



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Ägarkoncentrationens påverkan på utdelningsnivåer

Magisteruppsats i företagsekonomi
Extern redovisning
Vårterminen 2013
Handledare: Andreas Hagberg
Författare: Erik Erlandsson & Per Clausén

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Extern redovisning, Magisteruppsats, VT 13.

Författare Erik Erlandsson & Per Clausén

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Ägarkoncentrationens påverkan på utdelningsnivåer

Bakgrund och problem: I takt med att företag växer och blir större växer också skaran av aktieägare. Det stora antalet ägare och spridningen av ägandeskapet får konsekvenser för ägarnas förmåga att kontrollera företagen. När en investerare placerar tillgångar i ett företag är den främsta anledningen att få avkastning på sitt kapital. En aspekt som påverkar utdelningsnivåerna är intressekonflikter: dels den mellan majoritets- och minoritetsägare och den mellan ägarna och företagets ledning.

Syfte: Studiens syfte är att undersöka sambandet mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i svenska noterade bolag på Large och Small Cap under åren 2005 till 2011.

Metod: För att genomföra denna studies syfte har en kvantitativ metod används. Data har insamlats från olika källor för företags ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Genom olika statistiska metoder har sedan samband mellan dessa variabler undersökts.

Resultat och slutsatser: Resultaten från undersökningen tyder på att det finns tendenser till ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i Sverige. Bolag där den största ägaren har en stor del av röstandelen delar ut mer pengar än företag där den största ägaren har en mindre andel. Det är antagligen det vertikala agentproblemet som framförallt påverkar utdelningsnivåerna i Sverige. Dominanta ägare kan lättare övervaka företagsledningens vilket leder till att mer kapital finns tillgängligt.

Förslag till fortsatt forskning: Förslag till fortsatta studier är att inkludera fler år och fler bolag. Det hade till exempel varit intressant att inkludera samtliga svenska noterade bolag, alltså även Mid Cap, First North, Aktietorget och möjligen även onoterade bolag. Även undersökningar med fokus mer riktat på vilken typ av ägare bolagen har, familj, statligt, institutionella eller utländska ägare och hur detta påverkar utdelningsnivåerna skulle kunna undersökas. Forskningsområdet hade även kunnat utvecklas genom en kvalitativ metod för att identifiera bakgrunden till varför företag med starka ägare väljer att dela ut mer i Sverige.

Nyckelord: Utdelning, utdelningsnivå, ägarkoncentration, agentkostnader

Förord

Vi vill framföra ett stort tack till vår handledare; Andreas Hagberg, för hans stora engagemang, lärrika uppsattsseminarier, samt all den tid och hjälp han givit oss. Vidare vill vi även framföra vår tacksamhet till samtliga deltagare i opponeringsgruppen för bra synpunkter under arbetets gång.

Trevlig läsning!

Göteborg 31/5-2013

Erik Erlandsson

Per Clausén

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Syfte och Frågeställning	8
1.4 Bidrag med studien	8
2. Referensram.....	9
2.1 Utdelningsteori	9
2.2.1 Vertikala agentproblemet.....	9
2.2.2 Horisontella agentproblemet.....	10
2.3 Stewardship teorin.....	11
2.4 Tidigare Studier	11
3. Metod.....	14
3.1 Introduktion	14
3.2 Tillvägagångssätt.....	14
3.3 Variabler.....	15
3.3.1 Beroende variabler.....	15
3.3.2 Oberoende variabler	16
3.3.3 Kontrollvariabler	16
3.3.4 Regressionsmodell	17
3.4 Analysmetoder	18
3.4.1 Utdelning genom börsvärde för olika nivåer av ägarkoncentration.....	18
3.4.2 Regressionsanalyser.....	18
3.5 Insamling av Data och Referensram	19
3.5.1 Insamling av Data.....	19
3.5.2 Insamling av Referensram.....	20
3.6 Tillförlitlighet.....	20
4. Resultat och Analys	22
4.1 Introduktion	22
4.2 Del 1 Beskrivande data – Skillnader mellan Large och Small Cap.....	22

4.2.1 Ägarkoncentration	23
4.2.2 Utdelning genom börsvärde	24
4.2.3 Kontrollvariabler	25
4.3 Del 2 – Utdelning genom börsvärde för olika nivåer av ägarkoncentration.....	26
4.3.1 Large och Small Cap	26
4.3.2 Large Cap.....	28
4.3.3 Small Cap.....	28
4.4 Del 3 - Regressionsanalyser	30
4.4.1 Korrelationsmatris	30
4.4.1 Enkel regressionsmodell	31
4.4.2 Multipel regressionsmodell	32
4.4.3 Näst största ägaren	34
4.4.4 Binär logistisk regression	35
4.5 Avslutande analys	36
5. Slutsats och avslutande diskussion	38
5.1 Slutsats	38
5.2 Avslutande diskussion.....	38
5.3 Förslag till fortsatta studier.....	39
Referenser.....	40
Appendix	44

1. Inledning

1.1 Bakgrund

I takt med att företag växer och blir större växer också skaran av aktieägare. Att äga ett företag är typiskt synonymt med att kontrollera det eftersom ägandeskap ger ägaren rätt att besluta om företaget. Det stora antalet ägare och spridningen av ägandeskapet får dock konsekvenser för ägarnas förmåga att kontrollera företagen (Pejovich, 1990). Kontroll över företag utgår från ägandeskap, men i företag där ägandet är spritt mellan många ägare är ägandeskapet fränkopplat från kontrollen över företaget (Overland, 2012). Redan på 1930-talet betonade Berle och Means (1932) skillnaden mellan ägandeskap och kontroll. De argumenterade för att ekonomiska organisationer har skapat "halvoffentliga företag" där ägandet och makten i företagen har blivit separerade. Det är på grund av detta som dagens företag har tillåtits och lyckats växa, genom separation av ägandeskap och kontroll. Att ägandeskapet är splittrat leder också till att kontrollen till stor del hamnar hos företagsledningen i företaget (Berle & Means, 1932).

Enligt Nilsson, (Dagens Industri, 2013) och Milne, (Financial Times, 2013) är ägarstrukturen en avgörande parameter för långsiktig utveckling. Författarna argumenterar för att den anglosaxiska skolan, USA och Storbritannien i första hand, med många mindre ägare leder till att utvecklingen blir kortsiktig, med fokus på att göra snabba vinster. Den svenska skolan, som är en del av den kontinental europeiska, förespråkar koncentrerat ägandeskap, med i många fall en dominerande ägare, vilket leder till ett mer långsiktigt perspektiv. (Nilsson, 2013; Milne, 2013)

När en investerare placerar tillgångar i ett företag är den främsta anledningen att få avkastning på sitt kapital. En av intressekonflikterna som påverkar avkastningen är den mellan majoritets- och minoritetsägare som bland annat inverkar på direktavkastningen, i form av utdelning. Detta problem har i litteraturen benämnts som majoritets-minoritets problemet eller det horisontella agentproblemet (Stacescu, Berzins & Bøhren, 2012). En annan konflikt är den mellan ägarna och företagets ledning som också ger upphov till problem. Om deras intressen inte är förenade kan det medföra att ledningen agerar i sitt eget intresse. Ett sätt för ägarna att minimera ledningens makt är genom att dela ut så stor del av vinsten och det fria kapitalet som möjligt (Maury & Pajuste, 2002).

Enligt Hillier m.fl. (2010) definieras utdelning som den del av årets vinst eller likvida medel som delas ut till företagets aktieägare. Direktavkastning är ett nyckeltal för utdelningen per aktie i förhållande till aktiekursen och är något långsiktiga investerare efterfrågar, en anledning till detta är att transaktionskostnader som courtage undviks (Hillier m.fl. 2010). För en investerare kan företag med jämn utdelning även fungera som ett substitut till placeringar som genererar avkastning i form av ränta, exempelvis ett sparkonto eller en obligation. Att företag genomför utdelningar eller ej och hur de förändras mot föregående år är ett sätt för företag att sända signaler till marknaden och investerare om framtiden (Ikenberry m.fl. 1995). Miller och Modigliani (1958) kritiserade dock att utdelningsnivån skulle vara intressant för investerare då företags värde i en perfekt teoretisk värld inte påverkas av utdelningsnivån.

När ett företags investeringar genererar positiva kassaflöden måste företaget besluta hur man ska hantera detta kapital. Finns nya investeringsmöjligheter, som kan generera ytterligare positiv avkastning, kan kapitalet återinvesteras. Yngre tillväxtföretag återinvesterar oftast merparten av den genererade avkastningen medan mogna företag genererar mer kapital än vad de kan investera eller använda på ett effektivt sätt. Den överskottslikviditet som uppstår kan antingen behållas som reserv eller delas ut till aktieägarna. Sitter företaget inne på en stor kassa som inte förräntas är det bättre ur ägarnas perspektiv att dela ut detta kapital och att ägarna själva omplacerar det för att få bättre avkastning. Själva utbetalningen kan ske som en utdelning eller genom den mer ovanliga metoden, återköp av aktier (Berk & DeMarzo, 2009). Enligt Miller och Modigliani (1961) är investerare rationella och efterfrågar alltid mer rikedom. De är också indifferent mellan att få utdelning eller att marknadsvärdet av deras aktier ökar. I en perfekt marknad är investerare på samma sätt indifferent mellan att få utbetalningen genom utdelning eller återköp av aktier (Miller & Modigliani, 1961).

Att ledningen har mer information om företaget än ägarna gör att beslut om utdelningar sänder signaler till marknaden och ägarna om framtiden. Generellt brukar utdelningsnivån vara relativt stabil och vid förändringar är det oftast ökning som sker. Företag försöker prognostisera framtida vinster för att kunna lägga utdelningen på en nivå som bolaget kan betala även i de fall som vinsten minskar. Endast i de fall som företagets långsiktiga vinstprognoser ökar och kan antas bibehålla en stabil nivå ökar företaget utdelningen. På samma sätt försöker företaget att inte minska utdelningen och gör det endast som en sista utväg. Förändringar i utdelningen förmedlar alltså information till ägarna i form av ledningens förväntningar om framtida vinster. Ökas utdelning innebär detta en positiv signal till marknaden och vice versa för minskning av utdelningen (Berk & DeMarzo, 2009).

1.2 Problemdiskussion

En agentrelation definieras som en intressekonflikt där den ena parten är i en beroendeställning till den andra. (Ross, 1973). Den mest omtalade är den mellan företagets ägare och företagets ledning. Enligt nyare studier går det att dela upp agentproblem i två delar. Dels mellan ägarna och styrelsen och dels mellan styrelsen och företagsledningen (Drymiotis & Sivaramakrishnan, 2012). Om det finns asymmetrisk information mellan företagsledningen och ägarna förutspår agentteorin att i företag med splittrat ägande kommer företagsledningen att maximera sin egen nytta istället för ägarnas (Overland, 2012). Företagsledningens prioriterande av sin egen nytta borde leda till mindre utrymme för utdelning. Agentkostnaderna som uppkommer genom att ledningen i företagen handlar i sitt egna intresse ger anledning till att det bör finnas en dominerande aktieägare som bättre kan kontrollera företaget (Shleifer & Vishny, 1986). Den dominerande ägaren har större incitament att lägga ner resurser på övervakning av företagsledningen, eftersom de har rätt till stor andel av den vinst som kan uppkomma. Till skillnad från företag med endast mindre och ingen dominant ägare där "Free-rider" problemet leder till mindre incitament för någon att satsa på övervakning av företaget (Overland, 2012). "Free-rider" problemet innebär att de mindre ägarna inte har något intresse av att lägga några pengar på övervakning eftersom de enskilt inte har mycket att vinna. Existerar en större ägare yttrar sig "Free-rider" problemet som att de mindre ägarna utnyttjar den större ägarens övervakning utan att betala.

Agentproblemet hanteras genom att minimera de antal beslut som ledningen gör där de kan handla till sin egen fördel. Ett alternativ kan vara att knyta ledningens kompensation till en bonus som baseras på företagets prestationer eller utveckling av aktiekursen. Detta leder till att ledningens intressen också sammanfaller med ägarnas. Nackdelar med ett bonussystem kan dock vara att ledningen tar på sig för mycket risk eller manipulerar redovisningen för att maximera prestationen tillfälligt. De slutliga konsekvenserna av agentproblemet kan leda till att ledningen byts ut, företaget går i konkurs eller att aktien presterar så dåligt att företaget blir uppköpt. En stor kassa i företaget kan också leda till att agentkostnader ökar i form av att ledningen genomför olönsamma projekt, som företagsköp, för att få mer makt eller ger sig själva överdrivna förmåner. Skuldsättning är ett alternativ för att minska dessa agentkostnader på samma sätt som utdelningar eller återköp minskar kassan (Berk & DeMarzo, 2009).

På grund av att stora aktieägare har bättre möjlighet till övervakning av företagsledningen kan de se till att mindre resurser ödslas på icke lönsamma projekt samt att ledningens intressen är förenliga med ägarnas. Allt annat lika leder detta till att mer likvida medel finns tillgängligt för utdelning. Som kontrast tenderar dåligt övervakade företag att behålla de likvida medlen i företaget, såvida inte aktieägarna skyddas av lagar som kan påverka utdelningarna (Harada & Nguyen, 2011). Starka ägare i företag talar alltså för högre utdelningsnivåer då de lättare kan minska agentkostnaderna mellan ägare och företagsledning.

