



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT24

Under ägarnas klor

Riskhantering i svenska Large Cap företag

Författare:

Lisa Allan

David Cutlip

Hanna Nordén

Filip Wikman

Handledare:

Anamaria Cociorva

Förord

Först och främst vill vi tacka vår handledare Anamaria som har väglett, stöttat och svarat på de många mejl vi skickat genom arbetets gång. Denna uppsats har varit mycket givande och ett perfekt avslut på kandidatkursen i finans såväl som kandidatprogrammet i ekonomi.

Lisa Allan



David Cutlip



Hanna Nordén



Filip Wikman



Sammanfattning

Titel:	Under ägarnas klor: <i>Riskhantering i svenska Large Cap företag</i>
Seminariedatum:	2024-05-30
Kurs:	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15hp
Författare:	Lisa Allan, David Cutlip, Hanna Nordén & Filip Wikman
Handledare:	Anamaria Cociorva
Nyckelord:	Ägarkoncentration, risknivå, kontrollerande aktieägare, majoritetsägare, blockägare
Forskningsfråga:	Hur påverkar ägarkoncentrationen risknivån inom svenska Large Cap företag?
Syfte:	Detta arbete syftar till att undersöka huruvida ägarkoncentrationen påverkar riskhantering inom ett företag. Vidare ämnar uppsatsen till att belysa samt bidra med kunskap inom ett viktigt ämnesområde
Metod:	Forskningsfrågan undersöks med en kvantitativ datainsamling som kontrolleras med panelregression. Studien omfattas av flera relevanta kontrollvariabler som härleds till risknivå
Teoretiska perspektiv:	Arbetet bygger på relevanta teorier, finansiella modeller och begrepp från tidigare forskning
Resultat:	Det finns statistiskt underlag att ägarkoncentration påverkar risknivå.
Slutsats:	Studien visar att ägarkoncentration påverkar risknivån hos svenska Large Cap företag. Således har vi besvarat gällande frågeställning och syften samt har statistiskt underlag att förkasta nollhypotesen.

Abstract

Title:	Under the shareholders' claws: Risk management in Swedish Large Cap companies
Seminar date:	2024-05-30
Course:	FEKH89, Degree Project in Corporate Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-cr
Authors:	Lisa Allan, David Cutlip, Hanna Nordén & Filip Wikman
Advisor:	Anamaria Cociorva
Key words:	Ownership concentration, risk management, controlling shareholders, majority shareholders, blockholders
Research question:	How does ownership concentration affect the level of risk within Swedish Large Cap companies?
Purpose:	This essay aims to examine how ownership concentration affects the level of risk within a company. It also intends to highlight an important subject as well as contribute with new knowledge.
Methodology:	The research question is examined using quantitative data collection, which is controlled with panel regression. The study includes several relevant control variables that relate to the level of risk.
Theoretical perspectives:	The essay is based on relevant theories, financial models and concepts from previous research.
Result:	There is statistical evidence that ownership concentration affects the level of risk.
Conclusions:	This study shows that ownership concentration affects the risk level of Swedish Large Cap companies. Thus, the study has answered the research question with statistical evidence to reject the null hypothesis.

Definitionslista

Blockägare

Aktieägare som minst innehar 5% av företagets röster.

Institutionella ägare

Aktier som ägs av ett företag eller en institution, motsats till privata ägare.

Kontrollerande aktieägare

Aktieägare som innehar mer än 25% av rösterna i ett företag och anses därmed ha ett stort inflytande.

Majoritetsägare

Innebär aktieägare som äger mer än hälften av de utställda aktierna inom ett företag.

Minoritetsägare

Aktieägare som har mindre än 5% av företagets röster.

Osystematisk risk

Företagsspecifik risk, risk som påverkar specifika företag eller branscher.

Privata ägare

Aktier som ägs av en privatperson, motsats till institutionella ägare.

Systematisk risk

Marknadsrisk, risk som påverkat hela marknaden och inte kan diversifieras.

Total risk

Definieras som aktieprisvolatilitet, vilket är ett standardiserat mått för standardavvikelse på aktiepriset.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1.0 Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problemdiskussion.....	8
1.3 Syfte och frågeställning.....	9
1.4 Studiens avgränsningar.....	9
2.0 Teori	11
2.1 Risk.....	11
2.1.1 Definition av risk.....	11
2.1.2 Volatilitet.....	11
2.2 Ägarstrukturer.....	12
2.2.1 Olika typer av ägande.....	12
2.2.1.1 Blockägare.....	12
2.2.1.2 Kontrollerande Aktieägare.....	12
2.2.1.3 Majoritetsägare.....	13
2.2.2 Teorier.....	13
2.2.2.1 Agentteorin.....	13
2.2.2.2 Stewardshipteorin.....	14
2.3 Tidigare forskning.....	15
2.3.1 Sammanfattning av tidigare forskning.....	17
2.4 Hypoteser.....	19
3.0 Metod	20
3.1 Datainsamling.....	20
3.1.1 Holdings.....	20
3.1.2 Capital IQ.....	20
3.1.3 LSEG Refinitiv Eikon.....	21
3.1.4 Tidsperiod.....	21
3.1.5 Urval.....	21
3.1.6 Bortfall.....	22
3.1.7 Övrigt.....	23
3.2 Dataanalys.....	23
3.2.1 Regression.....	23
3.3 Beroende variabel.....	23
3.3.1 Volatilitet.....	24
3.4 Oberoende variabler.....	24
3.4.1 Ägare.....	24
3.4.2 Land och ägartyp.....	25
3.4.3 Skuldsättningsgrad.....	26
3.4.4 Utdelning.....	26
3.4.5 Marknadspris/Bokfört pris (P/B).....	26
3.4.6 Storlek.....	27

3.4.7 Beta.....	27
3.4.8 Sammanställning av variabler.....	28
3.5 Tillvägagångssätt.....	29
3.5.1 Multikollinearitet.....	29
3.5.2 Homoskedasticitet.....	29
3.5.3 Autokorrelation.....	30
3.5.4 Linjär i parametrar.....	30
3.5.5 Normalfördelade feltermar.....	30
3.5.6 Endogenitet.....	30
3.6 Metoddiskussion.....	31
3.6.1 Reliabilitet.....	31
3.6.2 Validitet.....	31
3.6.3 Bortfallsanalys.....	33
3.7 AI-Verktyg.....	33
3.8 GDPR.....	33
4.0 Resultat.....	34
4.1 Deskriptiv statistik.....	34
4.2 Regressionsdiagnostik.....	35
4.2.1 Multikollinearitet.....	35
4.2.2 Hausman.....	35
4.3 Regressionsresultat.....	36
4.3.1 Ägare.....	36
4.3.2 Kontrollvariabler.....	37
5.0 Tolkning och analys av empiriskt material.....	38
5.1 Ägarkoncentration.....	38
5.2 Land och ägartyp.....	39
5.3 Skuldsättningsgrad.....	40
5.4 Utdelningspolicy.....	40
5.5 P/B.....	40
5.6 Storlek.....	41
5.7 Beta.....	41
6.0 Slutsats.....	42
6.1 Slutsats och diskussion.....	42
6.2 Förslag till vidare forskning.....	43
7.0 Referenser.....	44
8.0 Bilagor.....	50

1.0 Inledning

Denna rubrik utgör bakgrunden samt problematiseringen av vårt valda ämne. Därefter kommer gällande syfte, frågeställning och avgränsning avhandlas mot bakgrund av detta.

1.1 Bakgrund

I enlighet med Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson (2012) följer utvecklade ekonomier en av två grundläggande modeller för företagskontroll av publika företag. Den första innebär ett spritt ägande där chefer i huvudsak styr och den andra utgörs av koncentrerat ägande där en eller flera stora aktieägare har betydande kontroll över företaget. Bland europeiska företag tillämpas den andra modellen mer frekvent. I Sverige blev ägarskapet alltmer koncentrerat efter andra världskriget, vilket medförde socioekonomiska förändringar. Detta hade stor påverkan på hur företag utvecklades i mitten av 1900-talet. Enligt Henrekson & Jakobsson ägde de två största aktieägarna sammanlagt mer än hälften av rösterna i 85 % av de börsnoterade företagen under denna period (Henrekson & Jakobsson, 2012).

Att utfärda aktier är fördelaktigt för företag eftersom de anskaffar kapital som kan användas i verksamheten. I utbyte är de nya ägarna berättigade till rösträtt och får ta del av eventuella framtida vinster (Berk & Demarzo, 2021). I Sverige är innehavaren av en aktie vanligtvis berättigad till en röst om inget annat står i företagets bolagsordning (Bolagsverket, 2022). Enligt Chris Mallin & Andrea Melis (2012) finns det flera sätt för aktieägare att utöva inflytande och kontroll över organisationer. Bland annat genom att själva rösta, lämna in förslag för omröstning vid bolagsstämmor eller genom offentliga kampanjer för att få stöd för sina idé- eller reformförslag.

I Europa är det vanligt med så kallade *kontrollerande aktieägare* som äger en större procentandel av aktierna och har på så sätt större inflytande att fatta beslut som gynnar dem oproporionerligt mycket (Berk & DeMarzo, 2021). Detta avhandlas i en artikel av Alex Edman (2013) som menar att *blockägare*, aktieägare som innehar minst 5% av företagets aktier, kan sträva efter privata fördelar på de mindre aktieägarnas bekostnad. Detta leder till stora konflikter mellan dessa större aktieägare och de så kallade *minoritetsägare* enligt Nicolas Eugster och Quingxia Wang (2023). Ett exempel på en sådan konflikt handlar om vilken typ av risknivå ett företag föredrar. Detta behandlas av David Newton och Imants Paeglis (2019) som belyser hur stora blockhållare har incitament att minska risknivån hos

företag de har hög ägarkoncentration inom. I och med att minoritetsägare har begränsad röst och ofta inte har tillgång till samma information som de större aktieägarna brukar detta enligt Newton & Imants (2019) leda till beslut som gynnar de stora aktieägarnas intressen. Detta undersöks även i en forskningsstudie av Silvia Rossetto, Nassima Selmane och Raffaele Stagliano (2023) som finner att sammansättningen av flera mindre blockägare är mer riskbenägna, relativt en enda stor blockägare inom ett företag. Detta ger upphov till frågeställningen kring huruvida olika typer av ägarkoncentration påverkar risknivån inom ett företag.

1.2 Problemdiskussion

Inom företagsvärlden är en stor målsättning att uppnå en hög avkastning relativt den risknivån som ett företag tar på sig. För att uppnå detta kan man antingen satsa på investeringar som lovar hög avkastning till en högre risk eller fokusera på mer riskaverta investeringsbeslut till en mindre förväntad avkastning (Markowitz, 1952). Enligt Adolf Berle och Gardiner Means (1991) kan chefer och aktieägare vara oeniga om vilken risknivå ett företag ska eftersträva. Till exempel har chefer incitament att vilja undvika hög risk- och avkastningsinvesteringar för att skydda sin position medan aktieägare kan föredra dessa investeringar för den potentiellt högre avkastningen. Detta diskuteras även av Michael C. Jensen and William H. Meckling (1976) som belyser hur chefer tenderar att vara mer riskaverta då deras inkomst och karriär är bunden till företagets prestation. Denna intressekonflikt kan leda till att chefer väljer att agera i sitt eget intresse istället för aktieägarnas, vilket är en del av den så kallade *agentkonflikten* som Jensen & Meckling (1976) avhandlar i sin artikel. Agentkonflikten är en del av *agentteorin* som undersöker förhållandet mellan *principal* (ägare) och *agenter* (chefer). Till följd av den höga ägarkoncentrationen i Sverige brukar man säga att intressekonflikten som benämns i agentteorin istället befinner sig mellan ägare som har en större aktieandel och minoritetsägare.

