägande betyder att minst en familjemedlem är aktiv i styrelsen/ledningen (för mer detaljerad förklaring, se avsnitt 4.5.2.).

För att kunna testa för multikollinearitet har studien genomfört en korrelationsmatris på de oberoende variablerna. Tabell 5 visar att de två variabler som innehar mest korrelation är ägarvariablerna och aktivt ägande. Med variabeln familj och aktivt ägande finns det ett positivt samband medan det med variabeln ej familj finns det ett negativt samband. Detta indikerar på att de flesta bolag som ägs av en familj innehar minst en familjemedlem i styrelsen. Eftersom korrelationen mellan familj och aktivt ägande är så pass hög har denna variabel, aktivt ägande, exkluderats från i forskningsmodellen för att undvika att variablerna mäter samma sak. Korrelationen ligger då istället på en procentsats strax under 80 procent, vilket är tumregeln från Brooks (2019). Studien har trots detta valt att exkludera variabeln med anledning av att familj och aktivt ägande är så pass korrelerade, vilket kan ligga till grund för ett snedvridet resultat.

## 5.2 Forskningsmodell

### 5.2.1 Multipel regression

Tabell 6. OLS-regression

<b>Ber.Var: Utdelning</b>	(1) Bas	(2) Sektor	(3) År	(4) Ctrl	(5)Företag fe	(6) Företag & år fe
Konstant	0,049	0,104	0,037	0,076	0,676***	0,401*
<b>Ägarvariabel</b>						
Familj	0,052*	0,034	0,046	0,030	0,035	0,039
<b>Kontrollvariabler</b>						
Storlek (log)	0,041**	0,034**	0,047**	0,041***	-0,035	0,000
Skuldsättning (winz.)	-0,27***	-0,295***	-0,195**	-0,213**	-0,201*	-0,117
År fe:	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja
Företag fe:	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja
Sektor Fe:	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej
Justerad Rsq	0,0641	0,159	0,087	0,181	0,006	0,042
N	1837,000	1837,000	1837,000	1837,000	1837,000	1837,000

**Tabellförklaring:** Studien har utfört en klassisk OLS-regression med både år och sektor dummies. Som tidigare nämnts har även robusta standardfel tillämpats i samtliga modeller. Här är den beroende variabeln utdelning (*Divident per share dividerat med earnings per share*). Ägargruppen familjeägt är den enda som är med i modellen då ej familjeägt agerar referensvariabel. Även två kontrollvariabler inkluderades i modellen, Storlek (*Totala tillgångar*) och Skuldsättning (*Totala skulder dividerat med totala tillgångar*). Referensvariabeln i sektor är finans och i år är det år 2016. Modell (1) inkluderar kontrollvariabler och utan sektor och år variabler, modell (2) inkluderar kontrollvariabler och endast sektorvariabler, modell (3) inkluderar kontrollvariabler och variabler, modell (4) är med alla variabler utan fixed effects, modell (5) är med företags fixed effects och slutligen modell (6) är med både år och företags fixed effects (*För att se varje steg separat och koefficienterna för de olika fixed effects återfinns detta i bilaga 7*).

Den mest övergripande slutsatsen som kan dras utifrån den ovanstående regressionen, är att det inte finns någon signifikant skillnad mellan de olika ägartyperna. Om variablerna sektor och år exkluderas kan en svag signifikansnivå på 5 procent hos ägargruppen familj identifieras. Denna koefficient visar att ägartypen familj har en ökning av utdelningen på 5,2 procent i jämförelse med referensgruppen ej familj. Detta skiljer sig även i jämförelse med medelvärdet på utdelning som ligger på 35,2 procent (se tabell 2).

Variabeln som visat mest signifikans, i fem av sex modeller, är skuldsättning. Detta tyder på att skuldsättning förmodligen är den variabel som påverkar mest av de övriga variabler

studien undersöker. I tabell 6 visar skuldsättning en negativ koefficient, innebärande att då skuldsättningen ökar minskar utdelningen, och när skuldsättningen minskar ökar utdelningen. Därefter visar variabeln storlek också signifikans, men endast på fyra av sex modeller. I de modeller variabeln visar signifikans finns det ett positivt samband mellan utdelning och storlek, indikerande att större bolag är mer benägna att dela ut i jämförelse med mindre bolag.

Vidare om inte hänsyn tas till skillnader i sektorer och år, erhålls hög signifikans även på andra variabler, däremot försvinner denna signifikans när modellen kontrollerar för annat såsom fixed effects. Detta tyder på ett kausalt samband, mellan år och utdelning eller sektorer och utdelning. Bland annat kan detta bero på att några år har mer utdelning än andra, vilket skett till följd av exempelvis Covid-19 pandemin då bolag avstod från att dela ut motsats till föregående år. Denna typen av kausala samband försvinner dock när hänsyn tas till andra faktorer. Därmed blir modell 6 mest korrekt eftersom modellen tar hänsyn till flest faktorer och är modellen studien till följd av detta kommer basera analysen på.

Förklaringsgraden,  $R^2$ , är som högst i modell 4 på 18,1 procent, vilket indikerar på att både år och sektor innehar en påverkan på utdelningen. I bilaga 7 påträffas det att sektor och år har två stycken signifikanta variabler vardera vid utförandet av denna regression. Men med anledningen av att regressionerna generellt sett visat låga signifikansnivåer förblir det också naturligt att förklaringsgraden för resterande regressionerna är låg. I modell 6 är förklaringsgraden endast 4,2 procent, vilket visar en indikation på att variablerna studien använder inte ensamt förklarar skillnaden i utdelningen mellan bolagen.

### 5.2.2 Robusthetstest

I den ursprungliga modellen har alla bolag med utdelningsdata inkluderats, innebärande att bolag som inte delar ut även ingår i urvalet. Denna inkludering kan göra att resultatet snedvrids. Eftersom studien tidigare visat att bolag ägda av en familj tenderar att ge högre nivå av utdelning men med mindre frekvens (tabell 3 & 4) än bolag ej ägda av en familj, kan det vara givande att testa om resultatet förändras ifall observationer som har noll i utdelningsnivå exkluderas. Studien har testat detta genom att göra ett robusthetstest (se tabell 7) i Stata på 1 151 observationer, då de resterande 686 observationerna inte haft någon utdelning under undersökningsperioden.

Tabell 7. Robusthetstest

<b>Ber.Var: Utdelning</b>	<b>Robusttest</b>
Konstant	0,7277***
<b>Ägarvariabel</b>	
Familj	-0,0172
<b>Kontrollvariabler</b>	
Storlek (log)	-0,0166
Skuldsättning (winz.)	0,0920
<b>Sektor</b>	
Energi & Miljö	-0,0652
Fastigheter	-0,3222***
Handel & Varor	0,1579
Hälsovård	-0,0760
Industri	-0,0875
Informationsteknik	0,0881
Material	-0,0591
Råvaror	0,0179
Sällanköp	0,0615
Telekom & Media	1,1968***
Tjänster	0,0488
<b>År</b>	
2016	0,0000
2017	0,0159
2018	0,0408
2019	-0,0123
2020	0,0344
2021	-0,0593
N	1151

**Tabellförklaring:** inkluderar alla observationer som inte har noll i utdelning.

Efter detta jämförande test kan det konstateras att resultatet förändras en del jämfört med modell 6. I robusttestet blir variabeln familj negativ, alltså att familjeägda bolag de facto delar ut mindre än ej familjeägda bolag. Detta skiljer sig från resultaten i tabell 6. Skillnad kan bero på att, enligt tabell 3 och 4, bolag ej ägda av familj delar ut en lägre nivå men med högre frekvens än vad bolag som faktiskt är ägda av en familj gör. I robusthetstestet har endast de bolag som faktiskt delar ut inkluderats och inte hela urvalet. Däremot är denna skillnad ej signifikant, därför kan inte en sådan slutsats med säkerhet fastställas.

### 5.3 Hypotesutfall

$H_0$ : Det finns inget samband mellan utdelningsnivå och familjeäggande

Resultat:  $H_0$  kan inte förkastas

I den slutgiltiga modellen i resultatet kan ingen signifikant skillnad mellan ägarstruktur och utdelning säkerställas, sammantaget betyder detta att nollhypotesen inte kan förkastas.

## 6. Analys

---

*I detta kapitel kommer det empiriska materialet analyseras utifrån studiens tidigare presenterade teoretiska ramverk och forskning.*

---

Föräldrar, barn och närstående släktingar är synonymt med familj, en bolagsform som visat sig utgöra 37,83 procent av den svenska börsmarknaden enligt denna studies data (Bilaga 3). Men finns det egentligen någon skillnad mellan hur denna uppenbart vanliga bolagsform i förhållande till bolag som ej ägda av familj väljer att dela ut sin vinst? I tabell 6 uppdagades skillnader mellan utdelning och ägarstruktur, varpå tabellen visade tydliga tecken på att det inte finns en signifikant skillnad sett till utdelningsnivå mellan om bolaget ägs av en familj eller inte. Detta resultat är däremot inte enhetligt med tidigare forskning. I de tidigare forskningsstudierna (sett till Chen m.fl., 2005; Khan, 2006; Yoshikawa & Rasheed, 2010; Pindado, 2012; Isakov & Weisskopf, 2015) påvisas det istället ett samband eller en signifikant skillnad mellan utdelningsnivå och ägarstruktur, där utdelningen tenderar att vara större och frekventare i bolag som ägs av familj. Detta avviker från studiens framtagna resultat, vilket innebär att bolag oberoende ägarstruktur innehar likartade utdelningsprinciper.