Berle och Means (1932) diskuterade hur ägarstrukturen påverkar företags prestationer och framtida utveckling. I litteraturen har det sedan dess diskuterats om ägarstrukturen verkligen påverkar företags variabler som lönsamhet, styrning och utdelning. Det är inte bara agentkonflikten mellan ägare och företagsledningen som enligt litteraturen påverkar utdelningsnivåerna. På senare tid har mer uppmärksamhet riktats mot konflikten mellan stora och små aktieägare i företag (Harada & Nguyen, 2011). Det argumenteras bland annat för att stora aktieägare föredrar att utnyttja privata fördelar, som de mindre aktieägarna inte har tillgång till, istället för att genomföra utdelningar som alla ägare har proportionerlig rätt till (Shleifer & Vishny, 1997).

Om företaget genomför utdelningar finns det mindre fritt kassaflöde inom företaget som ledningen kan missbruka (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Enligt Miller och Modigliani (1961) ska en investering som genererar positivt nuvärde inte ges upp för att öka utdelning. Rozeffs (1982) undersökning visar att ett större antal aktieägare tenderar till att ge högre utdelningarna, men fann också att ett negativt samband mellan ledningens ägarandel och utdelningsnivåer. Att höja utdelningen i förhållande till resultatet antas leda till lägre agentkostnader, men däremot till högre transaktionskostnader för extern finansiering. När summan av agent- och transaktionskostnaderna är som lägst befinner sig företaget på en optimal utdelningsnivå (Rozeff, 1982).

Shleifer och Vishny (1997) argumenterade för att effekterna på utdelningsnivåerna, av en stor dominerande aktieägare, är tvetydiga och de måste testas med empiriska studier. Detta då det finns två teorier, gällande agentproblemet, som motsäger varandra. Dels att stark ägarkoncentration leder till högre utdelning genom bra övervakning, men även att stark ägarkoncentration leder till lägre utdelningsnivåer då de dominerande aktieägarna utnyttjar företagets likvida medel till privata fördelar på bekostnad av mindre ägare.

De två agentkonflikterna påverkar enligt litteraturen utdelningsnivåerna i motsatta riktningar. Detta leder oss in på det vi avser att undersöka i denna studie, nämligen hur ägarkoncentrationen påverkar utdelningsnivåerna i svenska noterade börsbolag.

1.3 Syfte och Frågeställning

Studiens syfte är att undersöka sambandet mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i svenska noterade bolag på Large och Small Cap under åren 2005 till 2011.

Detta syfte mynnar ut i följande frågeställning:

- Finns det ett samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer bland svenska noterade bolag?
- Om ett samband kan identifieras, hur ser detta samband ut?

1.4 Bidrag med studien

Avsikten med denna studie är att undersöka om det finns ett samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i svenska noterade bolag. Vad gäller forskningen har ett flertal utländska undersökningar genomförts där vissa identifierar ett positivt samband och andra ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Genom denna studie hoppas vi kunna bringa klarhet i hur dessa samband ter sig i förhållanden som gäller på den svenska marknaden och på så sätt ge ett bidrag till forskningen på området. Anledningen till att vi valt att studera svenska företag är att det är viktigt att ta resultat och teorier från andra länder och se om de även är applicerbara på svenska bolag och förhållanden. Även personer utanför Sverige bör kunna se nyttan av studier på svenska bolag då förutsättningarna i Sverige skiljer sig markant från till exempel USA och Storbritannien (Overland, 2012). En aspekt som gör Sverige intressant gällande ägarkoncentration är att olika rösträtter för olika ägare används frekvent i Sverige, detta gör att röst- och kapitalandel skiljer sig åt (Carlsson, 2007).

Om ett samband mellan ägarkoncentrationen och utdelningsnivån kan identifieras skulle detta kunna vara intressant för en investerare som efterfrågar företag med en viss nivå av utdelning. Ett funnet samband skulle kunna ge investerare ytterligare en variabel att undersöka i utvärderingen av bolag. Studien bidrar också med att påvisa om det är någon skillnad mellan Large och Small Cap bolagen gällande ägarkoncentration, utdelningsnivåer och storlek.

2. Referensram

Nedan följer referensramen, i form av teorier gällande utdelningar, agentproblem och stewardship. Även resultat från tidigare studier på området kommer att framställas. Utifrån dessa kommer de empiriska resultaten från denna studie att analyseras.

2.1 Utdelningsteori

Ett av de grundläggande finansiella valen som företag står inför är hur stor del av sitt kapital som det ska betala ut i form av utdelning (Maury & Pajuste, 2002). Miller och Modigliani (1961) hade teorier gällande att i en värld utan agentkostnader, transaktionskostnader eller skatter skulle ett företags värde, ur investerarnas synpunkt, ej påverkas av företagets utdelningsnivå. Högre utdelningar skulle leda till lägre resultat i framtiden eftersom mindre utrymme skulle finnas för investeringar, vilket lämnar aktieägarnas förmögenhet oförändrad. Detta är dock endast möjligt i teorin då agentkostnader, transaktionskostnader och skatter existerar i verkligheten. Tvärtom Miller och Modiglianis (1961) teori finns det både litteraturgenomgångar (Allen & Michaely, 2003) och undersökningar (Lintner, 1956; Brav m. fl., 2005) som tyder på att utdelningsnivåer är allt annat än irrelevant för företagsledningen och marknaden. För utdelning kan tydliga tendenser ses, till exempel utjämning av utdelningar, att utdelningar sällan minskar samt att investerare reagerar negativt till utdelningsminskningar och positivt till ökning. Dessa fakta är väl etablerade men orsaken bakom dem, gällande hur och varför företag bestämmer en viss utdelningsnivå, är långt ifrån kartlagt (Michaely & Roberts 2006).

2.2 Agentproblematiken

Agent eller ombudsmannaproblemet definieras som intressekonflikten mellan uppdragsgivaren och agenten. Problemet tar sig många olika former men ter sig tydligt mellan ägarna till ett företag och ledningen som styr företaget, benämnt det vertikala agentproblemet. Problematiken uppstår även mellan majoritets- och minoritetsägare, benämnt det horisontella agentproblemet.

2.2.1 Vertikala agentproblemet

Enligt Jensen (1986) finns en agentkonflikt mellan företagsledningen och aktieägarna, där företagsledningen är agenter till aktieägarna, en relation som ofta kantas av konflikter. Komplikationerna består framförallt av kontrollen över fria kassaflöden och utdelning. Ledningens intresse ligger ofta i att företaget växer för att de ska få mer makt och högre kompensation (Jensen, 1986). Högre grad av ägarkoncentration ger bättre förutsättningar för kontroll av företagsledningen. Ett problem som kan uppstå vid splittrat ägande är "Free-rider" problemet, något som kan undvikas om företaget har en dominerande ägare. "Free-rider" problemet innebär att ingen är beredd att satsa mer resurser än någon annan på övervakning av ledningen då även de som inte investerar resurser på övervakning har lika stor del av nyttan. "Free-rider" problemet kan alltså undvikas genom att de stora aktieägarna aktivt övervakar företagsledningens beslut så att de är i linje med deras intressen (Shleifer & Vishny, 1986). Studier på Tjeckiska företag, under deras privatisering, visar att företag med koncentrerat ägande presterar bättre (Claessens & Djankov, 1999). På grund av den övervakning som stora aktieägare kan genomföra minskar även mängden resurser som förbrukas på dåliga projekt och därmed finns mer likvida medel tillgängligt för utdelning. Kontroll av ledningen innebär att besluten tas i

linje med aktieägarnas intressen och förklarar varför bra styrda företag generellt betalar högre utdelningar. Om utdelning sker kan aktieägarna själva göra valet att antingen investera i något annat eller öka sin investering i företaget. Som kontrast tenderar dåligt styrda företag att behålla större delen av det fria kassaflödet inom företaget och dela ut mindre, såvida rättsliga lagar inte kräver annat (Harada & Nguyen, 2011).

Högre utdelning kan representera ledningens återhållsamhet gällande risk och förbrukning av resurser. Högre utdelningar kan även representera reduceringen av agentkonflikten till följd av minskningen av ledningens handlingsfrihet (Lang & Litztenberger, 1989). Mot bakgrund av detta har aktieägare all anledning att kräva högre utdelning, något som större aktieägare har bättre chans att lyckas med tack vare större inflytande och möjlighet till övervakning (Harada & Nguyen, 2011).

2.2.2 Horisontella agentproblemet

Shleifer och Vishny (1997) argumenterar att stora aktieägare föredrar att utnyttja privata fördelar, genom kontrollen av bolaget, istället för att genomföra utdelningar, som tillfaller alla aktieägare. La porta m.fl. (2000) beskriver flera fall där kontrollerande aktieägare har missunnat mindre aktieägare på lönsamma affärsmöjligheter till förmån för egna fördelar. Det har även visats att företagets värde minskar när ägarkoncentrationen når höga nivåer och detta förklaras genom ovan nämnda problem, att kontrollerande aktieägare utnyttjar för stora privata fördelar, vilket skrämmer bort mindre investerare (Claessens & Djankov, 1999). Men det finns också studier som tyder på att den kontrollerande ägarens privata utnyttjande, på mindre aktieägares bekostnad, minskar ifall det även finns en annan stor aktieägare utan relation till den som är störst. En annan stor ägare bidrar också till högre värdering och att företaget delar ut mer, framförallt för att den näst största ägaren i sin tur lättare kan övervaka den största (Faccio m.fl., 2001).

Enligt Gomes (2000) är agentproblemet mellan majoritets- och minoritetsägare ett större dilemma än det mellan ägarna och ledningen. Bakgrunden till problemet är att majoritetsägarna ser till sina egna intressen och använder kapitalet för egna angelägenheter, istället för att exempelvis genomföra utdelningar. Problemet uppstår dels för att många länder saknar ett effektivt eller lagbaserat skydd av minoritetsägare samt att majoritetsägare försöker skydda sig själva mot hot om att bli uppköpt samt mot övervakning. På sikt kan konsekvenserna av problemet leda till att mindre aktieägare undviker att investera i företaget vilket i sin tur leder till sjunkande aktiekurser. Således kan det vara i majoritetsägarens intresse att se till att även de mindre ägarna är nöjda (Gomes, 2000).

La Porta m.fl. (2000) studerade hur den rättsliga miljön påverkar utdelningsnivåerna och påvisade att länder med högre aktieägarskydd, som till exempel USA, i större utsträckning delade ut mer pengar än övriga. Enligt undersökningen räknades Sverige som ett land med lågt aktieägarskydd och Sverige hade relativt låga utdelningsnivåer jämfört med övriga länder i studien (La Porta m.fl., 2000). Minoritetsskyddet gällande utdelningar i Sverige förknippas ofta med 10 procent regeln. Skyddet innebär att när minoriteten har minst 10 procent av samtliga aktier kan de åberopa sig skydd i form av att 50 procent av årets vinst ska delas ut. (Aktiebolagslagen 2005:551, kap 18 11 §) Gogineni m.fl. (2010) benämner problemet mellan

aktieägarna som det horisontella agent problemet och diskuterar att det lättaste sättet att övervaka majoritetsägaren är att minoritetsägarna utnyttjar sin samlade kraft för att påverka och övervaka den största ägaren.

2.3 Stewardship teorin

Stewardship teorin innebär att ledningen hanterar kontrollen över företagets tillgångar på ett ansvarsfullt sätt. Teorin motsäger agentteorin som går ut på att ledningen agerar i sitt eget intresse och att människor alltid är rationella samt försöker maximera sin egen nytta, något som Perrow (1986) samt Hirsch m.fl. (1987) kritiserat som allt för generellt. Davis m.fl. (1997) tog fram sin teori om stewardship för att påvisa att ledningen och ägarnas intressen kan sammanfalla och att människor inte enbart vill maximera sin egen nytta. Ledningen motiveras inte enbart av sina egna mål utan av ägarnas, organisations och kollektivets mål. Dessa mål har en högre grad av tillfredsställelse jämfört med ledarens egna mål. Mål som förenar ledningen, ägarna och organisationen kan vara ökad omsättning och vinst, något som även leder till att yttre ägare, som aktieägare, gynnas i form av positiva effekter på utdelning och aktiepris. Vidare innebär stewardship teorin att styrelsen bör ha förtroende för ledningen och inte reglera deras handlingsfrihet, vilket leder till minskad motivation (Davis m.fl., 1997).

2.4 Tidigare Studier

Det finns flera utländska studier som behandlar sambandet mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Vissa har funnit samband som tyder på att högre grad av ägarkoncentration leder till lägre utdelningsnivåer. Detta har Harada och Nguyen (2011) funnit, som undersökte sambandet på japanska noterade bolag under perioden 1995-2007. Genom att bland annat dela upp bolagen i två grupper efter storleken på ägarkoncentrationen. Detta gav dem en grupp med lägre ägarkoncentration och en med högre ägarkoncentration. Som oberoende förklarande variabel använde de sig av det sammanlagda ägandet av de fem största ägarna i varje bolag, medelvärdet för denna variabel var i deras studie 32,94 procent. Samma variabel har även undersökts i USA där resultatet var 25 procent (Demsetz & Lehn, 1985). Harada och Nguyen (2011) fann när de jämförde de två gruppernas medelvärde för de oberoende variablerna utdelning genom rörelseresultat, nettoresultat och börsvärde att alla visade på mer utdelning för bolagen med svagare ägarkoncentration. Variabeln utdelning genom egetkapital visade på högre utdelning för starkare ägarkoncentration, (se Tabell 1). Som kan ses i tabellen är det endast värdena för utdelning genom rörelseresultat och nettoresultat som är statistiskt säkerställda, i deras undersökning. Studien visar också att företag med koncentrerat ägande presterar bättre än de företagen med mindre koncentrerat ägande gällande räntabilitet på både totalt och eget kapital (Harada & Nguyen, 2011).