I kontrast till agentteorin och den påföljande agentkonflikten så finns *stewardshipteorin* som istället anser att chefer aktivt agerar för att främja aktieägarnas och företagets intressen på bästa sätt. Således bör cheferna vara mindre riskaverta och villiga att engagera sig i projekt med högre risk om de anser att dessa investeringar tjänar ägarnas långsiktiga mål och intressen (Donaldson, Schoorman & Davis, 1997). Stewardshipteorin brukar avse, liksom

agentteorin, intressekonflikten mellan chefer och ägare vilket utesluter konflikter som uppstår mellan stora aktieägare och övriga intressenter. Dessa är särskilt förekommande inom svenska företag som har en hög ägarkoncentration. Detta ger upphov till frågeställning om huruvida intressekonflikter mellan intressenter påverkas mot bakgrund av dessa teorier.

Idag fokuserar de flesta forskningsstudier på hur ägarkoncentration påverkar finansiell prestation inom ett företag och mindre forskning syftar till att undersöka hur det påverkar risknivån (Prado et al., 2016). Bland de forskare som undersöker risk definieras begreppet på olika sätt, vilket i sin tur skapar meningsskiljaktigheter i hur risk ska mätas. En beräkning av riskmått som frekvent används är volatilitet. Volatilitet avser att mäta hur priserna på en tillgång fluktuerar över en given tidsperiod och är ett adekvat mått på risknivå (Engle, 1982). I enlighet med den tidigare forskning som tillämpats råder det ingen konsensus i huruvida sambandet mellan ägarkoncentration och risknivå är positivt eller negativt korrelerat. Detta medför att det fortfarande finns utrymme för ytterligare studier inom ämnet. Dessutom är detta särskilt intressant att undersöka i ett svenskt sammanhang till följd av den höga ägarkoncentrationen i landet, såväl som regelverket kring bolag som medför en svag position för chefer. Positionen anses svag enligt Karin Eklund och Daniel Stattin (2013) bland annat på grund av att styrelsemedlemmar i vanlig praxis måste omväljas varje år samt kan avsättas utan saklig grund av bolagsstämman när som helst. Detta ger upphov till ett vakuum i ledningen som kan fyllas av starka ägare.

1.3 Syfte och frågeställning

Denna rapport syftar till att undersöka hur ägarkoncentrationen inom ett företag påverkar dess risknivå. Detta mot bakgrund av en empirisk datainsamling bestående av relevant litteratur, teorier samt en regressionsanalys. Vi önskar att eventuella resultat och slutsatser i studien ska kunna ge upphov till nya insikter samt bidra med kunskap inom ämnet. Därmed har vi formulerat följande frågeställning:

- ❖ Hur påverkar ägarkoncentrationen risknivån inom svenska Large Cap företag?

1.4 Studiens avgränsningar

Detta arbete undersöker endast börsnoterade företag med ett marknadsvärde på över 10 miljarder SEK, så kallade Large Cap företag. Detta på grund av att Large Cap företag ofta är

stora, väletablerade företag med stor marknadspåverkan och tenderar att ha mer information tillgänglig för allmänheten. Studien är även geografiskt avgränsad till att endast avhandla svenska företag. Detta med anledning av att företagen verkar inom ramen för svenska lagar och regleringar, vilket innebär specifika förutsättningar för ägarkoncentrationen, företagsstyrning och riskhantering. Därmed behöver man inte beakta skillnader inom regelverk och kan på så sätt göra en djupare analys av vår datainsamling och precisera diskussionen. Vidare till följd av att Sverige är ett av världens mest innovativa länder inom ett flertal olika branscher är det intressant att undersöka hur landets största företag ställer sig till risk. Slutligen är datainsamlingen begränsad till en femårsperiod (2019-2023) eftersom vi vill att datan som samlas in är relevant och aktuell samtidigt som arbetet ska vara hanterbart mot bakgrund av givna resurser och tidsbegränsning.

2.0 Teori

Detta avsnitt avhandlar de finansiella modeller, begrepp samt tidigare forskning som använts inom arbetet.

2.1 Risk

Nedan behandlas risk som teori, definition och beräkning.

2.1.1 Definition av risk

Vid investeringar är en grundläggande målsättning att generera en positiv avkastning på det investerade kapitalet över tid, med andra ord generera vinst. För att lyckas generera positiv avkastning krävs det initiativ och strategier, där vissa beslut är mer osäkra än andra. Besluten måste anpassas efter investerarens riskbenägenhet, tidsram, och ekonomiska mål, där varje medförd osäkerhet blir ett risktagande.

Inom finansiering belyste Markowitz (1952) en förhållning mellan avkastning och risknivå, där en hög risknivå resulterar i möjlighet till högre avkastning, varpå riskmått definierades som tillgångsprisets individuella standardavvikelse. Risk refererar därmed till osäkerheten kring den förväntade avkastningen på en investering. Det är sannolikheten att den faktiska avkastningen avviker från den förväntade avkastningen, vilket kan medföra förlust. För att minimera framtida förluster måste företag er hålla en stabil risknivå vilket innebär att man hanterar sitt risktagande på ett sätt som uppnår finansiell stabilitet och lönsam avkastning. Problematiken med detta uppstår i och med att det inte finns någon bestämd formel eller metod som omfattar fullständig risknivå. Detta eftersom begreppet är mycket omfattande och definieras på flera olika sätt inom finansiering. I denna studie har vi valt att definiera risk utifrån tidigare forskning och välkända teorier, som ett oberoende och kvantitativt riskmått.

2.1.2 Volatilitet

Volatilitet som riskmått presenteras av Engle (1982) och bygger på Markowitz (1952) teori om att mäta risk genom standardavvikelse. Måttet avser att mäta hur mycket aktiepriset fluktuerat kring medelvärdet under en viss tidsperiod och beräknar på så sätt den totala risken. Den totala risken innefattar *osystematisk* (företagsspecifik) - och *systematisk* (marknadsrisk). Företagsspecifikrisk innefattar den risken som ett företag åtar sig och

marknadsrisk innefattar den risken som marknaden behandlar. En hög volatilitet innebär en indikation för högre associerad risknivå för företag, och en låg volatilitet en indikation för lägre risknivå. Antagandet får stöd av den effektiva marknadshypotesen, som presenterar antagandet att aktiepris reflekterar marknadens tillgängliga information om en tillgång (Fama, 1971). Volatilitet är ett standardiserat riskmått, där en tillgångs prismässiga standardavvikelse för en period omvandlas till årsbaserad standardavvikelse. Omvandlingen görs för att möjliggöra jämförelse av volatiliteten mellan olika tidsperioder. I teorin går det även att jämföra företags volatilitet även om man har tillgång till olika typer av data (Engle, 1982).

2.2 Ägarstrukturer

Under denna rubrik följer en redogörelse av de teorier och begrepp som används regelbundet under arbetet och således är relevanta utifrån vårt ämnesval.

2.2.1 Olika typer av ägande

Nedan presenteras olika typer av stora aktieägare

2.2.1.1 Blockägare

Blockägare är enligt Clifford G. Holderness (2009) stora aktieägare som innehar betydande andelar i ett företag, oftast minst 5% av företagets aktier. Deras ägarandelar ger dem incitament att övervaka företagets resultat och, vid behov, utöva kontroll över dess verksamhet och ledning. Dessa ägare menar Alex Edman (2013) kan påverka företagsstyrningen genom direkt ingripande i företagets aktiviteter, vilket kan göras genom att rösta (*voice*) eller sälja aktier (*exit*).

2.2.1.2 Kontrollerande Aktieägare

Kontrollerande aktieägare, enligt Nicolas Eugster och Quingxia Wang (2023), innehar mer än 20% av aktierna i ett företag, under förutsättning att ingen annan äger en större aktieandel. Genom att äga en kontrollerande andel kan en person få betydande inflytande över företagets verksamhet. Detta då de övriga aktieägarna, däribland minoritetsägare, måste samordna sig för att rösta emot den kontrollerande aktieägaren. I företag med både kontrollerande aktieägare och minoritetsaktieägare uppstår ofta intressekonflikter, eftersom de kontrollerande aktieägare kan fatta beslut som gynnar dem själva oproportionerligt jämfört med övriga aktieägare. Till exempel kan de anställa sina familjemedlemmar i ledande

befattningar eller göra affärer med andra företag där de har betydande aktieinnehav (Eugster & Wang, 2023).

Enligt Bolagsverket (2023) definieras en kontrollerande aktieägare i Sverige som en person som innehar mer än 25% av röststrätterna. Detta innebär att den kontrollerade aktieägaren har det yttersta ansvaret för att styra och leda företaget framåt. Denna definition är mer lämplig mot bakgrund av gällande frågeställning eftersom Eugster & Wang (2023) undersöker kontrollerande aktieägare i ett internationellt sammanhang där ägarkoncentrationen inte är lika hög som i Sverige. Därmed är det fördelaktigt att använda sig av en svensk källa när forskningen inte är enig.

2.2.1.3 Majoritetsägare

Lawrence Cunningham (2021) definierar majoritetsägare som en betydande grupp inom ett företag, bestående av privata- eller institutionella ägare som innehar mer än hälften av de utställda rösterna. Deras ägande utgör en överväldigande andel av rösterna vid företagsbeslut och därigenom tilldelas de en dominerande position i företagsstyrningen. Genom denna dominans har majoritetsägare en omfattande påverkan på företagets operativa och strategiska beslut. Som ägare av en betydande andel av företaget har majoritetsägare ett intresse av att övervaka företagsledningen noggrant för att säkerställa att deras investering genererar avkastning och att företagsstyrningen är i linje med aktieägarnas intressen. Deras närvaro och påverkan är därmed av central betydelse för att säkerställa en effektiv och ansvarsfull styrning av företaget.

2.2.2 Teorier

Nedan följer relevanta konfliktteorier som avser att tillämpas vid analys av resultat.

2.2.2.1 Agentteorin

I enlighet med Eisenhardt (1989) är agentteorin ett ramverk som ger insikter i konflikten som uppstår när en part (agenten) vidtar åtgärder på uppdrag av en annan (principalen). Denna konflikt kallas agentkonflikten och inträffar när agenten och principalen har olika, och ibland motstridiga, mål och intressen. Agentkonflikten kan även bidra till så kallade *agentkostnader*, vilket är kostnader för att minska effekten av intressekonflikten såsom att övervaka ledningen eller olika typer av kompensationspolicyer (Berk & Demarzo, 2021).

Enligt Eisenhardt (1989) kan man dela upp teorin i två huvudproblem. Det första problemet benämns agentproblemet och uppstår när agenten och principalens mål inte är enhetliga och det är svårt för principalen att övervaka agentens handlingar. Detta leder till att agenten tar beslut utifrån sin egna agenda och att principalens intressen inte tas i beaktande. De andra problemet, de så kallade *riskhanteringsproblemet*, uppkommer när agenten och principalen har olika attityder när det kommer till risk vilket i senare led påverkar deras beteende och beslut inom relationen (Eisenhardt, 1989).