### 6.1 Ägarstruktur och utdelningspolicy

Även om resultatet inte påvisar en signifikant skillnad mellan ägarstruktur och utdelning visar den deskriptiva statistiken att bolag som ägs av en familj i genomsnitt innehar högre andel utdelning (40 procent) (tabell 3) än för bolag som inte ägs av en familj. Detta kan förklaras av att agentkostnaderna generellt är mindre inom familjeägda bolag, i enlighet med tidigare forskning och teori. Däremot, sett till tabell 4 i avsnitt 5.1, återfinns det att ej familjeägda bolag har en tendens till att dela ut mer frekvent än familjeägda bolag, men då med lägre summor (tabell 3). Detta resonemang kan förklaras utifrån att familjer väljer att investera mer långsiktigt i bolag medan ej familj investera på kort sikt (Miller m.fl., 2007). Med stöd från tabell 3 och 4 kan en konklusion, om att en investerare som är intresserad av det långsiktiga värdet inte innehar samma behov av frekventa utdelningar som en kortsiktig investerare, dras. Den långsiktiga investeraren, i studiens fall en familj, ser hellre att det fria kassaflödet återinvesteras i bolaget på lönsamma projekt som i framtiden kan generera högre avkastning.



Vidare återfinns det en tydlig korrelation (78 procent) mellan de bolag som ägs av en familj och aktivt ägarskap, vilket tyder på att de flesta bolagen som ägs av en familj också har en eller flera närstående familjemedlemmar aktiva i antingen styrelsen och/eller i ledningen. Detta samband kan förklaras med hjälp av principal-agent-teorin, då detta fall innebär att agenten och principalen är samma person eller åtminstone är enhetliga. Detta samband gör att agentkostnaderna minskar och om det fortfarande finns vinst över efter att alla lönsamma investeringar har gjorts, är sannolikheten att kvarvarande vinst delas ut till aktieägarna större. Å andra sidan kan detta samband också göra att utdelningen minskar, vilket tabell 4 visar. Detta då utdelning kan användas som en styrningsmekanism för att förena de olika intressena mellan agenten och principalen. Om principalen och agenten då är samma person finns inte denna typen av informationsasymmetri, eller risken för att den uppstår minskar, innebärande att bolaget inte längre har samma behov av att använda sig av styrningsmekanismer och istället möjligtvis använder det fria kassaflödet till annat. Aktivt ägande inom familjeägda bolag kan däremot också påverka bolaget negativt. Om den kontrollerade familjen har familj i styrelsen och/eller i ledningen kan deras idéer och åsikter lättare träda i kraft. Detta kan leda till att bolagets resurser används till ändamål som endast gynnar deras egenintresse och inte bolaget i stort eller de resterande aktieägarna genom skadliga och onödiga investeringar och/eller utdelning när kapitalet bör återinvesteras i bolaget. Detta resonemang kan vara en anledning till att vissa bolag ägda av familj i urvalet försvann med åren.

En anledning till varför en signifikant skillnad inte kan påvisas kan vara för att de två ägarstrukturerna, familjeägt och ej familjeägt, båda är i behov av att dämpa intressekonflikterna mellan agenten och principalen men på olika sätt. De bolag som inte ägs av familj visade tendensen att ha ett mer spritt ägande (se bilaga 3). Detta kan medföra större agentkostnader på grund av att bolag med spritt ägande har fler aktieägare med olika intressen att tillfredsställa och att ett större gap följaktligen återfinns mellan ledning och aktieägare. Däremot har familjeägda bolag oftast en stor majoritetsägare följt av flera mindre minoritetsägare, något som var anmärkningsvärt i urvalet under datainsamlingsprocessen. Att bolag innehar denna typ av ägande kan innebära att de bolag i urvalet med majoritetsägare, det vill säga en kontrollerande familj, utnyttjar informationsasymmetrin hos minoritetsägare och använder bolagets medel för sin egen vinning och gör beslut som inte gynnar

verksamheten i sig. Forskningen visar även att utnyttjandet av minoritetsägande är vanligare inom bolag ägda av familj, vilket i sig ger upphov till agentkostnader (Isakov & Weisskopf, 2015). Eftersom agentkostnader uppstår både i familjeägda bolag och ej familjeägda bolag indikerar detta att bolagen beter sig på samma sätt och har samma behov av att använda olika styrmedel såsom utdelning för att minska det fria kassaflödet och därför kan inte en signifikant skillnad påvisas.

## *6.2 Jämförelse med tidigare forskning*

Resultatet i denna studien avviker från flertalet tidigare studier som istället visat att ett signifikant positivt samband faktiskt finns mellan bolag ägda av familj och utdelning (se bland annat; Chen m.fl., 2005; Pindado m.fl., 2012; Yoshikawa & Rasheed, 2010; Isakov & Weisskopf, 2015; Park & Park, 2022). I denna studie kunde däremot inte ett sådant samband varken påvisas som negativt eller positivt, vilket är enhetligt med studierna av González, Guzmán, Pombo & Trujillo (2012) och Khan (2006). Detta kan indikera att det faktiskt inte finns någon större skillnad i utdelningen mellan olika ägarstrukturer eller så visar de skiljaktiga resultaten att andra aspekter än ägarstruktur också spelar roll.

En faktor som kan förse studien med en förklaring till att ingen signifikans eller samband återfinns är hur studien valt att definiera begreppet familj och framförallt familjebolag. Som tidigare nämnt finns det mångfaldiga definitioner på detta tvetydiga begrepp. Även om studien använt sig av en definition många andra studier också använt, närmare bestämt en gräns på 20 procent, har exempelvis Pindado m.fl. (2012) använt sig av en annan definition, en gräns på endast 10 procent. Detta gör självfallet att fördelningen mellan grupperna familjeägd och ej familjeägd blir varierande studierna sinsemellan, och flera bolag hamnar troligen i ägargruppen familj. Detta kan vara en stor bidragande faktor till varför just denna studien kunnat påvisa att familjebolag delar ut i större utsträckning jämfört med övriga ägarstrukturer.

Ägarkoncentrationen är ytterligare en aspekt som utelämnats i denna studie men som kan ha haft en betydande påverkan på resultatet. Som exempelvis forskarna Isakov och Weisskopf (2015) tog hänsyn till i sin studie om utdelningspolicys i bolag som grundats av familjer. Forskarna påvisade att familjeägda bolag i snitt delar ut mer än andra ägarstrukturer och där

ägarkoncentrationen bland annat var en bidragande faktor. Forskarna klassificerade dessutom ägarna efter typ av investerare, exempelvis institutionella ägare, enskilda ägare eller ägare som är släkt med grundarfamiljen m.m. Dessa typer av klassificeringar gjordes inte i denna studie, utan istället valdes större urvalsgrupp för att inkludera fler bolag. Isakov och Weisskopf (2015) visade att bolag tenderar att dela ut mindre ifall den näst största aktieägaren också var familj än om den näst största ägaren inte var familj. Närvaron av en annan utomstående stor ägare gör att intressena hos majoritetsägarna kolliderar och därmed ger behov av fler styrmekanismer. Båda dessa resultaten går i linje med principal-agent-teorin, eftersom både scenarier ökar informationsasymmetrin och följaktligen ökar agentkostanderna.

Ytterligare en aspekt som kan förklara skillnaden mellan denna studie och tidigare forskning är att i Sverige kan aktieägare ha stora andelar av röster utan att äga den största andelen kapital, olikt andra länder som de tidigare studierna har undersökt. Detta gör att ägarstrukturen och koncentrationen påverkas och kan se olika ut beroende på vilket land som studeras.

Vidare kan urvalet av studien vara en förklaring till varför uppsatsens resultat avviker i jämförelse med andra studier. Flertalet av de tidigare studierna har bland annat inkluderat fler bolag, större geografiskt marknad och en längre tidsperiod; exempelvis Faccio och Lang (2002) som undersökte 5 232 olika bolag eller Pindado m.fl. (2012) som undersökte hela Eurozonen. De 359 bolagen som denna studien avser skiljer sig inte bara sett till geografisk marknad men också antal, vilket troligtvis är en förklaring till de skiljaktiga resultaten.