	Ägarkoncentration			
	Hög	Låg	Skillnad	t-värde
Utdelning/Rörelseres. (%)	14,45	15,76	-1,31	-2,09*
Utdelning/Nettores. (%)	30,77	34,69	-3,92	-2,59**
Utdelning/EK (%)	1,45	1,43	0,02	0,27
Utdelning/Börsvärde (%)	1,23	1,27	-0,04	-0,85

Tabell 1- Medelvärden Japan

Signifikansnivå *5, **1 procent

Ramli (2010) undersökte, genom regressionsanalyser, sambanden mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i 245 malaysiska företag under åren 2002-2006. Den förklarande variabeln som Ramli (2010) använde sig av definierades som ägarandel för den största ägaren, medelvärdet för variabeln var 40,21 procent bland bolagen. Studien fann ett positivt samband mellan ägarandel hos största ägaren och utdelningsnivåerna. Ramli (2010) tolkade detta resultat som att ökad nivå av ägandeskap hos största ägaren inte leder till att minoritetsägarna utsätts för negativ behandling av majoritetsägaren. Utan att högre grad av ägarkoncentration leder till högre utdelning, på grund av bättre möjlighet till övervakning. Författaren undersökte även vilken påverkan på utdelning det fanns av att den näst största ägaren hade ett innehav på 5 procent eller mer. Även sambandet för den näst största ägaren var positivt och statistiskt signifikant. Detta förklarades med att om det fanns en annan stor ägare kunde den övervaka den största ägaren (Ramli, 2010). Maury och Pajuste (2002) undersökte även den näst största ägarens påverkan i Finland och fann istället ett negativt signifikant samband. Slutsatsen från Ramlis (2010) studie blir att företag med hög ägarkoncentration delar ut mer och har man dessutom en näst största ägare som är stor påverkar även detta företagen att dela ut mer (Ramli, 2010).

Den typ av regressionsanalys som Ramli (2010) genomförde gjorde även Harada och Nguyen (2011) på japanska bolag. Författarna fann även genom denna undersökningsmetod ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelning. Förklaringsgraden (R^2) i regressionsmodellerna, med kontrollvariablerna inkluderade, varierade runt 20 procent i deras undersökning. Slutsatsen de drar i studien är att företag med högre ägarkoncentration delar ut mindre, eftersom de utnyttjar privata fördelar av att behålla kapitalet i företaget, jämfört med att alla aktieägare får ta del av utdelningen.

En studie genomförd för åren 1992-1998 på tyska bolag av Gugler och Yurtoglu (2002) använde även den största och näst största ägarens röstandel som två av de förklarande variablerna för utdelningsnivån. Medelvärdet för största ägarens röstandel var 50,1 procent och för den näst största ägaren var andelen 18,1 procent. De fann att röstandelen för största ägaren var negativt korrelerad till utdelningsnivå medan näst största ägarens röstandel var positiv korrelerad. Determinationskoefficienten, som betecknar förklaringsgraden, i modellerna varierade mellan 25 och 30 procent (Gugler & Yurtoglu, 2002).

Även Khan (2006) fann ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i sin undersökning av 330 stora brittiska företag. Studien visar även ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelning för de fem största ägarna tillsammans, dock endast vid låga

nivåer av ägarkoncentration. Största ägaren ägde i genomsnitt 9,86 procent av bolaget i undersökningen som gjordes för åren 1985-1997.

Kontrollvariabel för lönsamhet har använts i många tidigare studier på området och i de flesta fall har lönsamhets variabeln en positiv korrelation med utdelningsnivåerna, exempelvis Ramli (2010) samt Harada och Nguyen (2011). Kontrollvariabeln för storlek har positiv korrelation i Ramlis (2010) undersökning, men negativ i både Gugler och Yurtoglu (2002) samt Harada och Nguyen (2011). Även med tillväxt har korrelation med utdelningsnivåer identifierats. Där Amarjit m.fl. (2010) fann ett positivt samband mellan tillväxt och utdelningsnivå bland amerikanska bolag medan Rozeff m.fl. (1982) fann ett negativt.

Maury och Pajuste (2002) undersökte hur ägarkoncentrationen påverkar utdelning i 127 finska noterade bolag för år 1999. De fann ett signifikant samband för att ägarkoncentrationen påverkar utdelningsnivån negativt. Vidare fann de även att näst största ägarens storlek påverkar utdelningen negativt. Detta förklaras med att de två största ägarna samarbetar och prioriterar sina egna privata intressen jämfört med att dela ut kapital till alla ägare. Förklaringsgraden (R^2) uppgår till nio procent i deras studie.

3. Metod

3.1 Introduktion

Detta kapitel kommer behandla tillvägagångssättet för studien, definiera olika variabler och ge förklaringar till olika statistiska tester som presenteras i resultaten. För att undersöka studiens syfte har en kvantitativ metod använts. Data för variabler som utdelning, börsvärde, omsättning och lönsamhet har inhämtats från databasen Datastream samt ägardata från boken Ägarna och Makten (Sundqvist & Fristedt, 2009). För att analysera data har framförallt variablerna utdelning genom börsvärde samt röstandel använts. För att sedan testa samband mellan variablerna har det statistiska dataprogrammet SPSS använts och olika former av tester och regressionsanalyser har genomförts.

Fördelarna med att använda en kvantitativ metod för att få fram samband mellan ägarkoncentration och utdelning är att man genom en sådan studie får fram ett mer rättvisande utfall som kan sägas representera en hel grupp (Holme & Solvang, 1997). Ett kvantitativt arbetssätt är bra för att beskriva, förklara och bevisa samband, vilket är det vi har för avsikt att göra. Enligt Davidson och Patel definieras en kvantitativ studie som en undersökning där ”hård”-data i form av siffror används (Davidson & Patel, 2003).

3.2 Tillvägagångssätt

Tillvägagångssättet för studien tar sin utgångspunkt i en kvantitativ studie där empirin består av data som inhämtats för att sedan analyseras. Data som använts har främst berört företagets prestation, tillstånd samt utdelningar och har inhämtats från databasen Datastream. Även information gällande ägarstruktur har använts och data har inhämtats från 2009-års upplaga av boken Ägarna och Makten (Sundqvist och Fristedt, 2009). Sundqvist och Fristedt har sammanställt information gällande vilka som är de 25 största ägarna i alla svenska bolag noterade på Stockholmsbörsen.

Efter att data inhämtats strukturerades den upp i Microsoft Office Excel innan den importerades till det statistiska programmet SPSS för att kunna genomföra analyser. Med hjälp av SPSS undersöktes sambandet mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer med hjälp av flera olika tester.

Den data som inhämtats för respektive bolag till studien är:

- Total utdelning
- Börsvärde vid årsskiftet
- Röstandelen för var och en av de fem största ägarna år 2009
- Omsättning
- Tillväxt, mätt i procentuell ökning av omsättningen
- Resultat efter skatt

(data är framtagen per år om inget annat anges)

Studien syfte är att undersöka om det existerar något samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer bland svenska börsbolag. Dels genom en analys, där bolagen delas upp i två grupper, och dels genom en regressionsanalys. Detta gjordes för att se om det finns ett linjärt samband mellan totala utdelningar genom börsvärde och röstandelen som största ägaren har i varje bolag.

En vanlig multipel regressionsmodell kan se ut enligt följande:

$$y = \alpha_1 + \beta_1 * x_1 + \beta_2 * x_2 + \dots + \beta_n * x_n$$

där:

y = utgör den beroende variabeln

x_n = utgör olika oberoende variabler

α_1 = utgör en konstant

(Statsoft, 2013).

Den signifikansnivån som genomgående kommer användas i studien är fem procent (p-värde = 0,05), vilket är en vanlig nivå i samhällsvetenskapliga studier (Djurfeldt m.fl. 2010).

Signifikansnivå är ett mått på sannolikheten att ett observerat förhållande mellan variabler, eller skillnader i medelvärde mellan grupper, uppkommit endast av en slump. Det visar alltså säkerheten i att ett resultat är sant. Högre p-värde ger lägre sannolikhet till att ett funnet samband mellan variablerna verkligen gäller. Till exempel indikerar ett p-värde på 0,05 att det är fem procents sannolikhet att det funna sambandet mellan variabler ej gäller. P-värde på 0,05 är alltså den statistiskt signifikanta gränsen för variabler som kommer gälla i denna studie (Statsoft, 2013).

3.3 Variabler

Av den data som insamlats har ett antal variabler tagits fram för att kunna genomföra studien och kommer presenteras under rubrikerna Beroende variabler, Oberoende variabler och Kontrollvariabler.

3.3.1 Beroende variabler

Totala utdelningar har satts i relation till börsvärde genom att ta varje bolags totala utdelningar dividerat med bolagets börsvärde, vid årsskiftet för varje enskilt år. Anledningen till detta är att totala utdelningen i sig inte säger mycket om den inte sätts i relation till något. Antagligen har större bolagen större totala utdelningar än mindre bolag. I likhet med en del tidigare studier har börsvärde använts i förhållande till totala utdelningarna. *Utdelning genom börsvärde* är ett bra och robust värde då det inte påverkas eller är beroende av redovisningsregler som till exempel resultat. Att använda utdelning genom börsvärde kan enligt Mancinelli och Ozkan (2006) vara problematiskt då börsvärde baseras på subjektiva bedömningar. Dock skall börsvärde endast ses som ett basvärde för att ge en skala på utdelning, då börsvärde inte påverkar utdelningen, vilket passar bra för att göra jämförelser mellan företag eller i statistiska analyser (Mancinelli & Ozkan, 2006). Total utdelning genom börsvärde har även använts i ett flertal studier, som till exempel

Mancinelli och Ozkan (2006) samt Harada och Nguyen (2011), vilket gör att det också blir valet för denna studie.

Den beroende variabeln vi kommer använda är:

- *Utdelning genom börsvärde*

En dummyvariabel som endast kan anta två olika värden kommer dessutom att användas. Den antar värdet 0 om bolaget inte genomför någon utdelning och 1 om bolaget genomför utdelning. Denna variabel kommer användas som beroende variabel i en binär logistisk regression i empirin och benämnas *Utdelning Ja/Nej*.

3.3.2 Oberoende variabler

Denna studie försöker förklara utdelningsnivåerna i svenska börsbolag med hjälp av ägarkoncentrationen. Den huvudsakliga förklarande variabeln som kommer användas har även använts i flertalet liknande studier utomlands, bland annat nyligen av Stacescu m.fl. (2012). Variabeln definieras utifrån hur stor andel av de totala rösterna som den största ägaren i varje bolag har. Till exempel kan den största ägaren i ett bolag endast ha några få procent av rösterna, om bolaget har väldigt okoncentrerat ägande. Om ägandet är koncentrerat, kan största ägaren ha upp till 100 procent av rösterna.

Den huvudsakliga oberoende variabeln är:

- *Största ägaren*

En annan oberoende variabel kommer användas i en regression och är en dummyvariabel som definierar om bolaget har en annan stor ägare än största ägaren. Denna variabel benämner vi *Näst största ägaren*. Den antar värdet 0 om näst största ägaren har mindre än 10 procent av rösterna och 1 om näst största ägaren har mer än 10 procent av rösterna. Denna variabel användes även av Maury och Pajuste (2002) och Ramli (2010) i deras undersökningar.

3.3.3 Kontrollvariabler

Kontrollvariabler används för att säkerställa att felaktiga slutsatser inte dras. Samvariationen mellan två variabler kan påverkas av att en tredje variabel påverkar båda de andra (Djurfeldt m.fl., 2010). I vårt fall kan samvariation mellan ägarkoncentration och utdelning påverkas av en annan variabel något som vi måste testa genom att använda kontrollvariabler.

De ovan nämnda oberoende variablerna har använts i tidigare studier för att försöka förklara bolags utdelningsnivåer. I tidigare forskning har det också noterats att flera andra faktorer, än de nämnda oberoende variablerna, påverkar utdelningsnivåerna i företagen. Därför har vi valt att inkludera tre stycken kontrollvariabler i studien: *Omsättning*, *Tillväxt* och *Räntabilitet på totalt kapital*, *Rt*.

Storlek i form av företagets omsättning antas ha ett positivt samband med utdelning. Framförallt för att större företag har lägre risk än mindre och således mer effektivt och lättare kan finansiera sig. Större företag har även generellt lägre direkta konkurskostnader, löper mindre risk att gå i konkurs, och kan därför dela ut en större andel av sin vinst (Da Silva m.fl., 2004). Fama och French (2001) har i en studie på amerikanska bolag funnit att företag som genomför utdelningar generellt är mycket större än företag som inte delar ut. Med detta i åtanke har en kontrollvariabel för bolagets storlek valts att inkluderas, nämligen *Omsättning*. I likhet med argumenten ovan antas att *Omsättning* är positivt korrelerade med utdelning även i Sverige.

Företag med hög tillväxt antas ha en låg utdelningsnivå för att minska behovet av att finansiera tillväxten med lånat kapital, samt för att minska de transaktionskostnader som lånat kapital medför (Rozeff m.fl. 1982). Den kontrollvariabel vi inkluderar gällande *Tillväxt* definieras som den procentuella förändringen av omsättningen mellan två år. Vi antar att *Tillväxt* är negativt korrelerande till utdelningsnivån även i Sverige.

Vinstgenererande företag antas dela ut mer eftersom de borde ha bättre access till kapitalmarknader samt större möjlighet att dela ut genererade vinstmedel (DeAngelo m.fl., 2004). Därför har även en kontrollvariabel för lönsamhet inkluderats och definieras som bolagens resultat dividerat med deras totala tillgångar, räntabilitet på totalt kapital (R_T). I enlighet med DeAngelo m.fl. (2004) och andra antar vi att R_T har positiv korrelation med utdelning.