I artikeln betonar Eisenhardt (1989) vikten av agentteorin inom organisatorisk teori och beskriver hur den erbjuder unika insikter kring olika organisatoriska frågor såsom informationssystem, incitament och risk. Dessutom kan teorin tillämpas inom ett flertal områden, exempelvis ekonomi, finans och redovisning, för att identifiera och behandla problem inom corporate governance och andra områden där agentproblemet existerar. Eisenhardt (1989) kritiserar även teorin i sin artikel och hur den baseras på antagandet att alla individer agerar utifrån självintresse samt att den lägger för stort fokus på ekonomiska incitament. Detta kan leda till att teorin förbiser andra viktiga beteendemässiga faktorer inom organisationen.

Även om ett huvudsakligt fokus inom agentteorin förklaras genom intressekonflikter mellan principaler och agenter, existerar intressekonflikter även mellan företag med olika ägarstrukturer. Blockägare, majoritetsägare och kontrollerande aktieägare har olika preferenser inom företagsstyrning, vilket medför konflikter. Dessa konflikter uppstår även när aktieägarnas intressen motsätter sig chefers eller minoritetsägares intressen. Vilken risknivå som företag åtar sig beror därmed i stor utsträckning av vilka incitament inflytande intressenter inom företag har.

2.2.2.2 Stewardshipteorin

Donaldson, Schoorman och Davis (1997) introducerar stewardshipteorin som undersöker relationen mellan ägarskap och företagsstyrning. Den centrala idén är att chefer betraktas som *stewards*, vilka ansvarar för att främja aktieägarnas intressen på bästa sätt. Denna syn på ledarskap står i kontrast till agentteorins betoning av potentiella intressekonflikter mellan chefer och aktieägare.

Stewards betraktas som djupt engagerade i företaget och arbetar mot att förverkliga dess vision och mål. Genom att främja en kultur av kollektivism strävar de efter att harmonisera individernas insatser med företagets övergripande utvecklings- och tillväxtmål.

Donaldson et al (1997) betonar i stewardshipteorin den nära relationen mellan chefernas engagemang och företagets framgång. Därmed arbetar stewards aktivt för att skydda och maximera aktieägarnas förmögenhet genom att förbättra företagets prestation. Genom att balansera olika intressegrupper strävar de efter att maximera aktieägarnas förmögenhet samtidigt som de säkerställer sina egna intressen.

I och med att företagets framgång främjas möjliggörs även tillfredsställelsen av flera olika intressegrupper, och stewards erhåller tydliga riktlinjer och mål att arbeta mot. Detta enhetliga fokus på att främja både företagets och aktieägarnas bästa präglar stewardshipteorin och erbjuder en alternativ syn på företagsstyrning jämfört med agentteorin (Donaldson et al, 1997).

Choudhury och Pedrin (2017) lyfter fram delar av den mest framträdande kritiken mot stewardshipteorin. Kritik riktas mot att teorin antar ett överdrivet förtroende för företagsledningen, vilket kan leda till bristande ansvarsskyldighet och risk för egennyttigt beteende från ledningens sida. Dessutom har teorin fått kritik för bristande fokus på långsiktiga hållbarhetsfrågor och för att inte tillräckligt adressera konflikter mellan olika intressenter i företaget.

Även bristen på andra intressenter än aktieägare och chefer såsom anställda, kunder och samhället är något som betonas av Choudhury och Pedrin (2017). Detta kan leda till att teorin inte tar hänsyn till alla relevanta faktorer som påverkar företagets prestation och långsiktiga framgång. Sammantaget har kritiken mot stewardshipteorin bidragit till en mer nyanserad diskussion kring företagsstyrning och betonar vikten av att integrera olika perspektiv för att säkerställa en effektiv och ansvarsfull företagsstyrning.

2.3 Tidigare forskning

Nedan följer en sammanställning av tidigare forskning inom ämnet som vi finner relevant utifrån vår valda frågeställning. Dessa är menade att etablera en grundläggande förståelse för ämnet och identifiera tidigare teorier, metoder och resultat inom vårt valda område.

Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies

Gürsoy & Aydoğan (2002) studie undersöker hur risknivån i företag påverkas av olika ägarstrukturer inom företag. I studien diskuterar författarna hur företag med stark ägarkoncentration oftast korrelerar med högre risker, vilket indikeras av större standardavvikelse i den månadsvisa avkastningen bland företagen. Studie undersöker turkiska företag som varit listade på *Istanbul Stock Exchange (ISE)* mellan 1992 och 1998 (exkluderat finansiella sektorn). Resultatet visar att det finns ett samband mellan företagsägande och risknivå. I fallet att en chef har ägarandelar inom företaget och har en större riskpreferens, som går i linje med diversifierade ägares preferenser, blir resultatet att företaget tar sig an mer riskfyllda projekt. En stor del av risknivå påverkas av vilken typ av aktieägare ett företag har, exempelvis skiljer sig ett statligt ägt företag mot ett familjeägt företag, där det statliga företaget oftast har mer risk än familjeägda.

The effects of ownership concentration and corporate governance on corporate risk-taking: The case of Thailand

Jumreornvong, Treepongkaruna, Prommin & Jiraporn (2020) undersöker i sin studie hur ägarstrukturen påverkar risknivå. Studien undersöker 100 företag som varit börsnoterade på *Stock Exchange of Thailand (SET)* (exklusive finansiella företag), under tidsperioden 2006-2009. Författarna identifierar risk som en aktieavkastnings volatilitet, vilket de beräknar genom standardavvikelsen för den dagliga aktieavkastningen för varje företag över de åren som undersöks. Studiens resultat visar att desto större ägarna/ägaren är, desto mindre diversifiering finns det inom företags risknivå, vilket resulterar i mindre riskbenägen företagsstyrning. Det innebär att en mer koncentrerad ägarkoncentration leder till mindre risknivå av företag.

Ownership Structure and Risk: A Canadian Empirical Analysis

I Gadhoum & Ayadi (2003) studie undersöks sambandet mellan hur ägarstruktur påverkar riskbeteende. Studien omfattar 569 företag som varit börsnoterade på den kanadensiska börsen åren 1989-1991 (exklusive finansiella sektorn). Intressant för Gadhoum & Ayadi (2003) studie är att den innefattar variabeln *voting rights*, vilket skiljer sig från tidigare undersökt forskning. Författarna menar att relativt lite utrymme i litteraturen och forskningen har innefattat relationen mellan risknivån och den underliggande ägarstrukturen rösträtter.

Resultatet i studien visar att risknivån som ett företag väljer att ta på sig är negativt relaterat till dess ägarstruktur och att det råder differentiering beroende på bransch.

Do Large Blockholders Reduce Risk?

Newton och Paeglis (2019) undersöker i sin artikel sambandet mellan ägarkoncentration och risk. Studien visar att blockägare har stor påverkan på aktieavkastningen såväl som företagsrisken. Storleken varierar beroende på typ av blockägare och ägarstruktur. Med andra ord om det rör sig om en privat blockägare (privatperson, familj), eller en institutionell blockägare vilket innebär företag som äger aktier i företag.

Enligt studien har enskilda blockägare en nyckelroll när det kommer till ett företags risknivå. Enskilda blockägare har en stor tendens att minska risknivå inom företag, jämfört med fler mindre riskbenägna blockägare. Detta eftersom enskilda blockägare, genom sin stora ägarandel, aktivt använder sin makt för att öka prestationen och minska risknivå inom företaget. Följden av detta är att den systematiska risken minskar och företagsspecifika risken ökar. Institutionella blockägare har inte samma påverkan som de privata blockägarna, och påverkar inte den systematiska risken. Detta indikerar att större röstandel har en betydande roll i ett företags riskhantering.

Ownership concentration and firm risk: The moderating role of mid-sized blockholders

Rossetto, Selmane och Staglianò (2023) undersöker sambandet mellan risknivå och ägarandelar. Studiens fokus ligger på blockägare och deras förmåga att påverka detta samband. Resultatet visar att ägarkoncentrationen har en betydande inverkan på hur företag hanterar risker. Risknivåerna tenderar att sjunka vid hög ägarkoncentration med ett få antal aktieägare, eftersom ägarna har starkare incitament att skydda sina investeringar. Detta medför ett riskavert agerande. Med en låg ägarkoncentration ökar risken, eftersom fler aktieägares intressen tas i beaktning vid beslutsfattande. Blockägare har därför en betydande roll att balansera sambandet mellan risknivå och ägande.

2.3.1 Sammanfattning av tidigare forskning

Författare	Urval	Riskmått	Resultat
-------------------	--------------	-----------------	-----------------

Gürsoy & Aydoğan (2002)	Turkiet, data från 1992-1998	Beta och standardavvikelse på aktieavkastning	Kommer fram till att ett koncentrerat ägande tenderar att minska företagets risknivå och främja företagets prestation
Jumreornvong et al. (2020)	Thailand, data från 2008-2017	Standardavvikelse på avkastning av tillgångar och eget kapital, beta och volatiliteten i aktiepriset.	Kommer fram till att effektiv företagsstyrning i kombination med koncentrerad ägandestruktur minskar risken för företag och bidrar till en hållbar affärsverksamhet.
Gadhoum & Ayadi (2003)	Kanada, data från 1996-2000	Volatiliteten i aktiepriset, beta och standardavvikelsen på aktieavkastning	Menar att en koncentrerad ägandestruktur och andra organisatoriska och externa faktorer har en stor inverkan på företagets förmåga att minska risken i företaget.
Newton & Paeglis (2019)	USA, data från 2004 och 2009	Idiosynkratisk volatilitet, alfa och standardavvikelsen på aktieavkastning	Menar på att stora blockägares närvaro i företag minskar risken i företaget och leder till ökad prestation då de har incitament att agera på ett sätt som gynnar företaget.
Rossetto, Selmane & Stagliano (2023)	USA, data från decennier	volatilitet i rörelseresultat, idiosynkratisk volatilitet, aktieprisets volatilitet och standardavvikelse på aktieavkastning.	Kommer fram till att ägarkoncentrationen ger en betydande inverkan på hur företag hanterar risker internt.

Tabell 1: Sammanställning av tidigare forskning

2.4 Hypoteser

Tidigare forskning tyder på att det inte finns konsensus kring hur ägarkoncentration påverkar risknivå. Väldigt få studier som gjorts behandlar den svenska marknaden, vilket skapar ett behov för studier som bidrar till forskningen. Detta särskilt eftersom Sverige har en relativt hög ägarkoncentration.

Hypotesen använder volatilitet som riskmått och undersöker hur ägarstruktur påverkar risknivå inom den svenska Large Cap marknaden. För att undersöka detta lyder hypotesen som följande:

Hypotes:

H_0 = *Ägarkoncentration i svenska Large Cap-bolag har inget samband med företags risknivå.*

H_1 = *Ägarkoncentration i svenska Large Cap-bolag har ett samband med företags risknivå.*

3.0 Metod

Nedan presenteras metoden för hur denna studie genomförts, vilket inkluderar regressionsanalys, datainsamling, sambandet mellan risk och ägarkoncentration,

3.1 Datainsamling

Datan som använts i studien är hämtad från tre olika finansiella databaser; för ägardata användes *Holdings* av Modular Finance, för finansiell företagsdata användes databasen *Capital IQ* av S&P och för historiska betakoefficienter användes databasen *LSEG Refinitiv Eikon*.

Datan samlades in genom kvantitativa metoder vilket resulterade i ett urval om 1220 observationer, från 61 företag och 20 tidsperioder. Datainsamlingen har gjorts i syfte att undersöka statistiska samband mellan regressionsanalysens observationer. Ett krav för studien är att all data ska vara relevant för undersökningen, vilket har resulterat i diverse bortfall.