### *6.3 Analys av signifikanta variabler*

De två variablerna som visar mest statistisk signifikans i de sex olika regressionerna är skuldsättning (*totala skulder/totala tillgångar*) och storlek (*totala tillgångar*) (se tabell 6). Variabeln skuldsättning visar genomgående ett negativt samband med utdelning. Detta negativa samband är enhetligt med både teorin och tidigare forskning där skuldsättning också används som en typ av styrmekanism, precis som utdelning för att minska det fria kassaflödet och därmed minska principal-agent problematiken. Genom att belåna sitt bolag kan aktieägarna (*principalen*) få mer kontroll över ledningen (*agenten*) genom övervakning av en utomstående part, alltså långgivaren. Men på grund av att bolaget är belånat och redan har

behovet av att använda delar eller hela sitt fria kassaflöde till ränta och amortering, finns det mindre kvar till utdelning. I den slutgiltiga modellen (modell 6 i tabell 6) finns däremot inget signifikant samband mellan utdelning och storlek, studien kan därför inte helt otvivelaktigt påvisa att detta samband håller.

Den andra signifikanta variabeln är storlek vilket beräknats utifrån bolagets totala tillgångar. I de modeller variabeln visar signifikans finns ett positivt samband mellan storlek och utdelning. Detta verkar tämligen självklart eftersom större bolag förmodligen är mer lönsamma än mindre och därför kan dela ut mer av eventuell vinst. Även teorin kan stödja detta samband. I större börsnoterade bolag tenderar oftast ägarskapet att vara mer spritt, exempel på detta är det multinationella bolaget AstraZeneca, vilket är det största bolaget på Stockholmsbörsen sett till marknadsvärdet år 2021, där den största ägaren endast förfogade över nio procent av bolagets rösträtter (se bilaga 5). Med spritt ägarskap följer fler investerare vilket ökar risken för att bolagets intressen blir motstridiga och informationsasymmetrin mellan de olika investerarna blir mer påtaglig. För att lösa denna principal-agent problematik kan exempelvis utdelning användas. I AstraZenecas fall uppgick utdelningen år 2021 till 33 100 MSEK, vilket kan ligga till grund för att de försökt minska intressekonflikterna genom utdelning.

Likväl som skuldsättning håller inte detta samband i modell 6 detta kan bero på att storlek och spritt ägande även kan ha en negativ inverkan på utdelning. När ägandet blir spritt blir också gapet mellan ledningen och ägarna allt större, utan övervakning kan ledningen och styrelsen lättare göra det som behagar, utan att övriga aktieägare har tillräckligt med rösträtter för att motverka händelseförloppet. Detta kan leda till att ledningen och styrelsen använder bolagets medel i egenintresse eller i värsta fall använda det till riskabla investeringar för att uppnå högre status ifall dessa lyckas. Oavsett vad, skulle detta leda till att det fria kassaflödet reduceras, vilket eventuell utdelning också gör. Följaktligen kan detta vara anledningen till varför det tydliga sambandet mellan variabler försvinner.

## 7. Slutsatser

---

*I detta kapitel sammanställs de mest huvudsakliga slutsatserna som karakteriserar studiens utfall.*

---

Bolag ägda av en familj har generellt sett högre nivå av utdelning i förhållande till bolag som ej är ägda av familj, men ej familjeägda tenderar att dela ut oftare. Förklaringen återfinns i den investeringshorisont ägaren har i åtanke, vilket för bolag ägda av familj brukar vara av mer långsiktig karaktär än för de bolag som ej ägs familj. Oberoende av familjeäggande eller ej är agentkostnaderna i bolaget, närmare bestämt tillfredsställandet av olika intressen, av stor betydelse för vilken utdelning som fastställs. Exempelvis kan en styrelse i enhetlig med ägarna resultera i mindre utdelning till följd av minskade agentkostnader och ett minskat behov av utdelning som styrmekanism. I de bolag som ej ägs av familj är intressekonflikterna generellt sett högre då ägandet är spritt, vilket exempelvis banar väg för ökade agentkostnader och således även mer utdelning. Oavsett ägarstruktur är agentkostnader på ett eller annat sätt förekommande och behöver reduceras, därav kan ingen signifikant skillnad påvisas.

Vidare visar denna studie, i motsats till några och i enlighet med andra tidigare studier, inte ett signifikant samband mellan utdelning och ägarstruktur. Orsaken kan vara att det helt enkelt inte finns ett samband, vilket det således inte gör i denna studie, och att det i studierna med signifikans beror på aspekter bortom vad denna studie avser att avhandla - ägarstruktur.

De variabler som däremot visat på mest statistisk signifikans, skuldsättningsgrad och totala tillgångar, stöds av tidigare forskning såväl som teori. Närmare bestämt återfinns ett negativt samband mellan utdelning och skuldsättningsgrad som mest troligen förklaras till följd av att kostnaderna för lån utgör en stor del av det fria kassaflödet. Utdelning och storlek har istället ett positivt samband som troligen också kan förklaras, då det kan bero på att ju större tillgångsmassa, desto mer utdelning och/eller ju större bolag sett till totala tillgångar, desto mer spritt ägarskap och därav agentkostnader medförande utdelning som styrmekanism. Som tidigare diskuterat kan det oavsett förutsättning innebära motsatsen, i detta fall i enlighet med handling i egenintresse för de som istället besitter ett majoritetsäggande - mindre utdelning till

minoritetsägare och desto mer kapital att exempelvis investera i vad som behagar. De olika utfallen för samma givna förutsättningar innebär att signifikansen i resultatet blir lidande.

Till följd av dessa slutsatser kan inte nollhypotesen om att det finns ett samband mellan utdelningsnivå (*cash dividends level*) och familjeäggande i bolag förkastas. Studiens frågeställning om utdelning (*cash dividends level*) skiljer sig åt i familjeägda relativt ej familjeägda bolag förblir därför obesvarad. Men, en inte besvarad frågeställning och förkastad hypotes är också ett resultat, förklaringarna är många men slutsatsen är densamma - en signifikant skillnad kan inte påvisas.

## 8. Diskussion

---

*I detta kapitel görs en återkoppling till den huvudsakliga problematiseringen som gjorts för studiens forskningsområde, därtill ges förslag på vad som kan tänkas utveckla och/eller komplettera studien.*

---

### 8.1 Återkoppling till problematisering och syfte

Studiens syfte var att bidra med en samtida uppdaterad insikt avseende ett eventuellt samband mellan utdelning och bolag ägda, och ej ägda av familj i Sverige, gentemot den befintliga forskning som gjorts bortom och inom Sveriges gränser. Vidare skall läsaren utifrån studiens presenterade resultat och slutsatser kunna förstå hur utdelningen och familjeägda bolag förhållit sig till vartannat på Stockholmsbörsen. Med vad som hitintills presenterats kan framtiden vara svår att förutse, då oväntade omständigheter kan få en betydande roll när de inträffar. Det som däremot kan utkristalliseras av framtiden är att historien tenderar till att upprepa sig självt, därför är denna studie viktig för förståelsen kring hur utdelningen i svenska familjeägda respektive ej familjeägda bolag förhåller sig till varandra i framtiden - närmare bestämt med ingen signifikans.

### 8.2 Förslag på utveckling av studien

För att möjliggöra andra utfall än det som hitintills presenterats av studien krävs det somliga andra tillvägagångssätt. Definitionen av vad som kategoriseras som familjeäggande respektive inte kan få en inverkan på studiens resultat, närmare bestämt en sådan förändring som att i likhet med den vi presenterat istället fastställa en gräns på mer eller mindre än 20 procent av bolagets rösträtter vilket direkt påverkar materialet regressionen utförs på. Följaktligen påverkar även definitionen av utdelning utfallet, där justeringar för aktieåterköp och aktiesplit kan lämnas med eller utan avseende. Vidare har denna studie exempelvis inte använt sig av absoluta tal till följd av de storleksskillnader som föreligger mellan urvalet av bolag, som vid en jämförelse annars kunnat ligga till grund för påverkan på resultatet. En annan eventuellt påverkande faktor är antalet kontrollvariabler studien försetts med, där flera kontrollvariabler kan bana väg för signifikans och att det potentiella sambandet mellan de variabler studien

avser att undersöka på ett mer precist sätt kan identifieras. Slutligen kan signifikansen i denna studie eventuellt ha påverkats av de omvälvande omständigheter som ägt rum runt om i världen under somliga av åren studien behandlat till följd av Covid-19 pandemin - ett tillvägagångssätt för att justera för denna eventuella effekt och liknande diskuteras vidare nedan.

### *8.3 Kompletterande forskning till studien*

Studien har inneburit att analysera om det föreligger skillnader i utdelningsnivå mellan svenska börsnoterade bolag ägda av familj respektive ej ägda av familj under åren 2016 till 2021. Utdelningar är en beroende variabel som över längre tidsperioder har tendens att skifta speciellt när stora världshändelser inträffar, medförande att detta skulle varit en intressant variabel att analysera i en summerande studie som sträcker sig långt mycket längre än denna. Genom att förse studien med ett längre tidsintervall skulle exempelvis externa omständigheter kunna tas i beaktning avseende hur bolag väljer att disponera det fria kassaflödet i tider där verksamhetens mål blir utmanade eller rent av rubbade. Ställs detta i relation till tider då näringslivssektorn i större utsträckning varit fri från kriser och haft en jämn utveckling, kommer distinktionen av vad som anses vara ovanligt och inte att bli tydligare. Exempel på omständigheter som i vår samtid skulle kunna påverka utdelningen är kriget i Ukraina, Covid-19 pandemin som diskuterat och även finanskrisen. Det omfattande tidsintervallet förser följaktligen studien med ett större antal observationer, vilket gör datainsamlingen än mer omfattande och går potentiellt hand i hand med mer nyanserade slutsatser.