3.3.4 Regressionsmodell

Med ovan förklarade variabler kan alltså en regressionsmodell skapas för att avgöra hur utdelning påverkas av dem.

$$y = \alpha_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

där:

$y =$ *Utdelning genom börsvärde*

$\alpha_1 =$ *Konstant*

$x_1 =$ *Största ägaren*

$x_2 =$ *Omsättning*

$x_3 =$ *Räntabilitet på totalt kapital*

$x_4 =$ *Tillväxt*

$\varepsilon =$ *Felterm*

3.4 Analyismetoder

3.4.1 Utdelning genom börsvärde för olika nivåer av ägarkoncentration

I empirins andra del delas bolagen upp i två grupper genom att använda medianen för variabeln *Största ägaren* som brytpunkt, i likhet med bland annat Harada och Nguyen, (2011). Detta ger två grupper av företag:

- *Över median*
- *Under median*

Där gruppen *Över median* innehåller de bolagen med högre ägarkoncentration och *Under median* innehåller de med lägre ägarkoncentration. Medianen uppgår till 25,9 procent för Large och Small Cap bolagen tillsammans, 28,8 procent för bara Large Cap och 25,35 procent för bara Small Cap. Efter detta tas medelvärden fram för den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* för respektive grupp och skillnaderna undersöks för att avgöra vilken grupp som delar ut mer respektive mindre.

Mann Whitney test

För att kunna säkerställa att skillnaderna i medelvärdena mellan de två grupperna *Över median* och *Under median* är statistiskt säkerställda kan man använda ett Mann Whitney test. Anledningen till att ett vanligt t-test ej kan användas är att variabeln *Utdelning genom börsvärde* inte antas vara normalfördelad och då ska ett icke parametriskt test användas. Om testet visar på ett signifikans under 0,05 betyder det att det är statistiskt signifikant skillnad mellan grupperna.

Shapiro Wilks test

Ett Shapiro-Wilks test kan bekräfta om den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* är normalfördelad eller ej. Om resultatet av testet är signifikant betyder det att variabeln inte är normalfördelad. Ett annat sätt att undersöka om en variabel är normalfördelad eller ej är genom att ta fram ett grafiskt histogram för variabeln. (Statsoft, 2013)

3.4.2 Regressionsanalyser

För att närmare undersöka förhållandena mellan variablerna *Utdelning genom börsvärde* och *Största ägaren* genomförs regressionsanalyser i tredje delen av fjärde kapitlet. Först genomförs en med endast den beroende variabeln, *Utdelning genom börsvärde*, och den oberoende, *Största ägaren*.

De resultatsvariabler som en regressionsanalys ger är bland annat den ostandardiserade koefficienten (B-värde i SPSS) som visar på lutningens koefficient i ekvationen, alltså hur mycket en förändring i den oberoende variabeln påverkar den beroende. Det som prioriteras i denna studie är egentligen inte värdet på variabeln utan främst tecknet på lutningen, alltså om den är positiv eller negativ. För detta påvisar om det finns ett positivt eller negativt samband mellan variablerna (Statsoft, 2013).

Standardiserade koefficienten (Beta-värde i SPSS) visar om ett samband är negativt eller positivt och hur starkt detta samband är. Koefficienten kan anta ett värde mellan -1 och +1, där -1 visar på starkt negativt samband medan +1 visar på ett starkt positivt samband. Även här är det tecknet på variabeln som är intressant (Statsoft, 2013).

Determinationskoefficienten, R^2 , är en förklaringsvariabel som kan anta ett värde mellan 0 och 1 och är ett mått på hur mycket av variationen i den beroende variabeln som förklaras av variationen i den oberoende variabeln. Ett högt värde, nära 1, betyder att det finns en hög förklaringsgrad, medan 0 innebär att ingen förklaring finns, mellan den beroende och den oberoende variabeln (Statsoft, 2013).

Binär logistisk regression

Eftersom relativt många företag i studien inte genomför några utdelningar genomför vi även en binär logistisk regression, där den beroende variabeln är en dummyvariabel, som antar värdena Ja eller Nej till utdelning. Denna variabel används sedan i en binär logistisk regression med *Största ägare*, som förklarande variabel, för att se om företag med högre ägarkoncentration väljer att dela ut oftare än bolag med lägre ägarkoncentration.

3.5 Insamling av Data och Referensram

3.5.1 Insamling av Data

För att genomföra denna studie används data för svenska bolag noterade på Stockholmsbörsens Large och Small Cap listor. Large Cap listan innehåller de största bolagen med börsvärden över 1 miljard euro och Small Cap listan innehåller noterade bolag med börsvärden under 150 miljoner euro. Anledning till att Large och Small Cap bolagen valdes ut är att det är stor skillnad i storlek på bolagen och att det ger möjlighet till att undersöka eventuella skillnader mellan dem. Dels vill vi se hur utdelningsmönstren och ägarkoncentrationen skiljer sig åt men även om sambanden ser olika ut mellan grupperna. För att få så bra resultat som möjligt har vi valt att göra en totalundersökning för alla noterade bolag på Stockholmsbörsens Large och Small Cap, med vissa bortfall. Data har inhämtats för åren 2005-2011. Anledning till att ej senare data har använts beror på att värden för 2012 inte fanns komplett tillgängliga vid tiden för undersökningen.

I enlighet med många tidigare studier bland annat Faccio m. fl. (2001), Gugler och Yurtoglu (2002) samt Harada och Nguyen (2011) har data för ägarkoncentrationen endast använts för ett år, eftersom ägarkoncentrationen anses vara stabil. Nackdelen med att endast genomföra studien med ägardata för ett år är att eventuella skillnader inte kommer avspeglas. Enligt Malmström (2012) har ägarstrukturen i Sverige varit relativt stabil under 2000-talet mätt i största ägarens röstandelar för noterade bolag, vilket gör att ägardata för ett år även är applicerbart i denna studie.

Data för ägarkoncentrationen inhämtades från år 2009 upplaga av Sundqvist och Fristedt Ägarna och Makten. Denna data är från tidigt 2009 och representerar således år 2008, vilket är mittenåret för perioden 2005 till 2011. Utgångspunkten för studien var att ägarkoncentration för alla år

skulle inhämtas för att även få med dimensionen att ägarförhållanden kan ändras i bolagen mellan olika år. Detta har dock inte lyckats eftersom böckerna Ägarna och Makten gavs ut till och med 2009 och efter detta endast genom databasen SIS Ägarservice. I våra försök att kontakta SIS Ägarservice för att kunna ta del av data för senare år, har vi inte fått tillgång till all den information vi behövde. I samspel med att vissa tidigare studier endast använt ett år blev också detta vårt val för studien.

Genom att endast använda oss av Svenska bolag som parameter i Datastream har ett visst antal bolag fallit bort från de båda listorna, exempelvis ABB och AstraZeneca, som är utlandsregistrerade. Även Ägarna och Makten (Sundqvist & Fristedt, 2009) tar bara upp bolag som är registrerade i Sverige. Även andra bolag föll bort på grund av att Datastream saknade data för dem. Totalt ingår 145 bolag i studien, varav 49 tillhör Large Cap och 96 tillhör Small Cap.

3.5.2 Insamling av Referensram

För att finna lämplig information och teori till denna uppsats har vi huvudsakligen använt oss av ett antal olika söktermer: ”Ownership concentration and dividend”, ”Ownership +dividend” och ”Dividend policy”, samt motsvarande sökord på svenska. Dessa söktermer har använts i framförallt databaserna Emerald och Business Source Premier, som finns att tillgå genom Ekonomiska biblioteket vid Göteborgs Universitet. Vid upptäckten av en väsentlig artikel eller avhandling har dess referensram i stor utsträckning granskats för att hitta ytterligare källor.

3.6 Tillförlitlighet

Den typ av data som vi använt i studien är sekundärdata. Tillförlitligheten i den inhämtade data bör vara hög då informationen har inhämtats från databasen Datastream samt Ägarna och Makten (Sundqvist & Fristedt, 2009). Deras data har i sin tur inhämtats från framförallt respektive företags årsredovisningsrapporter och årsredovisningarnas tillförlitlighet i sig får bedömas vara hög. Problemet ligger snarare i att databasernas kodning och inläsning av siffrorna skulle kunna bli fel samt problem av mer lingvistisk karaktär om personen i fråga inte behärskar språken, engelska och svenska, till fullo samt misstag på grund av den mänskliga faktorn. För att fastslå tillförlitligheten har ett antal stickprov från respektive lista genomförts och sedan jämförts med företagets årsredovisning. Dessa stickprov stärker styrkan i databasens tillförlitlighet och inga felaktiga siffror har identifierats. Problem med studien, som vi själva identifierat, är att Mid Cap och andra listor, så som First North, inte inkluderats samt att endast ägardata från 2009 använts. Om denna data varit med hade samband kunnat fastställas för alla noterade bolag i Sverige samt ytterligare stärkts för ägarandelen. Dessutom skiljer sig antalet bolag från Large och Small Cap som är med i studien, med 49 mot 96 stycken. Detta skulle kunna göra att Small Cap bolagens utfall väger tyngre vid sammanslagningen av de två listorna. Detta är något vi är medvetna om och därför redovisas flera av resultaten från studien separat för Large Cap och Small Cap.

Författarna till böckerna Ägarna och Makten har inhämtat sin data från huvudsakligen 6 olika källor. Den primära källan är Euroclear Sweden AB där informationen hämtats från de offentliga aktieböckerna och förteckningarna över förvaltarregistrerade aktieinnehav. De sekundära källorna är Finansinspektionen, Finansinspektionens insynsregister, SIS Ägarservice AB och ägarna själva, i form av fondbolag, samt information om utländska ägare från deras respektive tillsynsmyndighet, exempelvis SEC i Washington D.C. (Sundqvist & Fristedt, 2009).

Sundqvist och Fristedt identifierar själva några problem med tillförlitligheten av vem som är aktieägare i bolagen. Dels kan det vara svårt att veta vem som äger ett utländskt bolag med innehav i svenska aktier, och dels finns det ett stort mörkertal bland utländska ägare, framförallt för kapitalförsäkringar som är registrerade utomlands. Ägare av kapitalförsäkringar behöver inte uppge vilket innehav de har i försäkringen utan försäkringsbolaget står som formell ägare, vilket också ger en något snedvriden bild. Lånar man ut aktier genom så kallad blankning försvinner man också som ägare, hos Euroclear, vilket även det kan ge en missvisande bild. Slutligen haltar Euroclears register och ändringar i innehav ändras inte förrän efter tre dagar, vilket gör att avstämningen av årets innehav inte alltid stämmer (Sundqvist & Fristedt, 2009).

4. Resultat och Analys

4.1 Introduktion

Detta kapitel kommer huvudsakligen bestå av tre olika delar där den första beskriver data och visar hur utfallet varierar mellan Large och Small Cap. I den andra delen, ”Utdelning genom börsvärde för olika nivåer av ägarkoncentration”, kommer bolagen att delas upp i två grupper, efter storleken på den förklarande variabeln *Största ägaren*. Detta för att undersöka skillnader i den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* mellan de två grupperna. Tredje delen, regressionsanalyser, kommer inledas med en korrelationsmatris för inblandade variabler och följas av regressionsanalyser.

4.2 Del 1 Beskrivande data – Skillnader mellan Large och Small Cap

Resultatet består av data hämtad från företag noterade på Stockholmsbörsens Large och Small Cap listor. Alla bolag i undersökningen är noterade men det skiljer mycket i storlek mellan de två grupperna. Bolagen som är noterade på Large Cap listan har ett medelvärde för börsvärde, under perioden 2005-2011, på 61,17 miljarder kronor och motsvarande siffra för Small Cap bolagen är 803,5 miljoner kronor. Det är inte bara börsvärdena som skiljer mellan bolagen utan även de totala utdelningsnivåerna. I Diagram 1 och Tabell 2 kan avläsas att Small Cap bolagen delar ut i storleksordningen miljoner medan Large Cap bolagen delar ut i storleksordningen miljarder kronor.

Total utdelning (miljoner kr)

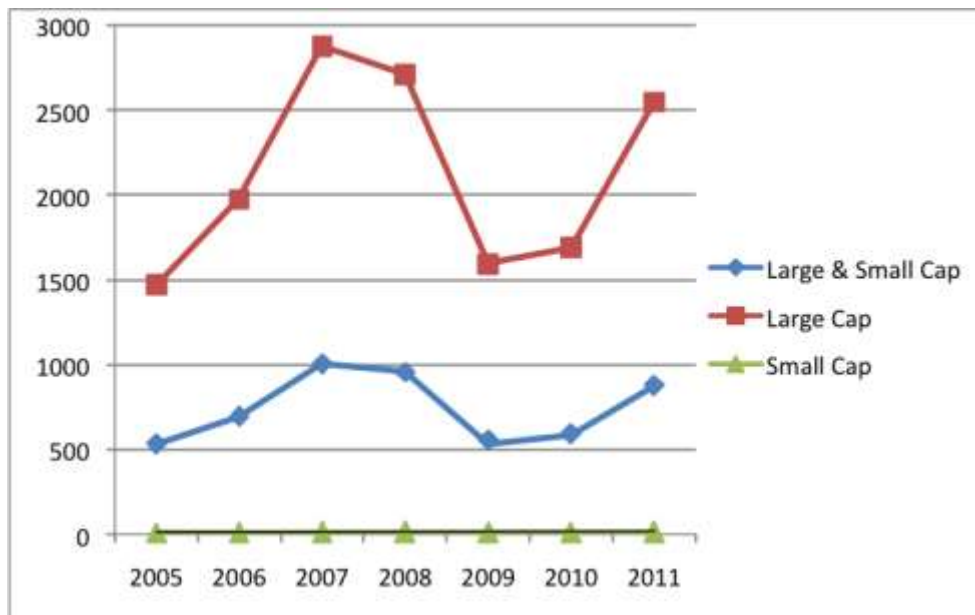


Diagram 1- Totala utdelningar

I Diagram 1 tycks utfallet för Small Cap vara väldigt nära noll. Detta beror på att skalan på y-axeln är stor. Se Tabell 2 för exakta värden.