3.1.1 Holdings

Modular Finances databas Holdings, tillhandahåller kvantitativ data om svenska börsnoterade företag. Ur databasen har olika variabler samlats in, dels ägaren med flest rösträtter i respektive företag (insamlad i procentform) för varje kvartal under åren 2018-12-31 till 2023-12-31. Om ägaren varit institutionell eller privat under varje kvartal under tidsperioden och ifall ägaren varit svensk eller utländsk för varje kvartal under tidsperioden.

3.1.2 Capital IQ

S&P Capital IQ tillhandahåller ett brett urval av kvantitativ och kvalitativ finansiell information om både internationella och nationella företag. Vid insamling i Capital IQ har gruppen avgränsat insamlingen till indexet Nasdaq OMX Stockholm Large Cap, för företag som varit listade 31 december 2023. All data som hämtats ur Capital IQ har varit daglig eller kvartalsbaserad data. Vid insamling har gruppen använt funktionen *Charting*, för att samla in nyckeltalen; *börsvärde*, *skuldsättningsgrad*, *bokfört värde per utestående aktie* och *utdelningsjusterade aktiekurs*.

3.1.3 LSEG Refinitiv Eikon

LSEG Refinitiv Eikon är en finansiell analysplattform som har stor tillgång till information och data. Gruppen har samlat in historiska betavärden för de relevanta kvartal och företag som studien omfattar. Beräkningen av den historiska betan har gjorts med CAPM-modellen.

3.1.4 Tidsperiod

Denna studie omfattar en tidsperiod av 5 kalenderår, från 2018-12-31 till 2023-12-31. Vi har valt att begränsa studiens omfattning till denna tidsram för att differentiera studien från tidigare forskning. I den tidigare forskningen har årsdata över en bred tidsperiod använts, istället för kvartalsdata över en kortare tidsperiod. Holdings har inte haft data för tillräckligt många observationer för en tidsperiod längre än fem år. För att möjliggöra en studie, som har förutsättning att ge en annan infallsvinkel jämfört med tidigare forskning, är denna undersökning gjort med en kortare tidsperiod med högre frekvens. Studien omfattar företagen som varit listade på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap för hela den valda tidsperioden. Datan för alla presenterade variabler är inhämtad utifrån tillgänglighet i syfte att skapa en stor bredd som möjliggör fler antal observationer i undersökningen. Eftersom fler observationer i en stickprovsundersökning skapar mer exakta skattningar innebär det att standardfel i konfidensintervall minskas, vilket skapar goda möjligheter till ett mer korrekt regressions samband (Brooks, 2019).

3.1.5 Urval

Urvalet för de bolagen som har använts är hämtat från Nasdaq OMX Stockholm Large Cap. Det innebär att studien enbart behandlar företag som är publika, vilket underlättar insamling av representativ data. Vi har valt att avgränsa studien till endast svenska Large Cap för att möjliggöra liknande förutsättningar inom urvalet som studien avser att undersöka. Den undersökta tidsomfattningen är 2018-12-31 till 2023-12-31, och de valda bolagen är en del av svenska Large Cap under hela perioden.

En ytterligare avgränsning som gjorts för studiens omfattning har varit att exkludera finansiella institut, som exempelvis banker. Anledningen till detta är att inom finansiella institut finns det regleringar som begränsar riskåtagande, jämfört med andra typer av företagsformer, vilket hade kunnat skapa felaktigheter i regressions samförandet (Ronen & Yaari, 2008).

Sammanställning av urvalskriterier:

- ❖ Bolagen har varit listade på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap under hela tidsperioden.
- ❖ Insamlingsdata för vardera bolag måste finnas tillgängligt för hela den avsedda tidsperioden
- ❖ Bolagen får inte klassificeras som finansiellt institut

3.1.6 Bortfall

Som tidigare nämnts har alla finansiella institut valts bort, till följd av de sektorspecifika lagarna som styr sektorn (Ronen & Yaari, 2008). Vidare har bortfall skett kring företag som saknar relevant information under hela den valda tidsperioden, samt företag som inte varit en del av Large Cap under hela perioden, för att få ett urval med så lika förutsättningar som möjligt.

Av de 128 företagen som finns listade på OMX Stockholm Large Cap har 67 företag exkluderats. Företagen som har exkluderats presenteras i *bilaga 1*, där de kategoriserats in i fyra kategorier som orsakat bortfallet. Kategorin som är döpt till *för sen introduktion* innefattar företag som börsnoterats senare än 2018-12-31. Den andra kategorin som är döpt till *bytt* innefattar företag som inte varit en del av Large Cap listan under hela tidsperioden 2018-12-31 till 2023-12-31. Den tredje kategorin *bristfällig information* inkluderar företag som saknar information för hela perioden i de använda databaserna. Den slutliga kategorin *bransch* inkluderar alla finansiella institut som varit listade på Large Cap under tidsperioden och presenteras i *bilaga 2*.

Nedan presenteras sammanfattande statistik kring urvalet:

Totalt urval	Inkluderade i studien	Exkluderade
128	61	67

Tabell 2: Urvalstabell

Anledning till exkludering			
Bransch	För sen introduktion	Bytt	Bristfällig information
18	6	34	9

Tabell 3: Anledning till exkludering

3.1.7 Övrigt

Sammanställning av datan har gjorts i Microsoft Excel. Regressionsanalysen har gjorts i StataCorp Stata.

3.2 Dataanalys

I avsnittet nedan presenteras regressionsmodellen som ska användas för att analysera den insamlade datan. Inledningsvis ges en övergripande sammanfattning av modellen och sedan redogörs de variabler som har implementerats som oberoende-, beroende- och kontrollvariabler i studien.

3.2.1 Regression

För att besvara studiens frågeställning och undersöka hypotesen har vi valt att genomföra en multipel regressionsanalys. En multipel regressionsanalys möjliggör förklarande av både förhållanden och bedömningar mellan olika variabler, vilket delas in i beroende- och oberoende variabler (Brooks, 2019). Den beroende variabelns rörelser ska sedan förklaras utifrån relationen till en eller flera oberoende variabler. För att anpassa regressionsmodellens linjer till data används modellen Ordinary Least Squares (OLS).

Datan är strukturerad som paneldata eftersom den innehåller observationer över tid för urvalet. Regressionsekvationen redovisas nedan.

$$Volatilitet_{it} = \text{Ägare}_{it} * \beta_1 + \text{Land}_{it} * \beta_2 + \text{Ägartyp}_{it} * \beta_3 + \text{Skuldsättningsgrad}_{it} * \beta_4 + \text{Utdelning}_{it} * \beta_5 + P/B_{it} * \beta_6 + \text{Storlek}_{it} + \text{Beta}_{it} * \beta_7 + \epsilon_{it}$$

Ekvation 1: Regressionsekvation

3.3 Beroende variabel

I avsnitten nedan presenteras den beroende variabeln som regressionerna har behandlat.

3.3.1 Volatilitet

Standardavvikelse på dagliga aktiekursen per kvartal har gjorts om till årsform (annualized volatility) för varje kvartal (Engle, 1982). Den årsbaserade volatiliteten räknas ut enligt följande.

$$\text{Volatilitet} = \text{standardavvikelse} * \sqrt{t}$$

Ekvation 2: Volatilitet

där:

$$\text{standardavvikelse} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - \mu)^2}$$

Ekvation 3: Standardavvikelse

N = antal observationer

x_i = aktiepriset för företag i

μ = observerat medelvärde

och:

t = N per år

För studiens data innebär det att aktieprisets medelvärde per kvartal har beräknats. Utifrån detta har standardavvikelsen för perioden räknats ut, och slutligen har dess standardavvikelse multiplicerats med kvadratroten ur 4, eftersom det är fyra kvartal per år.

3.4 Oberoende variabler

Nedan redogörs det för de oberoende variablerna.

3.4.1 Ägare

Ägarkoncentrationen är den procentuella andel som ägaren med störst rösträtt har i ett specifikt företag. Som nämnts ovan anses en blockägare äga minst 5% av rösträtterna, kontrollerande aktieägare äger minst 25% av rösträtterna och en majoritetsägare äger minst 50% av rösträtterna. För att undersöka hur riskbenägenhet förändras baserat på ovannämnda ägare tilldelas aktieägare med under 5% värdet 0, mellan 5% och 25% (blockägare) värdet 1, aktieägare med rösträtter mellan 25% och 50% (kontrollerande aktieägare) värdet 2 och majoritetsägare värdet 3.

Typ av ägare	Värde	Rösträtter
Minoritetsägare	0	$x < 5\%$
Blockägare	1	$5\% \leq x \leq 25\%$
Kontrollerade	2	$25\% < x \leq 50\%$
Majoritetsägare	3	$x > 50\%$

Tabell 4: Oberoende variabel - Typ av ägare

3.4.2 Land och ägartyp

Två olika variabler har skapats utifrån vilket land aktieägare är medborgare (privata ägare) eller har sitt företagssäte (institutionella ägare) samt vilken typ av ägare det är.

För variabeln som heter land har svenska ägare har fått värdet 0 i regressionen och utländska ägare har fått värdet 1 i regressionen.

Land	Värde
Svenska aktieägare	0
Utländska aktieägare	1

Tabell 5: Oberoende variabel - Land

För variabeln som heter ägartyp har privata investerare har fått värdet 0 i regressionen och institutionella investerare har fått värdet 1 i regressionen.

Ägartyp	Värde
Privatperson	0
Institutionell	1

Tabell 6: Oberoende variabel - Ägartyp

Variablerna används för att undersöka om det finns ett samband mellan typ av ägare och risk (Gürsoy & Aydoğans, 2002). Det finns även en skillnad av risktagande beroende på om ägare är utländska eller nationella (Faccio et al., 2011).

3.4.3 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden är kvoten mellan företagets egna kapital och skulder. För företag kan en hög skuldsättningsgrad signalera en svag ekonomisk ställning, vilket begränsar ekonomiska åtaganden, som exempelvis betalningsförmåga. En låg skuldsättningsgrad indikerar motsatsen, alltså en stabil ekonomisk ställning som medför minskad risk för likviditetsproblem. Det är viktigt att benämna att skuldsättningsgraden inte är ett definitivt mått, och bör därmed ses i relation till andra nyckeltal och ekonomiska faktorer för att skapa en mer heltäckande uppfattning om ett företags risknivå. Kvoten är direkt hämtad från Capital IQ, som hämtar information från företags kvartalsrapporter. Högre skuldsättningsgrad är förknippad med högre risk (Nguyen, 2011), ett antagande som förutsätts i denna studie.

3.4.4 Utdelning

Kvoten mellan utdelning och totalt kapital talar om hur stor del av företagets totala kapital som delas ut till aktieägarna. Ett högt värde på kvoten indikerar att ett företag delar ut en stor direktavkastning till sina aktieägare i förhållande till det totala kapitalet som företaget. Det kan i sin tur tolkas som en indikation på effektiv kapitalhantering när lönsamheten blir god. Motsatt är en låg kvot som är en indikation på att utdelningen till aktieägare är låg i förhållande till det totala kapitalet som använts, vilket kan tolkas som en ineffektiv kapitalhantering. Det är viktigt att benämna att många faktorer påverkar avkastning, totalt kapital och företags styrande beslut, varmed nyckeltalet bör användas tillsammans med andra finansiella nyckeltal eller finansiell information för att avgöra ett företags faktiska förhållande. Enligt Kumar, Kumar, Mohapatra & Chandra (2011) har utdelning en negativ relation till operativ risk, och företag som ger högre utdelningar tenderar att ha lägre volatilitet än de som ger ut låg utdelning.