Eftersom denna studie enbart behandlar Sverige, vore flera sammanfattande och enhetliga studier över flertalet länder önskvärt - förslagsvis kluster av världsdelar, exempelvis västeuropa. Som tidigare diskuterat råder åtskiljande uppfattningar kring hur ett familjebolag samt övriga grupper av bolag bör definieras. Detta tillsammans med vad som faktiskt mäts, och hur det mäts i termer av vilka faktorer som har störst inflytande på utdelning, bör enas. Således kan en jämförelse som benar ut vilka egentliga skillnader som föreligger mellan länderna i fråga, vilket i sin tur öppnar upp för vidare studier kring de förutsättningar som haft störst resultatpåverkan i studien för respektive land.



## 9. Referenslista

Abor, Joshua; Biekpe, Nicholas: (2007). “*Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: Implications for financing opportunities*”. Corporate Governance. (Corporate Governance, 2007, 7(3):288-300). Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselc&AN=edselc.2-52.0-34250304749&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 2022-12-28]

Andersson, Fredrik W; Karlsson, Johan; Poldahl, Andreas. (2017) “*Familjeföretag i Sverige - En algoritm för att identifiera familjeföretag*”. Statistiska centralbyrån. Tillgänglig online:

<https://www.scb.se/contentassets/b1ae4493ffd1404987a4d32cbf213ae5/familjeforetag-i-sverige.pdf> [Hämtad 2022-12-15]

Anderson, Ronald C; Reeb, David M. (2003). “*Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*”. The Journal of Finance. 58(3):1301-1328.

Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.3094581&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 2022-11-14]

Arora, Akshita; Bodhanwala, Shernaz. (2018). “*Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence*”. Global Business Review; Jun 2018, Vol. 19 Issue 3, p675-689, 15p. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edo&AN=128766681&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-20]

Attig, Najah; Boubakri, Narjess; Ghoul, Sadok El; Guedhami, Omrane. (2016). “*The Global Financial Crisis, Family Control, and Dividend Policy*”. Financial Management.

45(2):291-313. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.24736494&site=eds-live&scope=site> [Hämtad

2022-12-29]

Avanza. (u.å). "Vad är återköp av aktier?". Tillgänglig online:  
<https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/borsintroduktioner-emissioner-foretagshandelser/vad-ar-aterkop-av-aktier.html> [Hämtad 2023-01-03]

Bailey, Michael. (2019). *"Real Econometrics: The Right Tools to Answer Important Questions"*. Oxford University Press Inc. Oxford.

Berk, Jonathan; DeMarzo, Jonathan. (18 juni 2019). *"Corporate Finance, Global Edition"*. Pearson Education Limited.

Bloch, Laurence; Kremp, Elizabeth. (2002). *"Ownership and Voting Power in France"*. The Control of Corporate Europe. Oxford University Press, 2002. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsoso&AN=edsoso.0199257531.003.0004&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-12-05]

Brooks, Chris. (2019). *"Introductory finance for financial markets"*. Fjärde upplagan Cambridge University Press. Cambridge.

Bryman, Alan; Emma, Bell. (2017). *"Företagsekonomiska forskningsmetoder"*. Tredje upplagan. Liber.

Carney, Michael. (2005). *"Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms"*. Entrepreneurship: Theory and Practice. May 2005, Vol. 29 Issue 3, p249,17p. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsgao&AN=edsgcl.132300893&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-12-12]

Chen, Bai-Sian; Chen, Hong-Yi; Chen, Hsiao-Yin; Lin, Fang-Chi. (Aug 2022). *"Corporate Growth and Strategic Payout Policy"*. National Chengchi University; National Chengchi

University; Kainan University; National Pingtung University. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, August 2022, v. 59, iss. 2, pp. 641-69. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=ecn&AN=1981105&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-11-16]

Chen, Zhilan; Cheung, Yan-Leung; Stouraitis, Aris; Wong, Anita W.S. (2005).

“*Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong*”. In *Pacific-Basin Finance Journal* 2005 13(4):431-449. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0927538X05000120&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 2022-11-18]

Chrisman, James J; Chua, Jess H; Litz, Reginald A. (2004). “*Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence*”. *Entrepreneurship: Theory and Practice*. Summer, 2004, Vol. 28 Issue 4, p335, 20 p. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsgao&AN=edsgcl.118107666&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 2022-12-12]

Corporate Finance Institut. (Uppdaterad nov 2022). “*Dividend Policy The method used by a company to pay out dividends*”. Tillgänglig online:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/dividend-policy/>

[Hämtad 2022-12-15]

Daly, Charles. (Uppdaterad 11 september 2021). “*Swedish IPO Frenzy Propels Stock Market Into Europe’s Big League*”. Bloomberg. Tillgänglig online:

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-11/swedish-ipo-frenzy-propels-stock-market-into-europe-s-big-league?leadSource=uverify%20wall> [Hämtad 2022-12-19]

Demsetz, Harold; Villalonga, Belén. (2001). “*Ownership structure and corporate performance*”. *Journal of Corporate Finance*, Volume 7, Issue 3, September 2001, Pages

209-233. Tillgänglig online: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7) [Hämtad 2022-12-29]

Easterbrook, Frank H. (1984). “*Two Agency-Cost Explanations of Dividends*”. The American Economic Review. 74(4):650-659. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.1805130&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-11-15]

Edling, Christofer; Hedström, Peter. (2003). “*Kvantitativa metoder*”. Lund: Studentlitteratur.  
Eisenhardt, Kathleen M. (Jan 1989). “*Agency Theory: An Assessment and Review*”. Academy of Management Review. Jan1989, Vol. 14 Issue 1, p57-74. 18p. 3 Charts. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=4279003&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-03]

Ekonomifakta. (Uppdaterad 16 mars 2022). “*Aktieutdelning*”. Tillgänglig online: <https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/aktieutdelning/> [Hämtad 2022-12-17]

Ekonomi i var tid. (u.å). “*Agentteorin*”. Tillgänglig online: <https://ekonomiivartid.se/ekonomisk-historia/agentteorin.html> [Hämtad 2022-12-28]

Eurostat. (Uppdaterad 20 juni 2022). “*Actual individual consumption per capita in 2021*”. Tillgänglig online: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/ddn-20220620-1> [Hämtad 2022-12-19]

Faccio, Mara; Lang, Larry H.P. (2002). “*The ultimate ownership of Western European corporations*”. In Journal of Financial Economics 2002 65(3):365-395. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0304405X02001460&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-11-15]

Fama, Eugene F; Jensen, Michael C. (1983). “*Agency Problems and Residual Claims*”. The Journal of Law & Economics. 26(2):327-349. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.725105&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-27]

Farrer, Jonathan; Ramsay, Ian. (1998). “*Director Share Ownership and Corporate Performance – Evidence from Australia*”. Corporate Governance: An International Review. Oct1998, Vol. 6 Issue 4, p233. 16p. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=10452284&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-28]

Gomez-Mejia, L.R; Nuñez-Nickel, M; Gutierrez, I. (2001). “*The role of family ties in agency contracts*”. Academy of Management Journal. (Academy of Management Journal, February 2001, 44(1):81-95). Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselc&AN=edselc.2-52.0-0035529296&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-12-11]

González, Maximiliano; Guzmán, Alexander; Pombo, Carlos; Trujillo, María-Andrea. (Dec 2012). “*Family firms and financial performance: The cost of growing*”. Emerging Markets Review December 2012 13(4):626-649. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S1566014112000544&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-22]

Hamberg, Mattias; Fagerland, Egil Andre; Nilsen, Kristoffer Kvamme. (2013). “*Founding-Family Firms and the Creation of Value: Swedish Evidence*”. Managerial Finance, 2013, v. 39, iss. 10, pp. 963-78. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=ecn&AN=1661284&site=eds-live&scope=site> [Hämtad online 2022-11-15]

Isakov, Dušan; Weisskopf, Jean-Philippe. (Augusti 2015). “*Pay-out policies in founding family firms*”. In *Journal of Corporate Finance* August 2015 33:330-344. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0929119915000048&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-11-15]

Jensen, Michael C. (1986). “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”. *The American Economic Review*. 76(2):323-329. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.1818789&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-11-18]

Jensen, Michael. C; Meckling, William. H. (1976). “*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*”. *Journal of Financial Economics*. (Journal of Financial Economics, October 1976, 3(4):305-360). Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=12243301&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-11-17]

Kirchmaier, Thomas; Grant, Jeremy. (2005). “*Corporate ownership structure and performance in Europe*”. *European Management Review*; December 2005, Vol. 2 Issue: 3 p231-245, 15p. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edo&AN=ejs24069670&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-28]