Totala utdelningar (Miljoner KR)

Large & Small Cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	530,8	691,7	1 004,9	955	550,6	588,9	875,1
Median	6,9	15	24	27	12,6	12,6	19,9
Minimum	0	0	0	0	0	0	0
Maximum	6 877,8	15 717	28 290	17 962	12 825	13 239	15 723

Large Cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	1 469,5	1 972,5	2 877,5	2 709	1 594	1 689,4	2 548,8
Median	673	754	1 126	1 092	521	655	1 095,2
Minimum	0	0	0	0	0	0	0
Maximum	6 877,8	15 717	28 290	17 962	12 825	13 239	15 723

Small Cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	8,1	16,9	18,2	20,8	12,4	15,3	20,8
Median	0	0	1,9	11,4	0	0	2,5
Minimum	0	0	0	0	0	0	0
Maximum	143,2	680	175	174,6	77	367,2	682,3

Tabell 2- Totala utdelningar

Noterbart från tabellen är att det för de båda grupperna varje år är minst ett företag som inte ger någon utdelning alls och för fyra av de sju åren är även medianutdelningen för Small Cap bolagen noll. Detta innebär att minst hälften av bolag på Small Cap inte genomförde någon utdelning under dessa år.

4.2.1 Ägarkoncentration

Den förklarande variabeln i denna studie är ägarkoncentrationen och är inhämtad från böckerna Ägarna och Makten (Sundqvist & Fristedt, 2009). Den variabel som vi använder oss av under studien är *Största ägaren* men här visas även ägarandelen för de fem största ägarna tillsammans.

Röstandel

Large Cap	Största ägaren	Fem största ägarna	Small Cap	Största ägaren	Fem största ägarna
Medelvärde	32,86%	58,39%	Medelvärde	28,4%	55,12%
Median	28,8%	57,90%	Median	25,35%	54,5%
Minimum	6 %	17 %	Minimum	5 %	16 %
Maximum	90 %	95 %	Maximum	74 %	92 %

Tabell 3- Röstandel Large och Small separat

Large & Small Cap	Största ägaren	Fem största ägarna
Medelvärde	29,91%	56,23%
Median	25,9%	56,4%
Minimum	5 %	16 %
Maximum	90 %	95 %

Tabell 4- Röstandel Large och Small Cap

Large Cap bolagen har överlag ett mer koncentrerat ägande med högre median och medelvärde för hur stor röstandel som den största ägaren i bolagen. Medelvärdet för *Största ägaren* är 32,86 procent för Large Cap jämfört med 28,4 procent för Small Cap. Dessa siffror kan jämföras med 40,21 procent som största ägaren hade bland de malaysiska företagen i Ramli (2010) studie. Ramli (2010) visade därmed att Malaysia inte hade spritt ägande, detta till skillnad från anglosaxiska länder. Våra resultat tyder på att Sverige också har koncentrerat ägande och således inte heller har samma ägarstruktur som anglosaxiska länder. Men resultatet visar ändå att Sverige har mer splittrat ägande än Malaysia. Ser man till andelen som de fem största ägarna har tillsammans har de i genomsnitt över 50 procent på både Large och Small Cap. Detta kan jämföras med siffrorna som rapporterades av Harada och Nguyen (2011), som fann att de fem största ägarna i japanska bolagen hade en ägarandel som uppgick till 32,94 procent. De påvisade även att motsvarande ägarkoncentrationen var 25 procent i USA. Detta tyder på att Sverige har relativt hög ägarkoncentration om man jämför med andra länder. Men om ägarkoncentrationen jämförs med en studie gjord på tyska företag av Gugler och Yurtoglu (2002) har Sverige dock ett något mer splittrat ägande. Deras resultat visade att största ägaren hade ett genomsnitt på 50,1 procent i Tyskland. Sverige har alltså mer splittrat ägande jämfört med ett kontinentaleuropeiskt land.

Det är även stor spännvid i röstandelen som den största ägaren har, både för bolagen på Large och Small Cap. Exempelvis har den största ägaren med lägst röstandel på Large Cap endast sex procent av rösterna och den med högst röstandel har 90 procent.

4.2.2 Utdelning genom börsvärde

Medelvärdet för den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* presenteras sammanställt för Large och Small Cap över de sju åren i Diagram 2. Genomgående för samtliga år är att Large Cap bolagen delar ut högre andel av sitt börsvärde än Small Cap bolagen. Large Cap ligger i genomsnitt på 3,34 procent och Small Cap på 1,89 procent. Detta kan tyda på att Small Cap bolagen återinvesterar vinsterna i större utsträckning än de mer mogna bolagen på Large Cap. (För median, minimum och maximum för samtliga år se appendix 1)

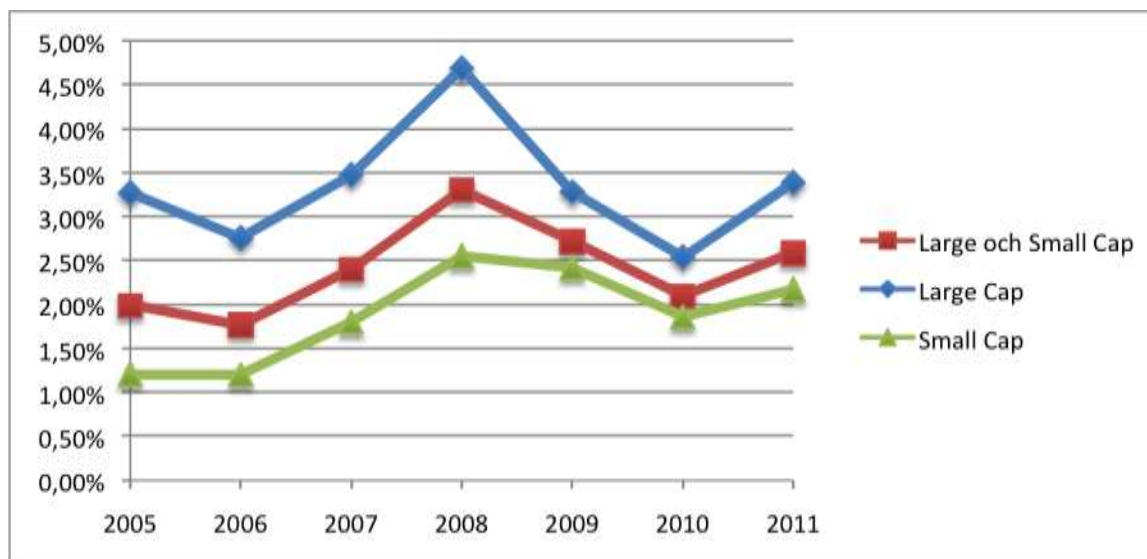


Diagram 2- Medelvärde Utdelning genom börsvärde

4.2.3 Kontrollvariabler

De kontrollvariabler som kommer användas i empirins tredje del är *Omsättning*, *Räntabilitet på totalt kapital (R_T)* och *Tillväxt*. Nedan presenteras en sammanställning över hur dessa variabler förändras över åren och vilken storleksordning de antar för Large och Small Cap sammanslaget. (Se appendix 2 för sammanställning av nedan given data uppdelat för respektive Large och Small Cap)

Large & Small Cap

Omsättning (MKR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	15 245,4	16 027,1	17 469,2	18 486,7	16 826,5	16 718,5	17 946,9
Median	1 071,6	1 159,7	1 323,3	1 364,9	1 216,4	1 287,8	1 381,2
R_T	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	2,4 %	2,9 %	4,2 %	-1,8%	-1,7%	0,2 %	-0,3%
Median	5,5 %	6,8 %	6 %	4,4 %	1,4 %	4,4 %	4,6 %
Tillväxt	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	24,1%	35 %	33,9%	3,9 %	-4,3%	71,3%	9,8 %
Median	8,7 %	12,1%	11,2%	7,6 %	-5,4%	1,5 %	6,9 %

Tabell 5- Kontrollvariabler

4.3 Del 2 – Utdelning genom börsvärde för olika nivåer av ägarkoncentration

Data kommer att delas upp i två grupper efter storleken på röstandelen hos den största ägaren i bolagen. Skillnader i den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde*, hos de två grupperna, kommer sedan jämföras.

Den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* är ej normalfördelad, vilket ett Shapiro-Wilks test påvisar. Det kan noteras att det antagligen är den stora andelen företag som ej genomför några utdelningar som gör att variabeln ej är normalfördelad. (För närmare förklaring av Shapiro-Wilks se metoden 3.4.1 och appendix 3 för resultatet av testet samt histogram som visar den icke normalfördelade variabeln).

4.3.1 Large och Small Cap

Efter uppdelningen av bolagen i två grupper, där den ena innehåller de med högre ägarkoncentration, *över median*, och den andra de med lägre ägarkoncentration, *under median*, kan medelvärdena för den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* beräknas. Medianen, som är brytpunkten mellan grupperna, är 25,9 procent för Large och Small tillsammans, 28,8 procent för Large Cap och 25,35 för Small Cap.

Large och Small Cap	
Största ägaren	Genomsnitt för 2005-2011
Över median	
Medelvärdet Utdelning/börsvärde	3,02 %
Företag utan utdelning (antal)	16,14
Under median	
Medelvärdet Utdelning/börsvärde	1,77 %
Företag utan utdelning (antal)	34,29

Tabell 6- Medelvärde för bolag Över/Under Median på Large och Small Cap

Det som kan utläsas av tabellen är att de företagen som tillhör gruppen *Över median* har klart högre medelvärde för variabeln *Utdelning genom börsvärde* jämfört med den andra gruppen. Antalet företag som ej delar ut är mer än dubbelt så många i gruppen *Under median* jämfört med de i *Över median*. Eftersom den beroende variabeln ej är normalfördelad måste ett icke parametriskt test, exempelvis Mann Whitney, användas för att undersöka om det är statistiskt säkerställd skillnad på medelvärdena mellan de två grupperna. Nedan sammanställs resultatet från ett sådant test som visar på samma sak som tabellen ovan, nämligen att gruppen *Över median* har en högre grad av utdelning genomgående och statistiskt säkerställd signifikansnivå. Detta visar på att företag med högre grad av ägarkoncentration genomför högre utdelningar i undersökningen.

Large och Small Cap			
	Över/Under median	Genomsnitt	Sig.
2005	Över	2,56%	0,002
	Under	1,39%	
2006	Över	2,25%	0,001
	Under	1,24%	
2007	Över	2,77%	0,005
	Under	1,98%	
2008	Över	3,89%	0,011
	Under	2,71%	
2009	Över	3,45%	0,001
	Under	1,97%	
2010	Över	2,76%	0,001
	Under	1,40%	
2011	Över	3,42%	0,002
	Under	1,73%	

Tabell 7- Utdelning genom börsvärde för Över/Under Median på Large och Small Cap

Harada och Nguyen (2011) delade på samma sätt upp bolagen genom en median för ägarkoncentration, men erhöll andra utfall. I vår studie fick Large och Small Cap bolagen tillsammans ett medelvärde för variabeln *Utdelning genom börsvärde* på 3,02 procent, för gruppen med högre ägarkoncentration, och 1,77 procent för den med lägre. I Japan var motsvarande siffror 1,23 procent för de över medianen och 1,27 procent för de under medianen, (se Tabell 1 i referensramen). De bolag som hade en lägre grad av ägarkoncentration delade alltså ut mer i Japan. Signifikansnivåer var dock långt över 0,05, vilket innebär att resultatet tolkas som att ingen skillnad mellan grupperna går att urskilja för de japanska bolagen.

Den japanska studien visar däremot på signifikanta resultat för att bolag med lägre ägarkoncentration skulle dela ut mer när utdelning sattes i förhållande till rörelseresultat eller nettoresultat. De resultaten är raka motsatsen mot vad resultaten från denna studie påvisar.

4.3.2 Large Cap

Delas bolagen på Large Cap upp i två grupper finner man även här att utdelningarna är högre hos bolagen i gruppen *Över median*, även om det är betydligt mindre skillnad mellan de två grupperna. Medianen, som är brytpunkten mellan grupperna är 28,8 procent för Large Cap.

Large Cap	
Största ägaren	Genomsnitt för 2005-2011
Över median	
Medelvärde Utdelning/börsvärde	3,53 %
Företag utan utdelning (antal)	1,14
Under median	
Medelvärde Utdelning/börsvärde	3,14 %
Företag utan utdelning (antal)	3,57

Tabell 8- Medelvärde för bolag Över/Under Median på Large Cap

Genom ett Mann Whitney test för Large Cap bolagen upptäcks att för alla år, utom 2007 och 2008, har bolagen i gruppen *Över median* en högre utdelning. För samtliga år gäller att signifikansnivån är över 0,05 och det går således ej att säkerställa någon skillnad på medelvärdena mellan de två grupperna. Enligt detta test finns det alltså inget som tyder på att ägarkoncentrationen skulle påverka utdelningsnivåerna i bolagen på Large Cap. Detta resultat är i linje med resultatet som Harada och Nguyen (2011) erhöll när de hade utdelning genom börsvärde som beroende variabel.