3.4.5 Marknadspris/Bokfört pris (P/B)

Marknadspris dividerat med bokvärde är kvoten mellan det marknadsvärdet på ett företags aktie och det bokförda värdet per aktie. Ett högt P/B-tal indikerar att ett företags aktie handlas till en premie i förhållande till dess bokförda värde. Det finns olika anledningar till varför dessa premierna uppstår, exempelvis att aktievärdet förväntas öka framöver, aktieutdelningen

kommer bli god eller företaget kommer öka i tillväxt. Motsatt indikerar ett lågt P/B-tal att ett företags aktie handlas till en rabatt jämfört med dess bokförda värde, vilket kan bero på exempelvis en undervärderad aktiekurs. Det är viktigt att benämna att P/B-tal inte är heltäckande vid bedömning av risktagande, varpå det bör användas tillsammans med andra finansiella nyckeltal eller finansiell information för att skapa en bättre uppfattning. Det bokförda värdet släpps i kvartalsrapporter och marknadsvärdet har gruppen räknat som det genomsnittliga aktiepriset under det berörda kvartalet. Generellt sett anses tillväxtbolag med höga framtida förväntningar kring tillväxt associeras med högre värden av kvoten och associeras med högre risk (Kumar et al., 2011). Med det i åtanke används kvoten som kontrollvariabel.

3.4.6 Storlek

Storlek definieras i studien som värdet på det totala kapitalet. Det finns flera olika faktorer som kan påverka det totala kapitalet, exempelvis utdelning, resultat eller tillväxtpotential. Dessa faktorer kan skapa fluktuationer i företagets värde både negativt och positivt. Stora företag tenderar att ha stabila verksamheter, vilket gör dem mindre känsliga för exempelvis det ekonomiska klimatet i världen och därav mindre känsliga för risk (Nguyen, 2011; Kumar et al., 2011). I regressionsanalysen har värdena transformerats till den naturliga logaritmen för att öka validiteten.

3.4.7 Beta

För att beräkna beta använder studien LSEG Refinitve Eikon som använder Capital Asset Pricing Model för att beräkna måttet. Genom att analysera historisk data, med användning av den riskfria räntan, aktieavkastningen och riskpremien, går det att uppskatta tillgångens beta. Beta är därmed den systematiska risken i en investering och är därför lämplig att använda som kontrollvariabel (Nguyen, 2011). Det är viktigt att betona att beta inte är heltäckande vid bedömning av risk, varpå det bör användas tillsammans med andra finansiella nyckeltal eller finansiell information för att skapa en bättre uppfattning.

3.4.8 Sammanställning av variabler

Variabel	Definition	Typ	Källa	Tidigare forskning
Volatilitet	Standardavvikelsen på dagligt aktiepris under ett kvartal	Produkt	S&P Capital IQ	Kumar et al. (2011); Jumreornvong et al. (2020)
Ägare	Andel rösträtter	Värde	Modular Finance: Holdings	Holderness (2009); Gürsoy & Aydoğan (2002)
Ägartyp	Institutionell/Privatperson	Binär	Modular Finance: Holdings	Newton & Paeglis (2019)
Land	Svensk/utländsk	Binär	Modular Finance: Holdings	Faccio et al. (2011)
Skuldsättningsgrad	Andelen skulder dividerat med företagets egna kapital.	Kvot	S&P Capital IQ	Nguyen (2011)
P/B	Marknadsvärdet på företagets aktie dividerat med det bokförda aktievärdet.	Kvot	S&P Capital IQ	Kumar et al. (2011)
Utdelning	Utdelning dividerat med totalt kapital vid en given	Kvot	S&P Capital IQ	Kumar et al. (2011)

	tidpunkt.			
Storlek	Naturliga logaritmen av totalt kapital	Ln(TK)	S&P Capital IQ	Kumar et al. (2011)
Beta	Systematisk risk	Värde	LSEG Refinitiv EIKON	Nguyen (2011) Gürsoy & Aydoğan (2002)

Tabell 7: Sammanställning av variabler

3.5 Tillvägagångssätt

Regressionsanalysen bygger på antaganden som gör metoden tillförlitlig. Nedan presenteras ett antal antaganden och därefter förklaras det hur dessa uppfylls i studien.

3.5.1 Multikollinearitet

Vid utförandet av regressionen görs antagandet att förklaringsvariablerna inte är korrelerade med varandra, med andra ord finns det inte någon multikollinearitet. Multikollinearitet innebär att variabler är högt korrelerade. Oftast är förklarande variabler korrelerade till en viss del, men inte på ett tillräckligt stort sätt som påverkar regression negativt. För att testa regressionens grad av multikollinearitet har ett Variance Inflation Factor (VIF) test tillämpats, där ett högt VIF-värde för en variabel indikerar det att den variabeln är starkt korrelerad med minst en annan variabel i regressionen. Vid utförandet av VIF-testet kommer värden över 5 tolkas som multikollinearitet i enlighet med Brooks rekommendationer (Brooks, 2019).

3.5.2 Homoskedasticitet

Homoskedasticitet innebär att variansen av de slumpmässiga felen av de oberoende variablerna är konstant i regressionen. Motsatsen till detta kallas för heteroskedasticitet och inträffar när feltermernas varians är olika beroende på oberoende variabel. Detta får inte förekomma eftersom det gör regressionens standardfel missvisande eller felaktiga (Brooks, 2019). För att uppfylla antagandet om att heteroskedasticitet inte förekommer använder regressionen robusta standardfel.

3.5.3 Autokorrelation

Autokorrelation innebär att feltermernas kovarians inte är noll, vilket inträffar när det finns en korrelation mellan nuvärdet och tidigare värden. Autokorrelation innebär således att den observerade datan korrelerar med varandra, vilket skapar ineffektivitet för modellen. För att uppfylla antagandet om att autokorrelation inte förekommer använder regressionen robusta standardfel i enlighet med Brooks (2019).

3.5.4 Linjär i parametrar

Linjär i parametrar innebär att det finns ett linjärt samband inom modellen vilket uppfylls om det finns förklaringsgrad eller signifikans. Uppfylls inte dessa kommer ett Ramsey RESET test för misspecifikation genomföras i enlighet med Brooks (2019).

3.5.5 Normalfördelade felterm

Enligt Brooks (2019) måste feltermerna som används i en regressionsmodell vara normalfördelade eftersom hypotesprövningen inte kan genomföras annars. Det finns risk att den insamlade finansiella datan har extremvärden vilket kan ge upphov till stora avvikelser inom urvalet. Detta leder till att kravet på normalfördelning inte uppfylls (Rachev, 2003). Ifall antagandet inte uppfylls kommer variablerna winsorizas och deskriptiv statistik före och efter winsorizingen kommer redovisas i studiens resultatdel (Brooks, 2019) .

3.5.6 Endogenitet

Brooks (2019) understryker att feltermerna som används i en regressionsmodell inte får vara korrelerade med de förklarande variablerna. Detta med anledning av att det ger upphov till felaktiga resultat i regressionen. Det beror på att modellens icke observerade faktorer kan påverka både den beroende variabeln och feltermerna samtidigt, vilket kallas endogenitet. Förekommer endogenitet anses regressionsresultatet inte vara pålitligt. Motsatsen till endogenitet är exogenitet vilket innebär att den beroende variabeln är oberoende av alla faktorer som regressionsmodellen inte inkluderar. För att testa ifall endogenitet förekommer i regressionen används Hausmans specifications test (Baltagi, 2014). Utifrån den insamlade paneldatan genomförs två regressioner. Den första med *fixed effect dummy* och den andra med *random effects dummy*. Dessa jämförs sedan med koefficienterna i testet. Ifall testet visar signifikans har feltermen exogenitet och då används regressionen med en *fixed effect*

dummy. Ifall testet inte visar signifikans har feltermen endogenitet och då implementeras *random effects dummy* i regressionen (Baltagi, 2014).

3.6 Metoddiskussion

I avsnittet nedan diskuteras reliabilitet, validitet och bortfall. Sedan sker en redogörelse kring i vilken utsträckning AI-verktyg har tillämpats.

3.6.1 Reliabilitet

Ett viktigt kriterium för studien är att uppfylla är reliabilitet. Detta innebär att mätningar och observationer ska vara tillförlitliga för att i senare led kunna göra korrekta slutsatser och jämförelser. För att uppfylla detta har vi valt att använda de tre databaserna; LSEG Refinitiv Eikon, S&P Capital IQ och Modular Finances Holdings. Alla tre databaser är etablerade som finansiella databaser och anses därmed ha stor kredibilitet. En stor fördel med att använda flera etablerade finansiella databaser är att företagen som studien undersöker har behandlats av olika aktörer. Detta minskar risken för fel vid insamling och beräkning av nyckeltal. Det är även positivt för reliabilitetens kriterium om objektivitet uppfylls eftersom detta minskar risken för subjektivitet vid insamling av data (Bryman & Bell, 2017).

Eftersom studien behandlar kvantitativ data som tillhandahålls genom databaser blir insamlad data objektiv. Gruppen har inte hämtat information från källor som inte är finansiella databaser, vilket minskar risken för partiskhet och felmätningar. Detta ökar reliabiliteten för studien. Studien redovisar även hur vi gått tillväga för att göra det enklare för andra studier inom ämnet att replikera studien. I fallet att den replikerade studien fått liknande resultat ökar denna studies reliabilitet (Bryman & Bell, 2017). Sammanfattningsvis anser vi i enlighet med detta att vår studie har en hög reliabilitet.

3.6.2 Validitet

Att bedöma validitet är viktigt för att säkerställa att ett resultat från en forskningsstudie är användbart. Validitet uppnås genom att noggrant välja mätinstrument som på ett tillförlitligt sätt mäter det studien avser att undersöka. I denna studien blir huvudsyftet för att uppnå validitet två kriterier, intern validitet och extern validitet. Intern validitet innebär att det säkerställs att studien undersöker det den ämnar att undersöka. Extern validitet är till vilken

grad studien är återupprepningsbar av andra studier med samma förutsättningar av data (Bryman & Bell, 2017).

För studien definieras riskmått som volatilitet, vilket går i linje med tidigare forskning (Jumreornvong et al., 2020; Kumar et al., 2011). Datainsamlingen för studien har samlats in genom krediterade finansiella databaser. Dessa har givit en bred tillgång på information utan att skada validiteten. Detta på grund av att informationen syftar till att förklara hypotesen som studien undersöker. Eftersom volatilitet används i den tidigare forskningen och är hämtad från krediterade databaser anser vi detta givande för den interna validiteten.

Studien utgörs till stor grad av variabeln ägarstruktur. För att uppnå validitet behöver studien med god säkerhet intyga att ägarstrukturen är den de facto orsak som påverkar risknivå. Stöd för detta antagande presenteras i tidigare forskning (Gadhoum & Ayadi, 2003; Nguyen, 2011; Kumar et al., 2011). En viktig del att diskutera för studiens interna validitet behandlar huruvida ägarstrukturen kan isoleras som den huvudsakliga påverkningsfaktorn för risknivå. Problemet kan vara en omvänd situation där exempelvis lagar eller omvärldsklimat påverkar företagets risknivå i större utsträckning än ägarstrukturen. För att motverka bristerna har studien ett brett omfång av kontrollvariabler som ämnar att stärka den interna validiteten.

Validiteten hade stärkts ifall datainsamlingen kommit från en databas, eftersom datan då varit konsekvent konstruerad. För att inte skada validiteten har finansiella databaser enbart adderats för att komplementera varandra. Modular Finance ger ingående fakta om ägarstrukturer i Sverige, men har få finansiella mått. För finansiell information användes S&P Capital IQ och för historiska betavärden användes LSEG Refinitiv Eikon. Databaserna har enbart använts för att komplementera varandra, för att stärka validiteten.