Khan, Tehmina. (2006). “*Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data*”. *The Economic Journal*. 116(510):C172-C189. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.3590419&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-29]

Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning. (2019). “Svensk kod för bolagsstyrning”. Tillgänglig online: <https://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod> [Hämtad 2022-12-29]

La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. (2000) “Investor protection and corporate governance”. Journal of Financial Economics 2000 58(1):3-27. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0304405X00000659&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-19]

La Porta, Rafael; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (2000). “Agency Problems and Dividend Policies around the World”. The Journal of Finance. 55(1):1-33. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.222549&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-16]

Lau, James; Block, Joern Hendrich. (Jan 2014). “Corporate Payout Policy in Founder and Family Firms”. SSRN Electronic Journal 11(3). Tillgänglig online: <https://www.google.com/url?q=https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID%3D3330022115101127029085027001086064096023021008018084032024021087066022005106123080124004013059048123122011029101116090009070073047050057008076080022089091017099121077070026019085079103115002006114118114066081025026109110072120086089073105066124085105085%26EXT%3Dpdf%26INDEX%3DTRUE&sa=D&source=docs&ust=1672866266641313&usg=AOvVaw1qfQucLcw9ZbYcWisM8xap> [Hämtad 2022-12-22]

Maury, Benjamin. (2006). “Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations”. In Journal of Corporate Finance 2006 12(2):321-341. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0929119905000404&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-11-15]

Miller, Merton H; Modigliani, Franco. (1961). “*Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*”. The Journal of Business. 34(4):411-433. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.2351143&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-11-14]

Miller, Danny; Le Breton-Miller; Isabelle, Lester, Richard H.; Cannella, Jr. Albert A. (2007). “*Are family firms really superior performers?*”. In Journal of Corporate Finance 2007 13(5):829-858. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0929119907000223&site=eds-live&scope=site>  
[Hämtad 2022-11-16]

Mulyani, Evy; Singh, Harminder; Mishra, Sagarika. (Juli 2016). “*Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market*”. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money July 2016 43:16-29. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S1042443116300154&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-22]

Park, Seun Young; Park, Soo Yeon. (2022). “*Information Shock and Dividend Policy in Family-controlled Firms: Evidence from Korea*”. Emerging Markets Finance & Trade. 2022, Vol. 58 Issue 6, p1771-1793. 23p. 8 Charts, 1 Graph. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=156294385&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-22]

Pindado, Julio; Requejo, Ignacio; Torre, Chabela. (Sep 2012). “*Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Eurozone*”. Corporate Governance: An International Review. Sep2012, Vol. 20 Issue 5, p413-431. 19p. Tillgänglig online:  
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true>



<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=79779779&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-22]

Ravid, S. Abraham; Sekerci, Naciye. (April 2020). "Large investors' portfolio composition and firms value". In *Journal of Corporate Finance* April 2020 61. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0929119918301639&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-28]

Reyna-Martin San, Manuel Juan; Vázquez Durán, Rocío; Valdes-Lorenzo, Arturo. (2012). "Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico". *International Business Research* 5(11). Tillgänglig online: [https://scholar.google.se/scholar?q=Corporate+Governance,+Ownership+Structure+and+Performance+in+Mexico&hl=sv&as\\_sdt=0&as\\_vis=1&oi=scholart](https://scholar.google.se/scholar?q=Corporate+Governance,+Ownership+Structure+and+Performance+in+Mexico&hl=sv&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart) [Hämtad-2022-12-28]

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W.A. (1997). "Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*. 52(2):737-783. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.10.2307.2329497&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-12-22]

Villalonga, Belen; Amit, Raphael. (2006). "How do family ownership, control and management affect firm value?". In *Journal of Financial Economics* 2006 80(2):385-417. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0304405X05001157&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-11-13]

Wahlgren, Lars. (2013). "SPSS steg för steg". Tredje upplagan. Lund: Studentlitteratur

Yoshikawa, Toru; Rasheed, Abdul A. (2010). "Family Control and Ownership Monitoring in Family-Controlled Firms in Japan". *Journal of Management Studies*. March 2010, Vol. 47,

p274, 22 p. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsggo&AN=edsgcl.216616882&site=eds-live&scope=site> [Hämtad

2022-12-19]

## 10. Bilder och bilagor

*Bild 2:*

Ekonomi i vår tid. (u.å). “*Agentteorin*”. Tillgänglig online:

<https://ekonomiivartid.se/ekonomisk-historia/agentteorin.html> [Hämtad 2022-12-28]

## Bilaga 1

*Studiens urval av bolag, från år 2016 till 2021 (359 st företag/år och 2 154 st observationer)*

Företag	Cap	Företag	Cap
AAK	Large	KABE Group	Small
ABB	Large	Karnov Group	Mid
Abliva	Small	Karolinska Development	Small
AcadeMedia	Mid	Kindred Group	Large
Actic Group	Small	Kinnevik	Large
Active Biotech	Small	KlaraBo	Mid
AddLife	Large	Knowit	Mid
Addnode Group	Mid	Lagercrantz Group	Large
Addtech	Large	Lammhults Design Group	Small
Africa Oil	Mid	Latour	Large
AFRY	Large	Lifco	Large
Alfa Laval	Large	Lime Technologies	Mid
Alimak Group	Mid	Linc	Mid
Alleima	Large	Lindab International	Large
Alligator Bioscience	Small	Logistea	Mid
Alligo	Mid	Loomis	Large
Ambea	Mid	Lucara Diamond	Mid
Annehem Fastigheter	Mid	Lundbergföretagen	Large
Anoto Group	Small	Lundin Gold	Mid
AQ Group	Mid	Lundin Mining	Large
Arctic Paper	Small	Maha Energy	Small
Arion Bank	Large	Malmbergs	Small
Arise	Small	Mangold	Mid
Arjo	Large	MedCap	Mid
Arla Plast	Small	Medicover	Large
Ascelia Pharma	Small	Medivir	Small
ASSA ABLOY	Large	MEKO	Mid
AstraZeneca	Large	Mendus	Small
Atlas Copco	Large	Micro Systemation	Small
Atrium Ljungberg	Large	Midsona	Mid
Attendo	Mid	Midway Holding	Small
Autoliv	Large	MilDef Group	Small
Avanza Bank Holding	Large	Millicom	Large
Axfood	Large	Mips	Large
B3 Consulting Group	Small	Moberg Pharma	Small
Bactiguard Holding	Mid	Moment Group	Small
Balco Group	Mid	Momentum Group	Mid
Balder	Large	MTG	Mid
BE Group	Small	Munters Group	Large
Beijer Alma	Mid	Mycronic	Large
Beijer Electronics Group	Mid	Nanologica	Small
Beijer Ref	Large	NAXS	Small
Bergman & Beving	Mid	NCAB Group	Large
Bergs Timber	Small	NCC	Large

Besqab	Mid	Nederman Holding	Mid
Betsson	Mid	Nelly Group	Small
Better Collective	Mid	Net Insight	Small
BHG Group	Large	Netel Holding	Mid
BICO Group	Large	New Wave Group	Mid
Bilia	Large	NGS Group	Small
Billerud	Large	Nibe Industrier	Large
BioArctic	Mid	Nilörngruppen	Small
BioGaia	Mid	Nivika Fastigheter	Mid
BioInvent International	Mid	Nobia	Mid
Biotage	Large	Nolato	Large
Björn Borg	Small	Nordea	Large
Boliden	Large	Nordic Paper Holding	Mid
Bonava	Mid	Nordic Waterproofing Holding	Mid
Bonesupport	Mid	Nordisk Bergteknik	Mid
Bong	Small	Nordnet	Large
Boozt	Large	Norva24 Group	Mid
Boule Diagnostics	Small	Note	Mid
Bravida Holding	Large	Novotek	Small
Brinova Fastigheter	Mid	NP3 Fastigheter	Large
BTS Group	Mid	Nyfosa	Large
Bufab	Large	OEM International	Mid
Bulten	Mid	Oncopeptides	Mid
Bure Equity	Large	Orexo	Mid
Byggfakta	Large	Orrön Energy	Large
Byggmax Group	Mid	Ortivus	Small
C-Rad	Small	Oscar Properties Holding	Small
Calliditas Therapeutics	Mid	Ovzon	Mid
Camurus	Mid	OX2	Large
Cantargia	Mid	Pandox	Large
Castellum	Large	Peab	Large
Catella	Mid	Pierce Group	Mid
Catena	Large	PION Group	Small
Catena Media	Mid	Platzer Fastigheter Holding	Large
Cavotec	Mid	Precise Biometrics	Small
CellaVision	Mid	Prevas	Small
Christian Berner Tech Trade	Small	Pricer	Mid
Cibus Nordic Real Estate	Mid	Proact IT Group	Mid
Cint Group	Large	Probi	Mid
Clas Ohlson	Mid	ProfilGruppen	Small
Cloetta	Mid	Profoto Holding	Mid
Collector Bank	Mid	Projektengagemang Sweden	Small
Concejo	Small	Q-Linea	Mid
Concentric	Mid	Qliro	Small
Concordia Maritime	Small	Railcare Group	Small
Coor Service Management Holding	Mid	Ratos	Large