Large Cap			
	Över/Under median	Medelvärde	Sig.
2005	Över	3,63%	0,857
	Under	2,89%	
2006	Över	3,00%	0,826
	Under	2,50%	
2007	Över	3,42%	0,857
	Under	3,53%	
2008	Över	4,58%	0,270
	Under	4,80%	
2009	Över	3,53%	0,296
	Under	3,02%	
2010	Över	2,71%	0,367
	Under	2,36%	
2011	Över	3,81%	0,496
	Under	2,87%	

Tabell 9- Utdelning genom börsvärde för Över/Under Median på Large Cap

4.3.3 Small Cap

Small Cap bolagen visar på samma resultat som Large och Small Cap tillsammans. Alltså att bolagen med högre grad av ägarkoncentration genomgående har högre värde för variabeln

Utdelning genom börsvärde varje år. Skillnaden i medelvärde mellan de två grupperna är statistiskt säkerställda med en signifikansnivå under 0,05. Det är bland Small Cap bolagen som de flesta bolagen utan utdelning finns och två tredjedelar av dem hör till gruppen *Under median*. Medianen som är brytpunkten mellan grupperna är 25,35 procent för Small Cap.

Small Cap	
Största ägaren	Genomsnitt för 2005-2011
Över median	
Medelvärdet Utdelning/börsvärde	2,62 %
Företag utan utdelning (antal)	15,57
Under median	
Medelvärdet Utdelning/börsvärde	1,17 %
Företag utan utdelning (antal)	30,14

Tabell 10- Medelvärde för bolag Över/Under Median på Small Cap

Small Cap			
	Över/Under median	Medelvärde	Sig.
2005	Över	1,83 %	0,001
	Under	0,66 %	
2006	Över	1,74 %	0,001
	Under	0,69 %	
2007	Över	2,38 %	0,002
	Under	1,24 %	
2008	Över	3,49 %	0,001
	Under	1,65 %	
2009	Över	3,28 %	0,01
	Under	1,58 %	
2010	Över	2,65 %	0,008
	Under	1,03 %	
2011	Över	2,99 %	0,026
	Under	1,35 %	

Tabell 11- Utdelning genom börsvärde Över/Under Median på Small Cap

Resultaten från analysen tyder på att svaret på frågeställningen är att det finns ett samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Detta samband är positivt, men gäller ej om enbart Large Cap bolagen studeras.

4.4 Del 3 - Regressionsanalyser

Den tredje delen kommer att inledas med korrelationsmatriser mellan den beroende variabeln, den oberoende variabeln och kontrollvariablerna i studien, för att visa på hur de korrelerar med varandra och för att sedan bygga upp regressionsmodeller.

4.4.1 Korrelationsmatris

Korrelationsmatris 2005

Large och Small Cap		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Korrelation	,314**			
	Sig.	0			
R _T	Korrelation	,240**	0,091		
	Sig.	0,006	0,283		
Tillväxt	Korrelation	-,177*	-0,144	,253**	
	Sig.	0,045	0,088	0,002	
Största ägaren	Korrelation	,300**	-0,005	0,135	-0,098
	Sig.	0,001	0,952	0,105	0,239

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

* Korrelationen är signifikant på 0.05 nivå (2-tailed).

Tabell 12 - Korrelationsmatris 2005

Ovan visas en korrelationsmatris, gällande 2005, för den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde*, den oberoende variabeln *Största ägaren* och kontrollvariablerna *Omsättning*, *Räntabilitet på totalt kapital* och *Tillväxt* (korrelationsmatriser för åren 2006-2010 kan ses i appendix 4). I matrisen finns tydliga samband mellan variabelerna, samtliga kontrollvariabler har en signifikansnivå under 0,05 med den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde*. De korrelerar dessutom på samma vis som antogs i uppbyggnaden av modellen i metoden: *Omsättning* och *Räntabilitet på totalt kapital* har positiv korrelation och *Tillväxt* har negativ korrelation med *Utdelning genom börsvärde*.

Den förklarande variabeln *Största ägaren* har en positiv korrelation med *Utdelning genom börsvärde* för samtliga år, (se appendix 4 för 2006-2010) dock är signifikansnivån över 0,05 för 2010 och 2011. Vilket betyder att säkerställd positiv korrelation mellan *Utdelning genom börsvärde* och *Största ägaren* endast finns för åren 2005-2009. Den enda korrelationen, som har en signifikansnivå under 0,05, är den positiva mellan *Tillväxt* och *Räntabilitet på totalt kapital*, vilket betyder att de bolagen i undersökningen som gjorde bra resultat även växte snabbt 2005.

Korrelationsmatris 2011

Large och Small Cap

		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Korrelation	0,112			
	Sig.	0,18			
R _T	Korrelation	,218**	0,126		
	Sig.	0,008	0,13		
Tillväxt	Korrelation	-0,125	-0,011	,167*	
	Sig.	0,134	0,896	0,045	
Största ägaren	Korrelation	0,09	0,007	,207*	0,008
	Sig.	0,283	0,93	0,012	0,924

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

* Korrelationen är signifikant på 0.05 nivå (2-tailed).

Tabell 13 - Korrelationsmatris 2011

I korrelationsmatrisen för 2011 finns färre säkerställda korrelationer mellan den beroende variabel *Utdelning genom börs värde* och övriga variabler. Det är endast *Räntabiliteten på totalt kapital* som har en signifikansnivå under 0,05 och även detta år är det en positiv korrelation. För 2011 är det en signifikant positiv korrelation mellan *Räntabilitet på totalt kapital* och *Tillväxt* samt *Största ägaren*. Detta visar på att bolagen med mer koncentrerat ägande presterade bättre i likhet med bland annat Harada och Nguyen (2011). Det kan även konstateras att det är generellt färre signifikanta korrelationer mellan variablerna för de senare åren.

4.4.1 Enkel regressionsmodell

Tabellen nedan visar resultaten för en enkel regressionsmodell där den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde* och den förklarande variabeln *Största ägaren* används för åren 2005-2011.

Large och Small Cap		Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	Sig.	R ²
		B	Std. Fel	Beta		
2005	(Konstant)	0,009	0,004		0,018	0,09
	Största ägaren	0,037	0,011	0,3	0,001	
2006	(Konstant)	0,009	0,003		0,002	0,081
	Största ägaren	0,029	0,008	0,284	0,001	
2007	(Konstant)	0,012	0,005		0,013	0,067
	Största ägaren	0,042	0,013	0,258	0,002	
2008	(Konstant)	0,024	0,005		0	0,032
	Största ägaren	0,031	0,015	0,179	0,035	
2009	(Konstant)	0,017	0,004		0	0,047
	Största ägaren	0,034	0,013	0,218	0,009	
2010	(Konstant)	0,015	0,005		0,003	0,013
	Största ägaren	0,019	0,014	0,112	0,181	
2011	(Konstant)	0,02	0,007		0,005	0,008
	Största ägaren	0,021	0,02	0,09	0,283	

Tabell 14 - Enkel Regression

Precis som korrelationsmatriserna, visar även regressionstabellerna en positiv korrelation mellan den oberoende variabeln *Största ägaren* och den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde*. Modellen visar på en statistiskt säkerställd signifikansnivå för en positiv korrelationen åren 2005-2009 medan värdena för 2010 och 2011 ej är statistiskt säkerställda. Determinationskoefficienten, R^2 , visar att förklaringsgraden i modellen är 9 procent för 2005 och sedan sjunker för varje år och endast är 0,8 procent 2011. Eftersom huvudsyftet med regressionerna är att uppskatta om förhållandena mellan variablerna är positiva eller negativa blir precisionen i modellernas förklaringsgrad mindre viktiga (Maury & Pajuste, 2002). Ett exempel på hur det linjära sambandet ser ut för 2005 är:

$$Utdelning\ genom\ börsvärde = 0,009 + 0,037 * Största\ ägaren$$

Givet ett linjärt samband ger en procent högre grad av ägande hos den största ägaren en ökning med 0,037 procentenheter i den beroende variabeln *Utdelning genom börsvärde*.

4.4.2 Multipel regressionsmodell

Multipel regression						
Large och Small Cap		Ostandardiserade koefficienter	Standardiserade koefficienter	Sig.	R ²	
		B	Std. Fel	Beta		
2005	(Konstant)	0,009	0,004		0,016	0,254
	Största ägaren	0,031	0,01	0,248	0,002	
	Omsättning	0*	0	0,26	0,001	
	R _T	0,029	0,009	0,257	0,003	
	Tillväxt	-0,008	0,003	-0,208	0,015	
2006	(Konstant)	0,009	0,003		0,004	0,268
	Största ägaren	0,021	0,008	0,207	0,011	
	Omsättning	0*	0	0,335	0	
	R _T	0,022	0,008	0,224	0,006	
	Tillväxt	-0,002	0,001	-0,119	0,133	
2007	(Konstant)	0,011	0,005		0,025	0,169
	Största ägaren	0,033	0,013	0,205	0,013	
	Omsättning	0*	0	0,214	0,008	
	R _T	0,048	0,019	0,217	0,011	
	Tillväxt	-0,008	0,005	-0,13	0,115	
2008	(Konstant)	0,023	0,005		0	0,131
	Största ägaren	0,026	0,014	0,148	0,071	
	Omsättning	0*	0	0,22	0,008	
	R _T	0,024	0,01	0,199	0,017	
	Tillväxt	-0,003	0,002	-0,097	0,234	
2009	(Konstant)	0,02	0,004		0	0,159
	Största ägaren	0,024	0,013	0,15	0,062	
	Omsättning	0*	0	0,058	0,467	
	R _T	0,048	0,012	0,321	0	
	Tillväxt	-0,007	0,007	-0,084	0,294	

2010	(Konstant)	0,016	0,005		0,002	0,067
	Största ägaren	0,015	0,014	0,089	0,283	
	Omsättning	0*	0	0,021	0,805	
	R _T	0,034	0,013	0,221	0,009	
	Tillväxt	0	0	-0,066	0,421	
2011	(Konstant)	0,024	0,007		0,001	0,083
	Största ägaren	0,01	0,019	0,044	0,599	
	Omsättning	0*	0	0,081	0,322	
	R _T	0,045	0,017	0,226	0,009	
	Tillväxt	-0,027	0,013	-0,162	0,05	

Tabell 15- Multipel Regressionsanalys

*= Skild från 0

Utvecklas den tidigare enkla regressionsmodellen med de tre kontrollvariablerna, *Omsättning*, *Räntabilitet på totalt kapital* och *Tillväxt*, får vi resultatet ovan. Resultatet tyder fortfarande på att det finns ett positivt samband mellan största ägarens röstandel och utdelningsnivåerna i bolagen, dock är signifikansnivån under 0,05 endast för åren 2005-2007. P-värdena blir högre och ger sämre säkerhet i *Största ägarens värden* för varje år i undersökningen. Kontrollvariablerna visar tendenser till att korrelera, något som antogs vid uppbyggandet av modellen genom att högre *Tillväxt* leder till lägre utdelningar medan högre *Omsättning* och *Räntabilitet på totalt kapital* leder till högre utdelningsnivåer. Men dessa resultat syns ej för samtliga år, *Omsättning* har till exempel statistisk säkerställd signifikansnivå för åren 2005-2008 men för åren efter är värdena långt ifrån statistiskt säkerställda. *Räntabiliteten på totalt kapital* har däremot en signifikansnivå under 0,05 för samtliga år och påverkar *Utdelning genom börsvärde* positivt. Detta innebär att det finns ett klart samband även i Sverige gällande att högre lönsamhet leder till högre utdelningar likt Ramlis (2010) samt Harada och Nguyens (2011) undersökningar. Determinationskoefficienten, R^2 , har högre förklaringsgrad för modellerna jämfört med den enkla regressionsanalysen och uppgår till drygt 25 procent för de tidiga åren och sjunker även i detta fall för de senare åren, till 6,7 procent som lägst. Förklaringsgraderna på drygt 25 procent för de tidiga åren är på samma nivå som Gugler och Yurtoglu (2002) fann i sin studie för åren 1992-1998 i Tyskland.

Jämförs resultaten från regressionsanalyserna med de Harada och Nguyen (2011) fann i sin studie visar de på motsatsen och stämmer inte alls överens. Men om resultaten jämförs med Ramlis (2010) studie stämmer de bra överens, båda visar på en positiv korrelation mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Dock visar ej regressionsmodellen på positivt samband för samtliga år i denna studie. Studien i Tyskland visar också på samma resultat som den i Japan, nämligen att det finns en negativ korrelation mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i stora tyska bolag (Gugler & Yurtoglu, 2002). Även den brittiska studien av Khan (2006) påvisar en negativ korrelation, något som motsätter resultaten av denna undersökning.

4.4.3 Näst största ägaren

Regression med *Utdelning genom börsvärde*, som beroende variabel, och *Näst största ägaren* (se metod 3.3.2 för definition) som förklarande variabel kan avläsas i Tabell 16 genom en multipel regressionsmodell (se appendix 5 för enkel regression utan kontrollvariabler).

Inga signifikanta resultat ges för den förklarande variabel i denna regression och inga tendenser på hur utdelningar skulle påverkas av att det finns en annan stor ägare bakom den största ägaren kan ses. Ramli (2010) fick däremot tydliga resultat som visade på ett positivt samband mellan utdelningsnivån och att det finns en annan stor ägare. Det motsatta fann Maury och Pajuste (2002) i sin studie av 127 finska bolag, nämligen att en annan stor ägare bakom största ägaren påverka utdelningsnivåerna negativt. Detta förklarar de med att de två största ägarna samarbetar och ser till sina egna privata intressen, jämfört med att dela ut kapital till alla ägare. Medan Ramli (2010) förklarar sitt resultat med att den andra stora ägaren övervakar och kontrollerar den största ägaren. De två utländska studierna visar alltså på motsatta resultat och vår studie ger ingen ytterligare förklaring till hur storleken på näst störst ägaren påverkar utdelningsnivåerna.