Den externa validiteten behandlar hur väl resultatet är applicerbart inom andra geografiska områden eller tidsperioder. Eftersom denna studie är mycket avgränsad kommer den externa validiteten vara låg. Detta härleds även till att den externa validiteten anses vara asymmetrisk över tid, vilket innebär att finansiell information ändras mycket (Bryman & Bell, 2017). Den tidigare forskningen har stora spridningar i slutsatserna inom hur ägarstrukturen påverkar risknivå vilket är vidare indikation på låg extern validitet. Ifall framtida studier görs inom liknande avgränsningar av område, tidsperiod och företagsstorlek kommer den externa validiteten sannolikt vara hög.

3.6.3 Bortfallsanalys

Studiens bortfall, som förklaras ingående i avsnitt 3.1.6, motsvarar ett bortfall på 52,3%. Bortfallet är markant och bör därför även tolkas som mycket omfattande. Detta till följd av att hälften av företagen som var med i urvalet från början har exkluderats. Anledningen bakom det stora bortfallet är, som tidigare nämnts, företag som verkar inom den finansiella sektorn eller nedgraderats- eller uppgraderats från/till Large Cap och Mid Cap. Det stora bortfallet får konsekvenser i studien på flera olika sätt. Till exempel tar inte studien hänsyn till riskförhållanden inom företagen som nedgraderats eller uppgraderats på börslistor. Konsekvenserna blir således att studien kan ge upphov till missvisande eller felaktiga resultat. Detta eftersom företag som teoretiskt kunnat nedgraderats på grund av risknivå inte undersöks. Av företagen som exkluderats, utöver finansiella företag, är den största branschen industrin där 19,4% av bortfallen kan härledas. Detta bortfall har kunnat påverka studien men vi anser denna påverkan vara marginell. För underlag till bortfall, se *bilaga 1*.

3.7 AI-Verktyg

AI-verktyget *ChatGPT 4o* av OpenAI har använts som hjälpmedel för att strukturera den insamlade datan. Datan från databaserna exporterades till excelformat och sorterades genom en flik per variabel, och i flikarna en kolumn per företag. *ChatGPT 4o* användes för att sammanställa datan till en flik baserat på vilket kvartal och företag som datan tillhörde. Datan komprimerades på så sätt från 8 flikar med 61 kolumner, till en flik med 8 kolumner. För att säkerställa att datan blev sorterad på rätt sätt genomfördes stickprovs jämförelser för varje variabel. En komplett sammanfattning av de prompts är sammanställd i *bilaga 3*.

3.8 GDPR

Inget i denna studie omfattas av GDPR och således redovisas inte behandling av personuppgifter eller andra relevanta lagar.

4.0 Resultat

I detta avsnitt presenteras resultatet av den utförda regressionsanalysen.

4.1 Deskriptiv statistik

Nedan är en sammanställning av den deskriptiva statistiken för de valda variablerna.

Variabel	Min	Medel	Max	Standardavvikelse
Volatilitet	0,73	19,07	338,80	22,95
Ägare	0	1,73	3	0,69
Ägartyp	0	0,80	1	0,398
Land	0	0,78	1	0,27
Skuldsättningsgrad	0,01	0,69	3,65	0,012
Utdelning	0	0,028	0,20	0,025
P/B	0,33	6,05	272,34	17,39
Storlek	19,48	24,43	27,25	1,23
Beta	-0,03	1,04	2,18	0,396

Tabell 8: Deskriptiv statistik innan winsorizing

Vid analys av resultatet kan man urskilja att det finns en stor spridning kring de lägsta och högsta värdena i urvalet. Framförallt noterbart är att medelvärdet för volatilitet är 19,07 och högsta värdet är 338,80 samtidigt som variabeln har en standardavvikelse på 22,95.

Variablerna utdelning, P/B och skuldsättningsgrad har liknande fördelade resultat, vilket tyder på att urvalet inte är normalfördelat och bör winzoriseras (Brooks, 2019). Regressionens variabler transformeras därför för att uppnå regressionskraven, och den deskriptiva statistiken för det transformerade urvalet presenteras nedan:

Variabel	Min	Medel	Max	Standardavvikelse
----------	-----	-------	-----	-------------------

Volatilitet_w	0.996	18.41	111.97	17.74
Ägare	0	1.73	3	0.69
Ägartyp	0	0.80	1	0.40
Land	0	0.08	1	0.27
Skuldsättningsgrad	0.02	0.69	1.90	0.42
Utdelning_w	0	0.03	0.13	0.02
P/B_w	0.50	5.33	70.98	10.66
Storlek	19.49	24.43	27.25	1.23
Beta_w	0.18	1.04	1.93	0.39

Tabell 9: Deskriptiv statistik efter winsorizing

4.2 Regressionsdiagnostik

I detta avsnitt presenteras resultaten av de tester som genomförts för att få ett tillförlitligt regressionsresultat. Fullständiga resultat presenteras i bilagorna.

4.2.1 Multikollinearitet

För att testa om det förekommer multikollinearitet bland variablerna genomfördes ett VIF-test. Resultatet av VIF-testet visade att alla VIF-värden var mindre än 1,5, vilket innebär att multikollinearitet inte förekom. För komplett tabell över resultat se *bilaga 4*.

4.2.2 Hausman

Resultatet av Hausman-testet visar att random effects model är att föredra. P-värdet för testet är 0,232 vilket innebär att det inte finns statistiskt underlag som bevisar på systematiska skillnader mellan variablerna. Fullständigt resultat av Hausman-testet finns under *bilaga 5*.

4.3 Regressionsresultat

Modellen är som helhet statistiskt signifikant under sannolikheten 0,1. R^2 -värdet är 0,201, vilket indikerar att 20,1% variation i volatiliteten kan förklaras av studiens variabler. För fullständig regression se *bilaga 6*.

Modell	
$R^2 = 0,201$	$p > \chi^2 = 0,000$

Tabell 10: Modellens signifikans och determination

Variabler		
Volatilitet_w	Koefficient	$P > z $
Ägare	2,18	0,000
Ägartyp	0,56	0,442
Land	-6,66	0,000
Skuldsättningsgrad_w	-6,69	0,000
Utdelning_w	-47,34	0,003
P/B_w	0,63	0,000
Storlek	-0,51	0,127
Beta_w	1,13	0,396
_cons	28,59	0,002

Tabell 11: Regressionskoefficienter

4.3.1 Ägare

P-värdet för variabeln ägare indikerar att aktieägares röstandel signifikant påverkar företags volatilitet. Det innebär att nollhypotesen förkastas. Koefficienten för ägare, som är 2,18,

innebär att företags volatilitet ökar med 2,18 enheter för varje steg i ägarskalan. Det förklarar ett positivt samband mellan volatilitet och koncentrerat ägarskap hos företag.

4.3.2 Kontrollvariabler

För de tre kontrollvariablerna ägartyp, beta och storlek går det inte att statistiskt säkerställa ett samband med volatiliteten eftersom p-värdet är över 5%. Land, P/B och skuldsättningsgrad är statistiskt signifikanta eftersom variablerna har p-värden under 1%. Resultatet indikerar att utländska ägare har tendenser till minskad risknivå, vilket förklaras av att variabeln har en negativ koefficient. Resultatet visar även att ett högt värde på variabeln P/B associeras med en ökad risknivå, medan variabeln skuldsättningsgrad istället minskar i risknivå vid tilltagande värde. Slutligen är variabeln utdelning statistiskt signifikant för ett p-värde under 5%. Noterbart för denna variabel är att den negativa koefficient är -47,34. Detta tyder på att högre utdelning ger upphov till en lägre volatilitet bland de undersökta företagen.

5.0 Tolkning och analys av empiriskt material

I detta avsnitt kommer regressionsresultatet analyseras mot bakgrund av tidigare forskning och de teorier som tillämpats i arbetet.

5.1 Ägarkoncentration

Mot bakgrund av regressionsresultatet urskiljs ett positivt samband mellan en hög ägarkoncentration och risknivå (volatilitet) i svenska Large Cap företag. Det innebär att vid en hög ägarkoncentration ökar risknivån (systematisk- och icke-systematisk risk) för undersökta företag. P-värdet är lägre än 1%, vilket indikerar att resultatet är statistiskt signifikant. Det finns därmed ett statistiskt underlag för hypotesen och nollhypotesen förkastas. Resultatet tolkas utifrån agentteorin eftersom en hög ägarkoncentration minskar konflikter mellan ägare och kontroll. Detta eftersom stora aktieägare har incitament att kontrollera och övervaka ledningen. Det leder till att chefer som tenderar att vara mer riskaverta, till följd av sitt beroende av företagets avkastning, inte kan genomföra investeringar som motsätter sig aktieägarnas intressen. Dessutom leder en minskad agentkonflikt till lägre agentkostnader eftersom aktieägarna inte behöver lägga resurser på att övervaka ledningen (Eisenhardt, 1989). Vidare leder de minskade kostnaderna till att flera resurser kan läggas på investeringar med en högre förväntad avkastning, vilket medför en högre risk. Resultatet kan även spegla de stora aktieägarnas, särskilt majoritets- och kontrollerande aktieägares, egna riskpreferenser. Dock hade man i enlighet med agentteorin kunnat påstå att större aktieägare (block-, kontrollerande- och majoritetsägare) egentligen borde, precis som ledningen, vara mer riskaverta. Detta eftersom de stora aktieägarna har mer investerat kapital i företaget.

Resultatet tolkas även mot bakgrund av stewardshipteorin eftersom en stark ägarkoncentration kan förstärka ledningens incitament att agera i företagets bästa intresse. Enligt teorin tenderar chefer att vara mer riskbenägna och villiga att investera i projekt som de anser kommer förbättra företagets avkastning och tillväxtpotentialer på lång sikt. Eftersom stewardshipteorin anser att chefer agerar i aktieägarnas bästa intresse kommer alla aktieägares intressen inkluderas. Minoritetsägare är relativt mer riskbenägna än andra aktieägare, vilket medför att en riskbenägenhet indirekt tas i beaktning (Donaldson et al, 1997).

I linje med tidigare forskning som tillämpats i arbetet har vi funnit ett signifikant samband mellan ägarkoncentration och ett företags risknivå. Dock finns det en skillnad mellan vårt regressionsresultat gällande variabeln ägarkoncentration, jämfört med tidigare forskning. De flesta forskare har, som tidigare nämnts, funnit ett negativt samband mellan ägarkoncentration och ett företags risknivå. Till exempel enligt Rossetto et al. (2023) har aktieägare med större ägarandel starkare incitament att vilja skydda sina investeringar och använder sitt inflytande för att minska risknivån. Detta resultat är även förenligt med Gürsoy & Aydoğan (2002) vars studie presenterade slutsatsen att det negativa sambandet är ett resultat av de större aktieägarnas riskpreferens. Vårt resultat överensstämmer med forskningen av Newton & Paeglis (2019) som visar på att företagsspecifika risker, osystematiska risker, ökar till följd av en högre ägarkoncentration. Skillnaderna mellan vårt resultat och den tidigare forskningens kan bero på att de flesta studier är baserade på datainsamling och forskning från andra länder med ett större urval av företag och branscher.

5.2 Land och ägartyp

Utifrån resultatet ovan kan ett negativt samband påvisas mellan utländskt ägande och risknivå. Resultatet tolkas som att företag med en högre andel utländska ägare har lägre volatilitet, vilket innebär att aktiepriset är stabilare med relativt låg risk. Resultatet hade kunnat tolkas mot bakgrund av agentteorin eftersom utländska ägare tenderar att ha mindre kontroll och insyn i svenska företag. Detta medför en risk för utländska investerare, vilket genom vårt resultat förklaras som att asymmetrisk information minska riskbenägenheten hos de utländska ägarna, vilket gör dem mer riskaverta.