Corem Property Group	Large	Raysearch Laboratories	Mid
Creades	Large	Readly	Mid
CTEK	Mid	Rejlers	Mid
CTT Systems	Mid	Resurs Holding	Mid
Dedicare Group	Small	Rizzo Group	Small
Diös	Mid	Rottneros	Mid
Dometic Group	Large	RVRC Holding	Mid
Doro	Small	Saab	Large
Duni	Mid	Sagax	Large
Duroc	Small	Samhällsbyggnadsbolaget i Norden	Large
Dustin Group	Mid	Sandvik	Large
Eastnine	Mid	Saniona	Small
Egetis Therapeutics	Small	SAS	Large
Elanders	Mid	SCA	Large
Electrolux	Large	Scandi Standard	Mid
Electrolux Professional	Large	Scandic Hotels Group	Mid
Elekta	Large	Sdiptech	Large
Elon	Small	SEB	Large
Elos Medtech	Mid	Sectra	Large
Eltel	Mid	Securitas	Large
Emilshus	Mid	Semcon	Small
Empir Group	Small	Sensys Gatso Group	Small
Endomines	Small	Senzime	Small
Enea	Mid	Serneke Group	Small
Engcon	Mid	Sinch	Large
Eniro Group	Small	SinterCast	Small
EnQuest	Mid	Sivers Semiconductors	Mid
Eolus Vind	Mid	Skanska	Large
Epiroc	Large	SKF	Large
Episurf Medical	Small	SkiStar	Mid
EQT	Large	Sleep Cycle	Small
Ericsson	Large	Softronic	Small
Essity	Large	Solid Försäkring	Small
Evolution	Large	SSAB	Large
Ework Group	Small	Starbreeze	Small
Fabege	Large	Stendörren Fastigheter	Mid
Fagerhult	Mid	Stillfront Group	Large
Fasadgruppen	Mid	Stockwik Förvaltning	Small
Fastator	Mid	Stora Enso	Large
Fastpartner	Large	Storskogen Group	Large
Fenix Outdoor	Large	Strax	Small
Ferronordic	Mid	Studsvik	Small
Fingerprint Cards	Mid	Svedbergs	Small
FM Mattsson Mora Group	Mid	Svolder	Mid
Formpipe Software	Small	Sweco	Large
Fortnox	Large	Swedbank	Large

G5 Entertainment	Mid	Swedish Logistic Property	Mid
Gaming Innovation Group	Small	Swedish Match	Large
Garo	Mid	Swedish Orphan Biovitrum	Large
Genova Property Group	Mid	SynAct Pharma	Mid
Getinge	Large	Synsam	Mid
Green Landscaping Group	Mid	Systemair	Large
Gränges	Mid	Tele2	Large
H&M	Large	Telia Company	Large
Handelsbanken	Large	Tethys Oil	Mid
Hansa Biopharma	Mid	TF Bank	Mid
HANZA	Small	Thule Group	Large
Havsfrun Investment	Small	Tietoevry	Large
Heba Fastighets	Mid	Tobii	Mid
Hemnet Group	Large	Tobii Dynavox	Mid
Hexagon	Large	Traction	Mid
Hexatronic Group	Large	TradeDoubler	Small
Hexpol	Large	Transtema Group	Small
HMS Networks	Large	Traton	Large
Hoist Finance	Mid	Trelleborg	Large
Holmen	Large	Trianon	Mid
Hufvudstaden	Large	Troax Group	Large
Humana	Mid	Truecaller	Large
Husqvarna	Large	VBG Group	Mid
I.A.R. Systems Group	Mid	VEF	Mid
Image Systems	Small	Viaplay Group	Large
Immunovia	Mid	Vicore Pharma Holding	Small
Industrivärden	Large	Viking Supply Ships	Small
Indutrade	Large	Vitec Software Group	Large
Infant Bacterial Therapeutics	Small	Vitrolife	Large
Infrea	Small	Vivesto	Mid
Instalco	Large	VNV Global	Mid
International Petroleum	Mid	Volati	Large
Intrum	Large	Volvo	Large
Investor	Large	Volvo Car	Large
INVISIO	Mid	Wallenstam	Large
Inwido	Mid	Wihlborgs Fastigheter	Large
IRLAB Therapeutics	Mid	Wise Group	Small
IRRAS	Small	Wästbygg	Mid
Isofol Medical	Mid	Xano Industri	Mid
ITAB Shop Concept	Mid	Xbrane Biopharma	Mid
JM	Large	Xspray Pharma	Mid
John Mattson	Mid	Xvivo Perfusion	Mid
K-Fast Holding	Large	Öresund	Mid
K2A Knaust & Andersson Fastigheter	Mid		

---

## Bilaga 2

*Studiens bortfall av observationer (98 st företag och 317 st observationer)*

Företag	Cap	År	Företag	Cap	År
Actic Group	Small	2016	Moberg Pharma	Small	2018
Africa Oil	Mid	2016	Momentum Group	Mid	2016
		2017			2017
		2018			2018
		2019			2019
		2020			2020
Alleima	Large	2016			2021
		2017	MTG	Mid	2019
		2018			2020
		2019			2021
		2020	Munters Group	Large	2016
		2021	NCAB Group	Large	2016
Alligo	Mid	2016			2017
		2019	Netel Holding	Mid	2016
Ambea	Mid	2016			2017
Annehem Fastigheter	Mid	2016			2018
		2017			2019
		2018			2020
		2019	Nivika Fastigheter	Mid	2016
Arion Bank	Large	2016			2017
		2017			2018
Arjo	Large	2016			2019
Arla Plast	Small	2016			2020
		2017			2021
		2018	Nordic Paper Holding	Mid	2016
		2019			2017
		2020			2018
Ascelia Pharma	Small	2016			2019
		2017	Nordisk Bergteknik	Mid	2016
Balco Group	Mid	2016			2017
Bergs Timber	Small	2016			2018
Better Collective	Mid	2016			2019
		2017			2020



BHG Group	Large	2016	Nordnet	Large	2016
		2017			2017
		2018			2018
		2019			2019
		2020	Norva24 Group	Mid	2016
		2021			2017
BioArctic	Mid	2016			2018
Bonesupport	Mid	2016			2019
Boozt	Large	2016			2020
		2017	Note	Mid	2016
		2018			2017
		2019			2018
		2020			2019
		2021	Nyfosa	Large	2016
Byggfakta	Large	2016			2017
		2017	Oncopeptides	Mid	2016
		2018	Ovzon	Mid	2016
		2019			2017
		2020	OX2	Large	2016
Calliditas Therapeutics	Mid	2016			2017
		2017			2018
Cibus Nordic Real Estate	Mid	2016			2019
		2017			2020
Cint Group	Large	2016	Pierce Group	Mid	2016
		2017			2017
		2018			2018
		2019			2019
		2020			2020
		2021	Profoto Holding	Mid	2016
Concentric	Mid	2020			2017
CTEK	Mid	2016			2018
		2017			2019
		2018			2020
		2019	Projektengagemang Sweden	Small	2016
		2020			2017
Dedicare Group	Small	2016	Q-Linea	Mid	2016
		2017			2017
		2018	Qliro	Small	2016
		2019			2017
		2020			2018
		2021			2019

Electrolux Professional	Large	2016	Raysearch Laboratories Readly	Mid	2021
		2017		Mid	2016
		2018			2017
		2019			2018
Emilshus	Mid	2016	RVRC Holding		2019
		2017		Mid	2016
		2018			2017
		2019			2018
Engcon	Mid	2020			2019
		2016	Semcon	Small	2020
		2017			2016
		2018			2017
2019	2018				
Epiroc	Large	2020			2019
		2016			2020
		2017			2021
		2018			2020
EQT	Large	2016	Serneke Group	Small	2018
		2017			2019
		2018			2020
Essity Fasadgruppen	Large	2016	Sleep Cycle	Small	2016
		2017			2017
	Mid	2016			2018
		2017			2019
		2018			2020
Ferronordic FM Mattsson Mora Group Gaming Innovation Group	Mid	2016	Solid Försäkring	Small	2016
	Mid	2016			2017
	Small	2016			2018
		2017			2019
Genova Property Group	Mid	2016	Stendörren Fastigheter	Mid	2016
		2017			2017
		2018			2018
		2019			2019
Green Landscaping Group	Mid	2016			2020
		2017			2021
		2018			2020
Hemnet Group	Large	2016	Storskogen Group	Large	2016
		2017			2017
		2018			2018
		2019			2019
		2020			2020
I.A.R. Systems Group	Mid	2016	Swedish Logistic Property	Mid	2020
		2017			2016
		2018			2017
		2019			2018
		2020			2019
		2021			2020