Large och Small Cap		Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	Sig.
	B	Std. Fel	Beta		
2005	(Konstant)	0,019	0,003		0
	Näst största ägaren	-0,001	0,004	-0,021	0,798
	Omsättning	0*	0	0,254	0,002
	R _T	0,034	0,01	0,307	0,001
	Tillväxt	-0,01	0,004	-0,25	0,006
2006	(Konstant)	0,014	0,002		0
	Näst största ägaren	0,003	0,003	0,069	0,384
	Omsättning	0*	0	0,318	0
	R _T	0,027	0,008	0,276	0,001
	Tillväxt	-0,002	0,001	-0,152	0,057
2007	(Konstant)	0,021	0,004		0
	Näst största ägaren	-0,002	0,005	-0,032	0,704
	Omsättning	0*	0	0,21	0,011
	R _T	0,06	0,019	0,273	0,002
	Tillväxt	-0,01	0,005	-0,16	0,058
2008	(Konstant)	0,03	0,004		0
	Näst största ägaren	0,001	0,005	0,012	0,888
	Omsättning	0*	0	0,215	0,01
	R _T	0,027	0,01	0,221	0,008
	Tillväxt	-0,003	0,002	-0,109	0,188
2009	(Konstant)	0,023	0,003		0
	Näst största ägaren	0,007	0,004	0,133	0,093
	Omsättning	0*	0	0,044	0,581
	R _T	0,05	0,012	0,338	0
	Tillväxt	-0,009	0,007	-0,102	0,195

2010	(Konstant)	0,02	0,004		0
	Näst största ägaren	0,001	0,005	0,01	0,91
	Omsättning	0*	0	0,019	0,819
	R _T	0,035	0,013	0,23	0,007
	Tillväxt	0	0	-0,064	0,439
2011	(Konstant)	0,024	0,005		0
	Näst största ägaren	0,005	0,007	0,061	0,461
	Omsättning	0*	0	0,075	0,36
	R _T	0,045	0,017	0,226	0,008
	Tillväxt	-0,027	0,013	-0,165	0,047

Tabell 16- Regression med variabeln Näst största ägaren

*= Skild från 0

4.4.4 Binär logistisk regression

En binär logistisk regression på bolagens data genomfördes. Den beroende variabeln är en dummyvariabel som kan anta de två värdena Ja eller Nej, till att utdelning genomförs. Resultatet visar att högre grad av ägande hos största ägaren gör det mer troligt att utdelning genomförs för Large och Small Cap bolagen tillsammans. Detta avläses genom att B-värdena är positiva och signifikanta för *Största ägaren*. Samma tendenser går att utläsa för de flesta åren om endast Small Cap bolagen undersöks, dock finns inga signifikanta resultat för endast Large Cap bolagen. Resultatet för Large Cap bolagen skulle kunna bero på att det endast är cirka fem bolag per år som ej genomför några utdelningar alls.

Large och Small Cap		Large Cap		Small Cap			
		B	Sig.	B	Sig.	B	Sig.
2005	Största ägaren	4,194	0,001	1,297	0,643	4,935	0,002
	Konstant	-0,801	0,036	1,772	0,062	-1,769	0
2006	Största ägaren	3,985	0,002	0,188	0,953	4,541	0,003
	Konstant	-0,508	0,182	2,669	0,025	-1,348	0,004
2007	Största ägaren	4,532	0,001	0,188	0,953	5,193	0,002
	Konstant	-0,476	0,228	2,669	0,025	-1,255	0,009
2008	Största ägaren	4,561	0,002	0,188	0,953	5,118	0,002
	Konstant	-0,347	0,384	2,669	0,025	-1,031	0,028
2009	Största ägaren	3,125	0,006	4,34	0,127	2,547	0,051
	Konstant	-0,462	0,19	0,252	0,755	-0,727	0,079
2010	Största ägaren	3,906	0,001	7,4	0,089	3,509	0,008
	Konstant	-0,73	0,045	0,066	0,949	-1,222	0,005
2011	Största ägaren	2,486	0,024	6,983	0,171	1,833	0,134
	Konstant	-0,13	0,709	0,638	0,589	-0,518	0,195

Tabell 17- Binär logistisk regression

4.5 Avslutande analys

Sammantaget visar testerna och analyserna att det finns tendenser till att högre grad av ägarkoncentration leder till högre utdelningsnivåer bland svenska noterade bolag. Detta går dock ej att säkerställa för varje enskilt år i studien och bland Large Cap bolagen finns inga tydliga tendenser på hur ägarkoncentrationen skulle påverka utdelningsnivåerna. Det är framförallt Small Cap bolagen som visar tydliga resultat för att högre ägarkoncentration leder till högre utdelning. Resultatet visar också tydligt på ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och bättre prestationsmått av företagen i likhet med bland annat Claessens och Djankov (1999).

Tidigare studier på området motiverar sina samband för ägarkoncentrationens påverkan på utdelningsnivåer genom agentteorierna. Negativa samband förklaras av problematiken mellan majoritets och minoritetsägare, det horisontella agentproblemet. Vilket innebär att utdelningarna blir lägre för att majoritetsägaren kan använda sin maktposition till att utnyttja bolagets likvida medel för egen vinning, istället för att genomföra utdelningar som kommer alla ägarna till godo. Exempel på studier som visar på detta samband är Gugler och Yurtoglu (2002) samt Khan (2006).

Ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer förklaras framförallt med teorier kring det vertikala agentproblemet, mellan ägarna och ledningen. Teorin antar att ledningen i bolagen vill maximera sin egen nytta och kan använda fria kassaflöden för egna intressen. Detta är något som ägarna kan undvika genom att kräva större del av de fria kassaflödena genom utdelning. Om största ägaren har större andel av bolaget kan den också bättre och lättare övervaka ledningens beslut och därmed finns mer likvida medel kvar till utdelning. Positivt samband skulle även kunna förklaras genom det horisontella agentproblemet, fast i detta fall väljer majoritets ägare att även tillgodose minoritetsägarens intressen och utnyttjar ej kassaflöden till privata fördelar. Detta skulle eventuellt locka fler investerare till bolaget samt upprätthålla en tillfredställande nivå på aktiekursen.

Vår undersökning visar på resultat i linje med Ramli (2010) där ett positivt samband identifierats mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Detta tyder på att det vertikala agentproblemet är det som kan förklara sambandet i Sverige, då bolag med stora ägare delar ut mer än övriga. Det horisontella agentproblemet kan ej förklara resultatet eftersom stora ägare ej verkar utnyttja mindre ägare. Det kan snarare vara så att de stora ägarna vill tillgodose även de mindre ägarnas utdelningsintressen för att göra bolaget attraktivt för nya investerare. Att det horisontella agentproblemet, mellan majoritets- och minoritetsägare, inte verkar uppstå i Sverige talar för att det finns ett bra och effektivt skydd för minoritetsägare här (Gomes, 2000). Detta motsätter La portas (2000) påstående att Sverige har ett lågt minoritetsskydd.

Inte heller Stewardship teorin verkar vara applicerbar på denna studies resultat. Teorin förutsår att högre grad ägarkoncentration ej borde påverka utdelningsnivåerna, eftersom ledningen ändå agerar i ägarnas intressen. Men resultaten från denna studie tyder på att de företagen som har bättre förutsättningar till övervakning delar ut mer. För Large Cap bolagen däremot, där inget direkt samband finns mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer, skulle fallet kunna vara att ägarna litar på ledningen och därmed behövs ej stora ägare för att få högre utdelningsnivåer.

Avslutningsvis kan det konstateras att det finns tendenser till att ägarkoncentrationen påverkar utdelningsnivåer i Sverige. Olika statistiska tester visar dock på varierande styrka i sambandet

för olika år och typer av bolag. Framförallt de senare åren visar på sämre samband och förklaringsgrad i undersökningen.

5. Slutsats och avslutande diskussion

5.1 Slutsats

Syftet med denna studie är att undersöka sambandet mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer i svenska noterade bolag på Large och Small Cap under åren 2005 till 2011.

Detta syfte mynnade ut i följande frågeställning:

- Finns det ett samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer bland svenska noterade bolag?
- Om ett samband kan identifieras, hur ser detta samband ut?

Resultaten från vår undersökning tyder på att det finns tendenser till ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer. Detta samband går dock inte att fastslå för samtliga år och typer av bolag.

- För Large och Small Cap bolagen tillsammans går detta samband tydligt att se för de tidigare åren, 2005 till 2007. Däremot visar vissa statistiska resultat på sämre säkerheten i sambanden för de senare åren.
- För Large Cap bolagen finns inga statistiskt säkerställda samband för något av åren.
- Small Cap bolagen uppvisar tydliga resultat som tyder på ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelning för nästan alla år. Endast för 2011 tyder ett av testerna på att inget samband kan säkerställas.

5.2 Avslutande diskussion

Det har gjorts ett antal utländska studier som tyder på att det finns ett samband mellan variablerna för utdelningsnivåer och ägarkoncentration, men sambanden har varierat mellan olika länder. Många visar på ett negativt samband, där högre grad av ägarkoncentration leder till lägre utdelningar, men också en studie som tydligt visar på ett positivt samband, där högre grad av ägarkoncentration leder till högre utdelningar. Resultatet från denna undersökning går emot många av de tidigare utländska forskningsstudierna, vilket tyder på att Sverige skiljer sig åt från andra länder. De flesta tidigare studier visar på ett negativt samband vilket går emot resultaten i vår undersökning.

Om utdelningar skulle kunna vara ett mått på hur bra ett företag presterar skulle slutsatsen från denna studie vara att högre grad av ägarkoncentration leder till bättre prestation. Utifrån agentproblematiken kan resultatet förklaras med att stora dominerande ägare lättare kan

genomföra utdelningar i företaget. Detta för att ledningen inte ska förbruka resurser för egna intressen eller på onödiga eller riskfulla investeringar.

Det positiva sambandet mellan ägarkoncentration och utdelningsnivåer kan också tolkas som att svag ägarkoncentration minskar ägarnas incitament att övervaka ledningens beslut, i likhet med ”Free-rider” problemet. Ingen vill ensam stå för kostnaderna av övervakningen, eftersom alla får ta del av eventuella positiva effekter. När ägarkoncentrationen ökar, ökar även incitamenten till övervakning eftersom den som genomför övervakningen har rätt till större del av positiva effekter. Utdelningar kan även ses som att de minskar agentkostnaderna mellan ledningen och ägarna. Agentproblemet mellan majoritets- och minoritetsägare verkar påverka utdelningsnivåerna mindre i Sverige än i många andra länder. Detta skulle möjligtvis kunna bero på att minoritetsskyddet i Sverige är bättre än vad till exempel La Porta m.fl. (2000) hävdar. Detta kan sammanfattas som att koncentrerat ägande leder till lägre agentkostnader i Sverige.

En eventuell förklaring till att färre signifikanta resultat ges och att förklaringsgraden, R^2 , i analyserna sjunker för de senare åren skulle kunna tyda på att det är makroekonomiska effekter som påverkar, exempelvis finanskrisen som slog till under hösten 2008. Funna samband för de tidigare åren i studien kunde inte längre identifieras i lika stor utsträckning efter 2008.

Bidraget med vår undersökning har framförallt varit att påvisa och karlägga förhållandena mellan ägarkoncentration och utdelning på den svenska marknaden. Resultaten har visat på att Sverige skiljer från flertalet andra länder, både anglosaxiska och kontinentala, gällande ägarkoncentrationens påverkan på utdelningsnivåer.

5.3 Förslag till fortsatta studier

Ett förslag till fortsatta studier är att inkludera fler år och fler bolag. Det hade till exempel varit intressant att inkludera samtliga noterade svenska bolag, alltså även Mid Cap, First North, Aktietorget och möjligen även onoterade bolag. Detta skulle kunna ge ett komplett utfall för Sverige samt att skillnader mellan olika listor hade kunnat identifieras.

Även undersökningar med fokus på vilken ägartyp bolagen har skulle kunna genomföras. Exempel på olika typer är familjeägda, statligt ägda, institutionella eller utländska ägare. Eftersom olika typer av ägare kan ha olika syn på utdelningar. Studier skulle även kunna omfatta fler länder, förslagsvis andra länder med liknande ägarstruktur som Sverige, för att undersöka om liknande resultat som, i denna studie, går att identifiera.

Genom en kvalitativ ansats, med intervjuer, hade bakgrunden till varför företag med högre ägarkoncentration väljer att dela ut mer kunnat undersökas. Detta skulle kunna bygga vidare och förklara resultaten från vår studie ytterligare. Även en studie som undersöker orsakerna till att bolagen på Large och Small Cap skiljer sig åt gällande hur mycket ägarkoncentrationen påverkar utdelningsnivåerna hade varit intressant.

Referenser

(Aktiebolagslagen 2005:551, kap 18 11 §)

Allen, F. & Michaely, R. (2003), "Payout Policy", in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, eds., Handbooks of Economics, North-Holland

Amarjit, G. Nahum. B. & Rajendra, T. (2010) "Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States" The Open Business Journal, 2010, 3, 8-14

Berk, J & DeMarzo, P, (2009) "Corporate finance: the Core" Boston Mass, Pearson Prentice Hall

Berle, A.A., & Means, G.C., (1932). "The modern corporation and private property". New York: Macmillan

Brav, A. Graham, J. Harvey, C. & Michaely, R (2005). "Payout Policy in the 21st Century, Journal of Financial Economics

Carlsson, R.H. (2007), "Swedish Corporate Governance and Value Creation: owners still in the driver's seat", Corporate Governance: An International Review, 15 (6), 1038-55.