Vidare presenteras även vilken typ av ägare som tar mest risk, där ett positivt samband utläses mellan institutionella ägare och en ökad risknivå. I den tidigare forskning presenterar Newton & Paeglis (2019) ett liknande antagande kring risknivå gentemot institutionellt ägande. De enskilda ägarna är mer benägna att öka prestationen i takt med en minskad risknivå. Även Gürsoy & Aydoğan (2002) ger stöd för samma slutsats i deras genomförda forskning. Signifikans är däremot inte uppnådd för variabeln, vilket innebär att ett positivt samband inte är statistiskt säkerställt. Det beror på att p-värdet överstiger 5%.

5.3 Skuldsättningsgrad

I enlighet med regressionsanalysen kan man identifiera ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och risknivå hos svenska Large Cap företag. Resultatet är signifikant vilket innebär att det finns statistiskt underlag för sambandet mellan de två variablerna. Detta resultat kan förklaras mot bakgrund av det teoretiska underlagen. I enlighet med agentteorin vill chefer säkerställa att företaget uppfyller deras likviditetskrav för att undvika konkurs och därmed skydda sin position. Detta gör att chefer sänker den totala risknivån vid ökad skuldsättningsgrad. Stora aktieägare har ett liknande intresse och vill därmed använda sitt inflytande för att sänka den totala risknivån och skydda sina investeringar (Eisenhardt, 1989). Resultatet analyseras mot bakgrund av stewardshipteorin. Det negativa sambandet bevisar att cheferna tar sitt ansvar som steward. En hög risknivå i kombination med en hög skuldsättningsgrad kan leda till stora finansiella problem och är inte fördelaktigt för ett företags långsiktiga överlevnad och framgång (Donaldson et al, 1997).

5.4 Utdelningspolicy

Utifrån regressionen ovan utläses att det finns ett signifikant negativt samband mellan utdelning och risk. Det innebär att företag med låg risknivå i större utsträckning ger en relativt hög utdelning. Anledningar till sambandet härleds till utformningen av företagets utdelningspolitik och investering av överskottskapital. Ifall företaget istället för utdelning väljer att investera det utdelningsbara kapitalet i andra alternativ finns sannolikheten att risken skulle öka. Vidare har chefer incitament att sänka risknivån för att upprätthålla en god utdelningspolicy i framtiden vilket går i linje med stewardshipteorin. Resultatet som presenteras genom regressionsanalysen, där ett negativt samband mellan utdelning och risk påvisas, presenteras även av Kumar et al. (2011). Även deras resultat visar att företag med en högre utdelning i stor utsträckning har lägre volatilitet.

5.5 P/B

Enligt regressionsresultatet avläses ett litet positivt samband mellan Marknadspris/Bokfört pris och ett företags risknivå. Resultatet är statistiskt signifikant och innebär att ett högt P/B-tal leder till en högre risknivå hos svenska Large Cap företag. Detta kan förklaras i enlighet med stewardshipteorin eftersom cheferna, till följd av sitt höga P/B-tal, får ökat incitament att investera i tillväxtpotentialer. Stewards vill långsiktigt maximera företagets och aktieägarnas vinst, vilket överensstämmer med forskning av Donaldson et al. (1997).

I enlighet med agentteorin blir chefer mer motiverade att genomföra riskfyllda projekt när marknadsförväntningarna är höga. Det beror på att de riskfyllda projekten blir ett sätt för chefer att erhålla mer makt och stärka sin position. Att öka risknivån vid ett högt P/B-tal ligger även i de större aktieägarnas intresse eftersom de har investerat mycket kapital i företaget. Därmed får därmed de ut en stor del av vinsten av de riskfyllda investeringarna (Eisenhardt, 1989).

5.6 Storlek

Regressionsanalysen visar på ett negativt samband mellan storlek och risknivå. Det innebär att när tillgångarna i ett företag ökar så minskar risken. Anledningen till detta kan bero på att stora företag ofta har stabila intäktsströmmar och mer diversifierbara tillgångar, som ger lägre volatilitet (Nguyen, 2011; Kumar et al., 2011). Resultat från regressionsanalysen är inte statistiskt säkerställt eftersom p-värdet överstiger 5%.

5.7 Beta

Mot bakgrund av regressionsanalysens resultat fastställs ett positivt samband mellan beta och volatilitet. Det innebär att när volatiliteten i ett företag ökar kommer företagets beta att öka, vilket beror på att beta är en del av volatiliteten. Marknadsförändringar skapar fluktuationer i aktiepris vilket påverkar volatilitet (Nguyen, 2011). Resultat från regressionsanalysen är inte statistiskt säkerställt eftersom p-värdet överstiger 5%.

6.0 Slutsats

I detta avsnitt avhandlas slutsats, diskussion och förslag till vidare forskning inom ämnesområdet.

6.1 Slutsats och diskussion

Mot bakgrund av ovanstående resultat och analys kan man dra slutsatsen att ägarkoncentration påverkar risknivån hos svenska Large Cap företag. Således har vi besvarat gällande frågeställning samt har statistiskt underlag att förkasta nollhypotesen:

$H_0 = \text{Ägarkoncentration i svenska Large Cap-bolag har inget samband med företags risknivå.}$

Uppsatsens huvudsyfte var att undersöka hur ägarkoncentrationen inom ett företag påverkar dess risknivå utifrån relevant litteratur, teorier, empirisk datainsamling och en regressionsanalys. Detta syfte har uppfyllts såväl som våra delsyften, som inkluderar strävan att belysa och bidra med ny kunskap inom ett viktigt ämnesområde.

Detta har vi uppnått genom att (1) dela upp stora aktieägare i tre olika typer; blockägare, kontrollerande ägare & majoritetsägare och på så sätt kunnat analysera ägarkoncentration mer djupgående. Mestadels av den tidigare forskningen har endast fokuserat på en av dessa ägartyper och har därmed missat flera intressanta aspekter. I vårt resultat har vi funnit att en ägarkoncentration bestående av en majoritetsägare har en högre risknivå relativt kontrollerande- och blockägare. Sedan har vi (2) bidragit med empirisk data och resultat om ägarkoncentration och risknivå hos svenska Large Cap företag, vilket är relativt oanalyserat i dagens forskning. Dessutom har vi även (3) identifierat ett flertal andra variabler som har haft ett signifikant samband med ett företags risknivå såsom; skuldsättningsgrad, land, P/B och utdelningspolicy. Detta har gett upphov till insikter, material och frågeställningar för framtida forskning inom ämnet.

Vi har (4) tillämpat våra resultat på olika intressekonflikter; agent- och stewardshipteorin. Således bidrar uppsatsen till ett implementerande av agent- och stewardshipteorin genom att applicera dessa i en säregen kontext. Slutligen har vi (5) kommit fram till ett resultat som motsäger majoriteten av den tidigare forskningen gällande hur ägarkoncentration påverkar risknivå. Som tidigare nämnts har vi funnit ett positivt samband mellan dessa variabler medan

flera forskare har funnit ett negativt samband. Detta kan vara en följd av att vi har undersökt färre företag samt haft ett stort bortfall i datainsamlingen. Dessutom omfattar vår data tidsperioden 2019-2023, medan den tidigare forskningen är relativt gammal med datering från 1992. Därmed bidrar vi med en aktuell forskning inom ämnet samt betonar behovet av att noga övervaka hur hög ägarkoncentration påverkar risknivå i samtiden. Sammanfattningsvis anser vi att studiens frågeställning har besvarats och våra syften har uppfyllts.

6.2 Förslag till vidare forskning

För vidare forskning är det av hög relevans att genomföra en mer djupgående analys på sambandet mellan ägarkoncentration och risk. Ett förslag för att uppnå detta är att studera fler relevanta variabler. Ett rekommenderat förslag är att inkludera en bredare ägarvariabel, som innefattar flera berättigade med rösträtt inom samma företag, eller ifall ägare är jäviga. Mer utrymme för djupgående analys av sambandet mellan utländska ägande och svenska äganden bör genomföras.

Ett bidragande komplement till forskningen hade varit inkluderandet av andra typer av ägare. I denna studien behandlas institutionella ägare och privata ägare, varpå både familjeägda och statligt ägande bortses från. En undersökning av hur dessa variabler korrelerar till risknivå hade skapat utrymme för vidare upptäckter inom ämnet. Utifrån regressionen i denna studie påvisas ingen signifikans på variablerna, varpå en mer djupgående forskning kring ämnet bör genomföras för en utökad förståelse av ägarstrukturens påverkan i ämnet.

En viktig del för forskning berör hur företag strukturerar sin riskprofil. Denna studie behandlar temat restriktivt, vilket skapar potentiell missvisning kring studien. Det bör genomföras studier med bredare hänsyn av riskprofilering, vilket kan härledas till ett innefattande av mindre bolag, fler branscher eller lagar och regleringar. Hur dessa faktorer påverkar ägarkoncentrationen och risknivå önskar vi därför att framtida forskning behandlar.

7.0 Referenser

Nedan följer en förteckning av de referenser som används i uppsatsen i alfabetisk ordning.

Baltagi, B.H. (2014). Panel Data and Difference-in-Differences Estimation. *Encyclopedia of Health Economics*, vol. 1, no. 1, pp.425-433, Tillgänglig online:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780123756787007203> [Hämtad 16 maj 2024]

Berk, J. & DeMarzo, P. (2021). *Corporate Finance*, 5th edition, Harlow: Pearson Education Limited

Berle, A. & Means, G. (1991). *The Modern Corporation and Private Property*. 2nd edition, London: Routledge

Bolagsverket. (2023). Om verklig huvudman i aktiebolag, [Hämtad 11 april 2024]

<https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/omverklighuvudmaniaktiebolag.811.html>

Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance*, 4th edition, Singapore: Markono Print Media Pte Ltd

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

Choudhury, B. & Petrin, M. (2017). *Understanding the company: corporate governance and theory*, Cambridge: Cambridge University Press

Cunningham, L. (2021). Ask the Smart Money: Shareholder Votes by a Majority of the Quality Shareholders, *UC Davis Law Review*, vol. 55, no. 2, pp. 1019-1090. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edo&AN=154752118&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 11 april 2024]

Davis, J., Schoorman, D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, vol. 22, no. 1, pp.20-47, Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=9707180258&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 11 april 2024]

Edman, A. (2013). Blockholders and Corporate Governance, Cambridge: NBER
Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, vol. 25, no.1, pp. 57-74. Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/258191> [Hämtad 10 april 2024]

Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1, pp. 57-74. 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 26 maj 2024]

Eklund, K., & Stattin, D. (2013). Ownership structures and corporate governance: a Swedish perspective. *European Company Law*, vol. 10, no. 1, pp. 161-167. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edswst&AN=edswst.2062497&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 3 maj 2024]

Engle, R. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, vol. 50, no. 4, pp. 987-1007. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=6842863&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 16 maj 2024]

Eugster, E. & Wang, Q. (2023). Large blockholders and stock price crash risk: An international study. *Global Finance Journal*, vol. 55, no. 1, pp.1-25, Tillgänglig online: <https://www-sciencedirect-com.ludwig.lub.lu.se/science/article/pii/S1044028322001016?via%3Dihub> [Hämtad 2 maj 2024]

Faccio, M., Marchica, M-T, & Mura, R. (2011). Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking. *Review of Financial Studies*, vol. 24, no. 11, pp. 3601-3641.

Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=66887358&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 9 maj 2024]

Fama, E.(1971). Risk, Return, and Equilibrium. *Journal of Political Economy*, vol. 79, no. 1, pp. 30-55. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.1837385&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 26 maj 2024]

Gadhoun, Y. & Ayadi, M.H. (2003). Ownership Structure and Risk: A Canadian Empirical Analysis, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 42, no. 1, pp.19-39, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.40473362&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 19 april 2024]

Gürsoy, G. & Aydoğan, K. (2002). Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies, *Emerging Markets Finance & Trade*, vol. 38, no. 6, pp.6-25, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.27750315&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 22 april 2024]

Henrekson, M., & Jakobsson, U. (2012). The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? *Corporate Governance: An International Review*, vol. 20, no. 2, pp.212-227, Tillgänglig online:

<https://www.ifn.se/publikationer/tidskriftsartiklar/2010-2019/2012/2012-4/> [Hämtad 5 maj 2024]

Holderness Clifford G. (2009), The Economics of Tourism, *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 4, pp. 1377-1408.

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=bth&AN=37335599&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 11 april 2024]

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

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edswss&AN=A1976CJ65000001&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2 maj 2024]

Jumreornvong, S., Treepongkaruna, S., Prommin, P. & Jiraporn, P. (2020). The effects of ownership concentration and corporate governance on corporate risk-taking : The case of Thailand, *Accounting Research Journal*, vol. 33, no. 1, pp.252-267, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edsemr&AN=edsemr.10.1108.ARJ.09.2018.0144&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 22 april 2024]

Kumar, R., Kumar, M., Mohapatra, S. & Chandra, A. (2019). Impact of ownership structure and dividend on firm performance and firm risk. *Managerial Finance*, vol. 45, no. 8, pp. 1041-1061. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edsemr&AN=edsemr.10.1108.MF.09.2018.0443&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 12 maj 2024]

Mallin, C. & Melis, A. (2012). Shareholder rights, shareholder voting, and corporate performance. *Journal of Management and Governance*, vol. 16, no. 2, pp.171-176, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edselc&AN=edselc.2-52.0-84858281358&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 18 maj 2024]

Markowitz, H. (1952). "Portfolio Selection." *The Journal of Finance*, vol. 7, no 1, 77-91. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjsr&AN=edsjsr.10.2307.2975974&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 10 april 2024]

Newton, D., & Paeglis, I. (2019). Do Large Blockholders Reduce Risk? *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 31, no. 1, pp.95-112, Tillgänglig online:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jacf.12332> [Hämtad 2 maj 2024]

Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 19, no. 3, pp. 278-297. Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=ecn&AN=1240550&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 12 maj 2024]

Prado, P., Saffi, P. & Sturgess, J. (2016). Ownership Structure, Limits to Arbitrage, and Stock Returns: Evidence from Equity Lending Markets. *Review of Financial Studies*, vol. 29, no. 12, pp. 3211-3244, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=119909271&site=eds-live&scope=site>

[Hämtad 2 maj 2024]

Rachev, S.T. (2003). *Handbook of Heavy Tailed Distributions in Finance*, Amsterdam: Elsevier (North Holland Publishing Co.)

Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Berlin: Springer.

Rossetto, S., Selmane, N., & Staglianò, R. (2023). Ownership Concentration and Firm Risk: The Moderating Role of Mid-sized Blockholders. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 50, no. 1-2, pp.377-410, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=ecn&AN=2029543&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2 maj 2024]

Zahid, A., Taran, A., Khan, M.K., & Simga-Mugan, C. (2023). The effect of ownership composition on corporate financial performance in the European frontier markets. *Baltic Journal of Management*, vol. 18, no. 2, pp. 242-261, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsemr&AN=edsemr.10.1108.BJM.12.2021.0457&site=eds-live&scope=sit>
e [Hämtad 10 maj 2024]

8.0 Bilagor

Bilaga 1: Företagslista av bortfall

Företag	Ja	Nej	Inte börslistade för hela tidsperioden	Inte del av Large Cap under hela tidsperioden	Otillräcklig Data	Sektor
AAK	x					Material
ABB	x					Industri
AddLife		x		x		Hälsovård
Addnode Group		x		x		Tjänster
Addtech	x					Industri
AFRY	x					Tjänster
Akelius Residential Property		x			x	Fastigheter
Alfa Laval	x					Industri
Alleima		x			x	Industri
Arjo		x			x	Hälsovård
ASSA ABLOY	x					Industri
AstraZeneca	x					Hälsovård
Atlas Copco	x					Industri
Atrium Ljungberg	x					Fastigheter
Autoliv	x					Industri
Axfood	x					Handel & Varor
Balder	x					Fastigheter
Beijer Ref	x					Industri

Betsson		x		x		Sällanköp
Better Collective		x		x		Sällanköp
Bilia		x		x		Handel & Varor
Billerud	x					Material
BioArctic		x		x		Hälsovård
Biotage		x		x		Hälsovård
Boliden	x					Råvaror
Bravida Holding	x					Industri
Camurus		x		x		Hälsovård
Castellum	x					Fastigheter
Catena		x		x		Fastigheter
Corem Property Group		x		x		Fastigheter
Diös		x		x		Fastigheter
Dometic Group	x					Handel & Varor
Electrolux	x					Handel & Varor
Electrolux Professional		x	x			Handel & Varor
Elekta	x					Hälsovård
Embracer Group	x					Sällanköp
Epiroc	x					Industri
Ericsson	x					Informations teknik
Essity	x					Handel & Varor

Evolution	x					Sällanköp
Fabege	x					Fastigheter
Fastpartner		x			x	Fastigheter
Fenix Outdoor		x		x		Handel & Varor
Fortnox		x		x		Informations teknik
Getinge	x					Hälsovård
H&M	x					Handel & Varor
Hemnet Group		x	x			Tjänster
Hexagon	x					Industri
Hexpol	x					Material
HMS Networks		x		x		Informations teknik
Holmen	x					Material
Hufvudstaden	x					Fastigheter
Husqvarna	x					Handel & Varor
Indutrade	x					Industri
Instalco		x		x		Industri
International Petroleum		x			x	Råvaror
JM		x		x		Fastigheter
Kindred Group	x					Sällanköp
Lagercrantz Group		x		x		Industri
Lifco	x					Industri

Lindab International		x		x		Industri
Loomis	x					Tjänster
Lundin Gold		x			x	Råvaror
Lundin Mining		x		x		Råvaror
Medicover		x		x		Hälsovård
Millicom		x		x		Telekom & Media
Mips		x		x		Industri
MTG		x			x	Sällanköp
Munters Group		x		x		Industri
Mycronic	x					Informations teknik
NCAB Group		x		x		Industri
NCC		x		x		Industri
New Wave Group		x		x		Handel & Varor
Nibe Industrier	x					Industri
Nolato	x					Industri
NP3 Fastigheter		x		x		Fastigheter
Nyfosa		x		x		Fastigheter
OX2		x	x			Energi & Miljö
Pandox	x					Fastigheter
Peab	x					Industri
Saab	x					Industri
Sagax	x					Fastigheter

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden		x		x		Fastigheter
Sandvik		x			x	Industri
SCA	x					Material
Sectra		x		x		Hälsovård
Securitas	x					Tjänster
Sinch		x		x		Informations teknik
Skanska	x					Industri
SKF	x					Industri
SSAB	x					Råvaror
Stora Enso	x					Material
Storskogen Group		x	x			Industri
Sweco	x					Tjänster
Swedish Orphan Biovitrum	x					Hälsovård
Systemair		x		x		Industri
Tele2	x					Telekom & Media
Telia Company	x					Telekom & Media
Thule Group	x					Handel & Varor
Tietoenvy	x					Tjänster
Traton		x			x	Industri
Trelleborg	x					Industri
Troax Group		x		x		Industri

Truecaller		x	x			Telekom & Media
Vitec Software Group		x			x	Informationsteknik
Vitrolife	x					Hälsovård
Volvo	x					Industri
Volvo Car		x	x			Industri
Wallenstam	x					Fastigheter
Wihlborgs Fastigheter	x					Fastigheter
	61	49		6	34	9

Bilaga 2: Finansiella institut som exkluderats

Bolag
Investor
Nordea Bank
EQT
SEB
Swedbank
Sampo
Handelsbanken
Latour
Industrivärden
Lundbergföretagen
Nordnet
Avanza Bank Holding

Kinnevik
Bure Equity
Arion Bank
Ratos
Creades
Intrum

Bilaga 3: AI Prompts

Gruppen	Vi behöver hjälp att sortera data i arbetsblad <i>variabelnamn</i> . Datan är för tillfället strukturerad med en kolumn per företag, en kolumn för att referera till vilket datum och värdena i cellerna innehåller <i>variabelnamn:s</i> värde på det angivna datumet. Vi behöver hjälp att strukturera datan till 3 kolumner baserat på datum, företag och <i>variabelnamn</i> . <i><u>Bifogat excel dokument här</u></i>
CHATGPT	Den transformerade datan är nu strukturerad i tre kolumner baserat på datum (Year och Quarter), företag (Company) och debt equity (Debt Equity). Om du behöver någon ytterligare justering eller hjälp med något annat, låt mig veta!
Gruppen	Sortera baserat på företagsnamn A-Ö och därefter datum äldst till närmast i tid.
CHATGPT	Den sorterade datan är nu sparad i en ny Excel-fil. Du kan ladda ner filen <i><u>här</u></i> .

Bilaga 4: VIF-test

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
size	1.63	0.611645
market_boow	1.56	0.641699
div_w	1.24	0.808778
d_e_w	1.16	0.864543
land	1.14	0.876031
beta_w	1.10	0.907948
ägare	1.09	0.913957
typ	1.08	0.921983
Mean VIF	1.25	

Bilaga 5: Hausman-test

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) fe_model	(B) re_model		
ägare	2.174676	2.181992	-.0073155	.0076968
land	-6.594171	-6.661454	.0672833	.0357462
typ	.5401129	.5585344	-.0184215	.0156276
div_w	-47.92088	-47.34033	-.5805581	1.623411
market_boow	.6321923	.6283232	.0038691	.0024189
d_e_w	-6.672909	-6.691824	.0189148	.0330758
beta_w	1.146106	1.131858	.0142479	.0348681
size	-.4711913	-.5110088	.0398175	.0243067

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.
 B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

= 9.31
 Prob > chi2 = 0.2315

Bilaga 6: Fullständigt regressionsresultat (från StataCorp Stata)

```

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(8) = 298.82
Prob > chi2 = 0.0000

(Std. err. adjusted for 20 clusters in time_id)

```

volatility_w	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
ägare	2.181992	.3471939	6.28	0.000	1.501504	2.862479
land	-6.661454	1.265501	-5.26	0.000	-9.141791	-4.181118
typ	.5585344	.7270383	0.77	0.442	-.8664344	1.983503
div_w	-47.34033	15.75041	-3.01	0.003	-78.21057	-16.47008
market_book_w	.6283232	.0681852	9.21	0.000	.4946827	.7619636
d_e_w	-6.691824	.8498006	-7.87	0.000	-8.357402	-5.026245
beta_w	1.131858	1.334027	0.85	0.396	-1.482786	3.746503
size	-.5110088	.3347655	-1.53	0.127	-1.167137	.1451195
_cons	28.59783	9.454944	3.02	0.002	10.06648	47.12918
sigma_u	5.1855848					
sigma_e	14.962347					
rho	.10723425	(fraction of variance due to u_i)				