Infrea	Small	2016	SynAct Pharma	Mid	2020
		2017	Synsam	Mid	2016
Instalco	Large	2016			2017
International Petroleum	Mid	2016			2018
IRLAB Therapeutics	Mid	2016			2019
IRRAS	Small	2016			2020
Isofol Medical	Mid	2016	Tobii Dynavox	Mid	2016
John Mattson	Mid	2016			2017
		2017			2018
		2018			2019
K-Fast Holding	Large	2016			2020
		2017	Traton	Large	2016
		2018			2017
K2A Knaust & Andersson Fastigheter	Mid	2016			2018
		2017	Trianon	Mid	2016
		2018	Truecaller	Large	2016
		2019			2017
Karnov Group	Mid	2016			2018
		2017			2019
		2018			2020
KlaraBo	Mid	2016			2021
		2017	Viaplay Group	Large	2016
		2018			2017
		2019			2018
		2020	Vivesto	Mid	2019
Lime Technologies	Mid	2016	VNV Global	Mid	2016
		2017			2017
Linc	Mid	2016			2018
		2017			2019
		2018	Volvo Car	Large	2016
		2019			2017
		2020			2018
MedCap	Mid	2016			2019
Medicover	Large	2016			2020
MilDef Group	Small	2016	Wästbygg	Mid	2016
		2017			2017
		2018			2018
		2019			2019
		2020	Xspray Pharma	Mid	2016
Mips	Large	2016			

## Bilaga 3

*Studiens 1 837 st observationer fördelade efter ägartyp*

År	Familj	Andel familj	Spritt	Andel spritt	Annan stor	Andel annan stor	Total
2016	111	41,42%	98	36,57%	59	22,01%	268
2017	114	39,18%	106	36,43%	71	24,40%	291
2018	111	36,63%	109	35,97%	83	27,39%	303
2019	112	36,25%	119	38,51%	78	25,24%	309
2020	117	36,56%	114	35,63%	89	27,81%	320
2021	130	37,57%	125	36,13%	91	26,30%	346
Total	695	37,83%	671	36,53%	471	25,64%	1837

## Bilaga 4

*Studiens 1 837 st observationer fördelade efter sektor*

Sektor	Familj	Ej familj	Total	Andel familj
Energi & Miljö	10	10	20	50%
Fastigheter	84	94	178	47%
Finans	97	98	195	50%
Handel & Varor	96	70	166	58%
Hälsovård	69	246	315	22%
Industri	168	242	410	41%
Informationsteknik	42	118	160	26%
Material	38	23	61	62%
Råvaror	8	53	61	13%
Sällanköp	22	59	81	27%
Telekom & Media	4	19	23	17%
Tjänster	64	103	167	38%

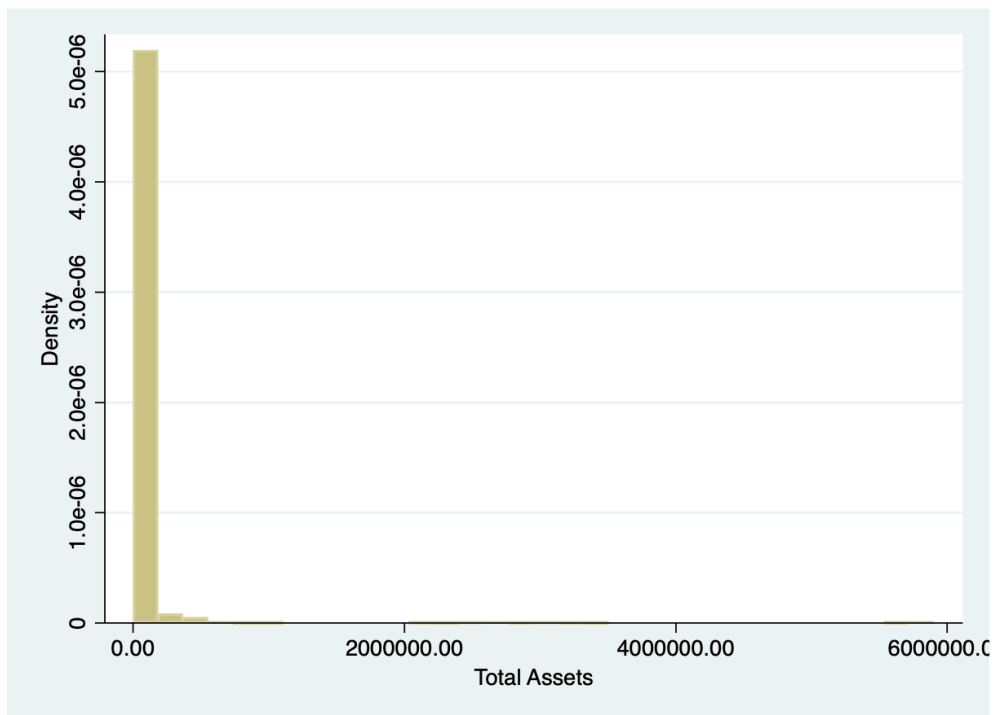
## Bilaga 5

*Large Cap Stockholms 10 största bolag sorterade efter börsvärde 2021-12-31*

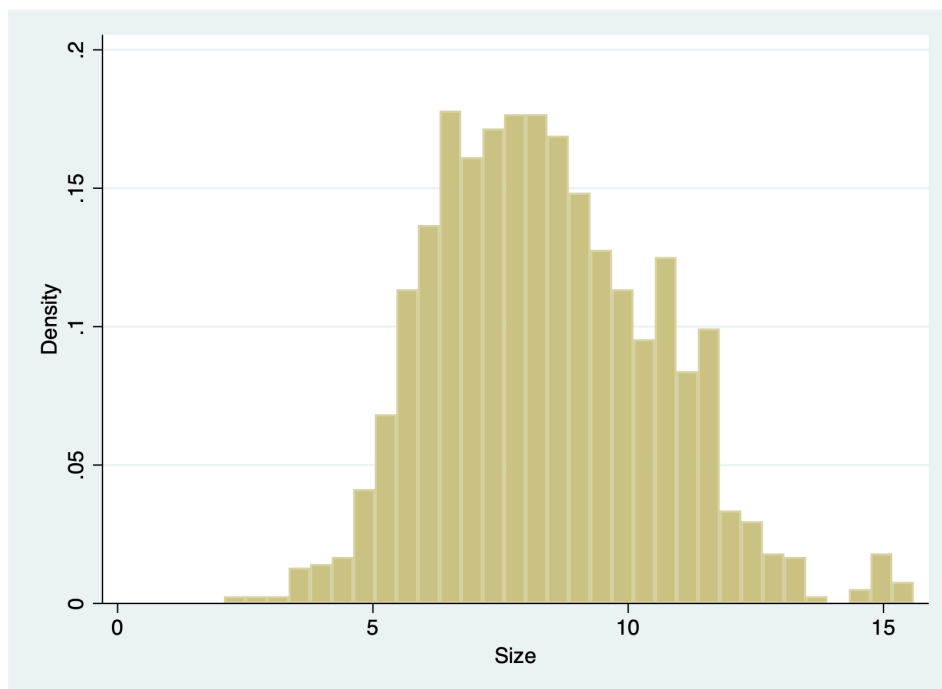
# Bolag	Sektor	Börsvärde (MSEK)	Totala tillgångar (MSEK)
1 AstraZeneca	Hälsovård	2 275 106,444	953 940,816
2 ABB	Industri	664 083,835	364 508,008
3 Atlas Copco	Industri	620 685,603	140 269,003
4 Investor	Finans	602 330,777	795 542,000
5 Nordea	Finans	429 231,881	5 874 384,127
6 Volvo	Industri	396 995,129	523 192,000
7 Hexagon	Industri	305 989,549	145 122,661
8 EQT	Finans	281 114,469	40 069,092
9 SEB	Finans	270 874,060	3 304 230,000
10 ASSA ABLOY	Industri	253 222,374	129 975,002

## Bilaga 6

*Histogram variabeln storlek (innan logaritmering)*



*Histogram av variabeln storlek (efter logaritmering)*



## Bilaga 7

Sammanställning av alla regressionsmodeller inkluderande koefficienter för sektor, år och fixed effects

<b>Dep.Var: Utdelning</b>	(1) Base	(2) Sektor	(3) År	(4) Ctrl	(5) Firm fe	(6) Firm & year fe
Konstant	0,049	0,104	0,037	0,076	0,676***	0,401*
<b>Ägarvariabel</b>						
Familj	0,052*	0,034	0,046	0,030	0,035	0,039
<b>Kontrollvariabler</b>						
Storlek (log)	0,041**	0,034**	0,047**	0,041***	-0,035	0,000
Skuldsättning (winz.)	-0,27***	-0,295***	-0,195**	-0,213**	-0,201*	-0,117
År fe:	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja
Företag fe:	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja
Sektor Fe:	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej
Adjusted Rsq	0,0641	0,159	0,087	0,181	0,006	0,042
N	1837,000	1837,000	1837,000	1837,000	1837,000	1837,000
<b>Sektor</b>						
Energi & Miljö		-0,082		-0,066		
Fastigheter		-0,116		-0,131*		
Handel & Varor		0,232**		0,234**		
Hälsovård		-0,155		-0,132		
Industri		0,065		0,068		
Informationsteknik		-0,031		-0,009		
Material		0,055		0,057		
Råvaror		-0,113		-0,110		
Sällanköp		0,005		0,006		
Telekom & Media		0,650		0,636		
Tjänster		0,134		0,142		
<b>År</b>						
2016			0,000	0,000		0,000
2017			-0,001	0,001		0,007
2018			0,013	0,015		0,025
2019			-0,169***	-0,166***		-0,153***
2020			-0,045	-0,042		-0,021
2021			-0,114***	-0,110***		-0,083**