Claessens, S. & Djankov, S. (1999), "Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic", Journal of Comparative Economics, Vol. 27, pp. 498-513

Da silva, C, Goergen, L. & Renneboog, L (2004). "Dividend Policy and Corporate Governance". Oxford University Press. USA.

Davidson, B. & Patel, R. (2003). "Forskningsmetodikens grunder: genomföra och rapportera en undersökning". 3. uppl. Lund: Studentlitteratur

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). "Toward a stewardship theory of management". Academy of Management Review, 22: 20-47

DeAngelo, H, DeAngelo, L. & Stulz, R (2004), "Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity". Tillgänglig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=558747> Hämtad: 31/5-13

Demsetz, H. & Lehn, K. (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", Journal of Political Economy, Vol. 93, pp. 1155-77.

Djurfeldt, G, Larsson, R & Stjärnhagen, O (2010). "Statistisk verktygslåda – Samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder". 2. uppl. Lund: Studentlitteratur

Drymiotis, G. & Sivaramakrishnan, K. (2012), "Board Monitoring, Consulting, and Reward Structures", Contemporary Accounting Research, 29 (2), 453-86.

Easterbrook, F.H. (1984) "Two agency-cost explanations of dividends". *American Economic Review*. Vol. 74, pp. 650-659.

Faccio, M., Lang, L. & Young, L. (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91, pp. 54-78.

Fama, E. & French, K. R. (2001). "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?". *Journal of Financial Economics*, 60: 3–43.

Gogineni, S., Scott C, L. & Pradeep, Y., (2010) "Empirical Evidence on Ownership Structure, Management Control and Agency Costs". Tillgänglig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343880> Hämtad 31/5-13

Gomes, A. (2000), "Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects." *THE JOURNAL OF FINANCE* • VOL. LV, NO. 2 •

Gugler, K. and Yurtoglu, B. (2003), "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany", *European Economic Review*, Vol. 47, pp. 731-58

Harada, K & Nguyen, P (2011) "Ownership concentration and dividend policy in Japan", *Managerial Finance*, Vol. 37 Iss: 4, pp.362 - 379

Hillier, D., Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, (2010), "Corporate Finance", Berkshire: McGraw-Hill Higher Education

Hirsch, P., Michaels, S., & Friedman, R. (1987) "'Dirty hands' versus 'clean models': Is sociology in danger of being seduced by economics?" *Theory and Society*, 317-336.

Holme, I.M. & Solvang, B.K., (1997). "Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder". Studentlitteratur: Lund.

Ikenberry, D, Lakonishok, J, & Vermaelen, T (1995) "Market underreaction to open market share repurchases" *Journal of Financial Economics*, Volume 39, Issues 2–3, October–November 1995, Pages 181–208

Jensen, M., C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*. Vol. 76:2, pp. 323-329.

Khan, T. (2006). "Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data", *Economic Journal*, Vol. 116, pp. C172–C189

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Schleifer, A. & Vishny, R. W. (2000) "Agency Problems and Dividend Policies around the World". *The Journal of Finance*. Vol. 55:1, pp. 1-33.

Lang, L., Litzenger, R., (1989) "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypotheses?" *Journal of Financial Economics*, 29, 315-335.

- Lintner, J., (1956) "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, 46(2), 97-113
- Malmström, C. (2012) "Ägarkoncentrationens inverkan på överavkastningen - En studie på den svenska aktiemarknaden". Lunds Universitet.
- Mancinelli, L. & Ozkan, A. (2006) "Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms" *The European Journal of Finance* Vol. 12, Iss. 3, 2006
- Maury, B. & Pajuste, A. (2002), "Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15-45.
- Michaely & Roberts, (2006) "The Dividend Policies of Private Firms: Insights into Smoothing, Agency Costs, and Information Asymmetry"
- Miller, M H., Modigliani, F, (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment" *American Economic Review*, VO1.XLVIII, No.3, pp.261-97
- Miller, M H & Modigliani, F., (1961) "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" *The Journal of Business*, Vol 34. No. 4 pp. 411-433
- Milne, R. "Model management" (2013), *Financial Times* (130321)
- Nilsson, T. "Ägarfattigt Sverige hyllas i brist på bättre" (2013), *Dagens Industri* (130322)
- Overland, C. (2012). "Essays on Ownership and Control, Shareholder Wealth Effects in Takeovers and the Measurement of Ownership Concentration", Västra Frölunda: BAS Publisher.
- Pejovich, S. (1990). "The economics of property rights: Towards a theory of comparative systems", Dordrecht: Kluwner Academic Publishers.
- Perrow, C., (1986) "Complex Organizations". New York: Random House
- Ramli, N (2010) "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies" *International Review of Business Research Papers* Vol.6, No.1 February 2010, Pp.170-180
- Ross, S.A., (1973). "The economic theory of agency: The principal's problem", *American Economic Review*, 63, 2, 134-39.
- Rozeff, Michael S. (1982). "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios". *The Journal of Financial Research*, Numer 5, pp. 249-259.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-83.

Stacescu, Bogdan, Berzins, Janis and Bøhren, Øyvind, (2012) "Stockholder Conflicts and Dividends" Tillgänglig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2024675> Hämtad 31/5-13

StatSoft, Inc. (2013). Electronic Statistics Textbook. Tulsa, OK: StatSoft. WEB: <http://www.statsoft.com/textbook/>. (Hämtad 22/5-13)

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

Appendix

Appendix 1

Utdelning genom börsvärde

Large & Small Cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	1,99%	1,77%	2,40%	3,30%	2,71%	2,09%	2,58%
Median	1,46%	1,58%	1,87%	2,90%	2,43%	1,29%	2,17%
Minimum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Maximum	14,00%	7,89%	18,67%	15,95%	12,35%	27,37%	43,38%

Large Cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	3,27%	2,76%	3,47%	4,68%	3,28%	2,54%	3,38%
Median	3,20%	2,39%	2,52%	4,11%	3,41%	2,50%	2,98%
Minimum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Maximum	14,00%	7,89%	18,67%	15,95%	6,73%	7,01%	18,09%

Small Cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	1,21%	1,20%	1,80%	2,55%	2,42%	1,86%	2,17%
Median	0,00%	0,00%	0,78%	2,15%	0,00%	0,00%	0,53%
Minimum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Maximum	8,24%	6,05%	10,60%	12,75%	12,35%	27,37%	43,38%

Appendix 2

Large Cap

Omsättning (MKR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	42 908,6	45 275,8	49 909,8	52 794,2	48175	47777	51 265,7
Median	24 170	28 808	29 189	30 987	27 635	28 350	29 955

R _T	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	7,9%	8,8%	7,3%	1,1%	4,9%	6,5%	5,3%
Median	6,1%	7,1%	6,3%	4,2%	3,6%	5,8%	5,7%

Tillväxt	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	8,8%	24,0%	8,8%	-21,1%	-7,5%	-1,2%	10,5%
Median	7%	12%	9%	6%	-4%	-2%	7%

Small Cap

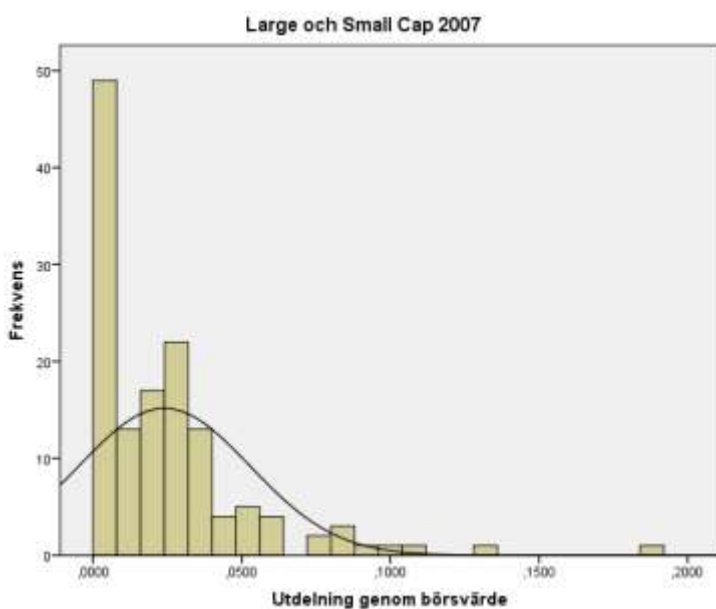
Omsättning (MKR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	670,2	780,3	911	975,6	825,7	865,8	940,4
Median	415,8	530,2	525,8	576,4	649,5	632,6	669,1

R _T	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	-0,4%	-0,1%	2,6%	-3,2%	-5,0%	-3,0%	-3,1%
Median	4,3%	6,1%	6,0%	4,6%	0,2%	2,8%	3,5%

Tillväxt	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Medelvärde	32%	41%	47%	17%	-3%	108%	9%
Median	10%	15%	14%	11%	-6%	3%	7%

Appendix 3

Large och Small Cap			Large Cap			Small Cap		
År	Shapiro-Wilk	Sig.	År	Shapiro-Wilk	Sig.	År	Shapiro-Wilk	Sig.
2005	,814	0	2005	,825	,000	2005	,704	,000
2006	,871	0	2006	,894	,000	2006	,750	,000
2007	,767	0	2007	,710	,000	2007	,772	,000
2008	,871	0	2008	,849	,000	2008	,844	,000
2009	,864	0	2009	,936	,011	2009	,792	,000
2010	,62	0	2010	,971	,254	2010	,537	,000
2011	,488	0	2011	,684	,000	2011	,407	,000



Appendix 4

Korrelationsmatris 2006

Large och Small Cap

		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Pearson Correlation	,371**			
	Sig. (2-tailed)	0			
R _T	Korrelation	,298**	0,108		
	Sig. (2-tailed)	0	0,2		
Tillväxt	Korrelation	-0,152	-0,092	0,148	
	Sig. (2-tailed)	0,079	0,275	0,075	
Största ägaren	Korrelation	,284**	-0,008	,237**	-0,159
	Sig. (2-tailed)	0,001	0,922	0,004	0,056

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

Korrelationsmatris 2007

Large och Small Cap

		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Korrelation	,231**			
	Sig. (2-tailed)	0,007			
R _T	Korrelation	,247**	0,079		
	Sig. (2-tailed)	0,004	0,343		
Tillväxt	Korrelation	-0,1	-0,039	-0,062	
	Sig. (2-tailed)	0,247	0,642	0,461	
Största ägaren	Korrelation	,258**	-0,014	,183*	,173*
	Sig. (2-tailed)	0,002	0,864	0,028	0,038

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

* Korrelationen är signifikant på 0.05 nivå (2-tailed).

Korrelationsmatris 2008

Large och Small Cap

		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Korrelation	,230**			
	Sig. (2-tailed)	0,006			
R _T	Korrelation	,235**	0,11		
	Sig. (2-tailed)	0,005	0,188		
Tillväxt	Korrelation	-0,073	0,077	0,089	
	Sig. (2-tailed)	0,394	0,355	0,285	
Största ägaren	Korrelation	,179*	-0,023	0,131	-0,068
	Sig. (2-tailed)	0,035	0,785	0,117	0,42

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

* Korrelationen är signifikant på 0.05 nivå (2-tailed).

Korrelationsmatris 2009**Large och Small Cap**

		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Korrelation	0,109			
	Sig. (2-tailed)	0,194			
R _T	Korrelation	,350**	0,126		
	Sig. (2-tailed)	0	0,131		
Tillväxt	Korrelation	-0,088	-0,1	0,062	
	Sig. (2-tailed)	0,293	0,233	0,458	
Största ägaren	Korrelation	,218**	0,006	,177*	-0,129
	Sig. (2-tailed)	0,009	0,945	0,033	0,123

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

* Korrelationen är signifikant på 0.05 nivå (2-tailed).

Korrelationsmatris 2010**Large och Small Cap**

		Utdelning genom börsvärde	Omsättning	R _T	Tillväxt
Omsättning	Korrelation	0,053			
	Sig. (2-tailed)	0,528			
R _T	Korrelation	,233**	0,134		
	Sig. (2-tailed)	0,005	0,109		
Tillväxt	Korrelation	-0,062	-0,036	0,009	
	Sig. (2-tailed)	0,46	0,667	0,915	
Största ägaren	Korrelation	0,112	0,013	0,116	0,034
	Sig. (2-tailed)	0,181	0,88	0,166	0,681

** Korrelationen är signifikant på 0.01 nivå (2-tailed).

Appendix 5**Large och Small Cap**

		Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	Sig.
		B	Std. Error	Beta	
2005	(Konstant)	0,018	0,003		0
	Näst största ägaren	0,004	0,004	0,089	0,313
2006	(Konstant)	0,015	0,002		0
	Näst största ägaren	0,006	0,003	0,157	0,069
2007	(Konstant)	0,023	0,004		0
	Näst största ägaren	0,003	0,005	0,044	0,607
2008	(Konstant)	0,032	0,004		0
	Näst största ägaren	0,002	0,005	0,039	0,649
2009	(Konstant)	0,022	0,003		0
	Näst största ägaren	0,01	0,005	0,17	0,041
2010	(Konstant)	0,02	0,004		0
	Näst största ägaren	0,002	0,005	0,038	0,649
2011	(Konstant)	0,021	0,005		0
	Näst största ägaren	0,008	0,007	0,099	0,234