Regressionsmodell (1) som endast testat den beroende variabeln mot ägarvariablerna och kontrollvariablerna

DPSEPS_w	Robust					
	Coefficient	std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
Familj	.0521936	.0290116	1.80	0.041	-.004668	.1090553
Size	.0405955	.008139	4.99	0.000	.0246434	.0565477
Skuldsättning_w	-.2703944	.0688526	-3.93	0.000	-.4053429	-.1354458
_cons	.0486278	.0675267	0.72	0.471	-.0837221	.1809777
sigma_u	.29242853					
sigma_e	.33124865					
rho	.43799628 (fraction of variance due to u_i)					

Regressionsmodell (2) som testat den beroende variabeln mot ägarvariablerna, kontrollvariablerna och även sektor

DPSEPS_w	Robust					
	Coefficient	std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
Familj	.0344104	.0277078	1.24	0.214	-.0198959	.0887168
Size	.0339314	.0103928	3.26	0.001	.0135619	.0543009
Skuldsättning_w	-.2950979	.0722042	-4.09	0.000	-.4366156	-.1535802
sektor_1	-.0816525	.1434262	-0.57	0.569	-.3627627	.1994577
sektor_2	-.1155472	.0608748	-1.90	0.058	-.2348597	.0037652
sektor_4	.2317065	.0798439	2.90	0.004	.0752153	.3881976
sektor_5	-.1550477	.0834093	-1.86	0.063	-.3185269	.0084316
sektor_6	.0646147	.0575629	1.12	0.262	-.0482066	.177436
sektor_7	-.0312292	.0941366	-0.33	0.740	-.2157335	.153275
sektor_8	.0547944	.0811428	0.68	0.499	-.1042426	.2138314
sektor_9	-.1129842	.0988067	-1.14	0.253	-.3066419	.0806734
sektor_10	.0053069	.0930496	0.06	0.955	-.1770669	.1876808
sektor_11	.6497702	.3400586	1.91	0.056	-.0167325	1.316273
sektor_12	.1336209	.0869998	1.54	0.125	-.0368957	.3041374
_cons	.1041658	.1216103	0.86	0.392	-.1341861	.3425176
sigma_u	.26523898					
sigma_e	.33124865					
rho	.39067491 (fraction of variance due to u_i)					

Regressionsmodell (3) som testar den beroende variabeln mot ägarvariablerna, kontrollvariablerna och även år

DPSEPS_w	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
Familj	.0459745	.0291744	1.58	0.115	-.0112063	.1031553
Size	.0471541	.0082916	5.69	0.000	.0309028	.0634053
Skuldsättning_w	-.1947289	.0686643	-2.84	0.005	-.3293085	-.0601493
År						
2017	-.0005617	.0222618	-0.03	0.980	-.044194	.0430706
2018	.0127032	.0277462	0.46	0.647	-.0416784	.0670848
2019	-.1692231	.0276205	-6.13	0.000	-.2233583	-.1150879
2020	-.0451265	.0269051	-1.68	0.093	-.0978596	.0076066
2021	-.1137086	.0232931	-4.88	0.000	-.1593622	-.068055
_cons	.037208	.0660677	0.56	0.573	-.0922823	.1666984
sigma_u	.29436014					
sigma_e	.32532903					
rho	.45014963	(fraction of variance due to u_i)				



Regressionsmodell (4) där alla variabler testas utan några fixed effects

DPSEPS_w	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
Familj	.0303416	.0276623	1.10	0.273	-.0238755	.0845588
Size	.0411711	.010501	3.92	0.000	.0205894	.0617528
Skuldsättning_w	-.212708	.0704205	-3.02	0.003	-.3507297	-.0746863
sektor_1	-.0664643	.143334	-0.46	0.643	-.3473938	.2144652
sektor_2	-.1305525	.0610607	-2.14	0.033	-.2502293	-.0108757
sektor_4	.2339181	.0806581	2.90	0.004	.0758313	.392005
sektor_5	-.1317165	.0830272	-1.59	0.113	-.2944468	.0310138
sektor_6	.0676375	.0582995	1.16	0.246	-.0466274	.1819023
sektor_7	-.0089207	.0949166	-0.09	0.925	-.1949537	.1771124
sektor_8	.0567419	.0804363	0.71	0.481	-.1009103	.2143941
sektor_9	-.1102687	.101392	-1.09	0.277	-.3089933	.088456
sektor_10	.0060287	.0918571	0.07	0.948	-.1740079	.1860653
sektor_11	.6363747	.3266143	1.95	0.051	-.0037775	1.276527
sektor_12	.1415514	.0877333	1.61	0.107	-.0304028	.3135055
År						
2017	.0006832	.0226044	0.03	0.976	-.0436206	.044987
2018	.0146563	.028215	0.52	0.603	-.0406442	.0699567
2019	-.1658448	.0280907	-5.90	0.000	-.2209016	-.1107881
2020	-.0422634	.0272946	-1.55	0.122	-.0957597	.011233
2021	-.1102846	.0236268	-4.67	0.000	-.1565922	-.0639769
_cons	.0761176	.118523	0.64	0.521	-.1561833	.3084185
sigma_u	.26705307					
sigma_e	.32532903					
rho	.40256731	(fraction of variance due to u_i)				

Regressionsmodell (5) där firm fixed effects är inkluderade i modellen

DPSEPS_w	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Familj	.0350957	.0458722	0.77	0.445	-.055127	.1253183
Size	-.0348719	.0185163	-1.88	0.060	-.0712901	.0015464
Skuldsättning_w	-.2013887	.0949553	-2.12	0.035	-.3881491	-.0146283
_cons	.6758463	.1568159	4.31	0.000	.3674171	.9842754
sigma_u	.3839535					
sigma_e	.33124865					
rho	.57329421	(fraction of variance due to u_i)				

Regressionsmodell (6) där year fixed effects är inkluderade i modellen

DPSEPS_w	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Familj	.0393223	.0460188	0.85	0.393	-.0511885	.1298332
Size	.0002748	.0203444	0.01	0.989	-.039739	.0402886
Skuldsättning_w	-.1168133	.0950089	-1.23	0.220	-.3036791	.0700525
År						
2017	.0067638	.0233073	0.29	0.772	-.0390776	.0526053
2018	.025027	.0294566	0.85	0.396	-.032909	.0829631
2019	-.1531777	.0292249	-5.24	0.000	-.210658	-.0956974
2020	-.0210569	.0290379	-0.73	0.469	-.0781694	.0360556
2021	-.0827658	.0289431	-2.86	0.004	-.1396918	-.0258399
_cons	.400509	.1567802	2.55	0.011	.0921499	.708868
sigma_u	.35206899					
sigma_e	.32532903					
rho	.53941311	(fraction of variance due to u_i)				

Här visas hela robusthetstestet direkt från Stata

DPSEPS_w	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
Familj	-.0172292	.0363799	-0.47	0.636	-.0885325	.0540742
Size	-.0166025	.0111063	-1.49	0.135	-.0383703	.0051654
Skuldsättning_w	.0920303	.1217618	0.76	0.450	-.1466184	.330679
sektor_1	-.0652252	.225714	-0.29	0.773	-.5076164	.3771661
sektor_2	-.3222148	.0886464	-3.63	0.000	-.4959585	-.1484711
sektor_4	.1579033	.0869055	1.82	0.069	-.0124284	.328235
sektor_5	-.0760052	.0958839	-0.79	0.428	-.2639343	.1119238
sektor_6	-.0874949	.0716762	-1.22	0.222	-.2279777	.0529879
sektor_7	.0881058	.108923	0.81	0.419	-.1253792	.3015909
sektor_8	-.0591404	.1162004	-0.51	0.611	-.286889	.1686083
sektor_9	.0178798	.1477308	0.12	0.904	-.2716672	.3074268
sektor_10	.061547	.1218609	0.51	0.614	-.177296	.3003899
sektor_11	1.196771	.1915974	6.25	0.000	.8212466	1.572295
sektor_12	.0488382	.0896461	0.54	0.586	-.1268649	.2245414
År						
2017	.0159354	.0328265	0.49	0.627	-.0484034	.0802742
2018	.0407605	.0328555	1.24	0.215	-.023635	.105156
2019	-.0123135	.0380072	-0.32	0.746	-.0868062	.0621792
2020	.0343538	.0337486	1.02	0.309	-.0317922	.1004998
2021	-.0593181	.0333736	-1.78	0.076	-.1247291	.006093
_cons	.7276598	.1239908	5.87	0.000	.4846423	.9706773
sigma_u	.27955908					
sigma_e	.32390367					
rho	.42691111	(fraction of variance due to u_i)				