



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Likvida medel - Ägarkonstellationens påverkan

Kandidatuppsats i företagsekonomi

Externredovisning

Höstterminen 2020

Författare:

Caroline Olsson

Johan Andersson

Handledare:

Emmeli Runesson

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Kandidatuppsats, Externredovisning VT 2020

Författare: : Caroline Olsson och Johan Andersson

Handledare: Emmeli Runesson

Titel: Likvida medel - Ägarkonstellationens påverkan: En 10 årig europeisk studie

Bakgrund och problem: Företag håller allt mer likvida medel som en del av sin finansiella strategi. Det har effekt på företagets risk och avkastning, vilket är högst relevant för investerare. Hur ägarnas preferenser, deras motivationer och agentförhållandet påverkar den strategin är idag utforskat. För användare av de finansiella rapporterna bör detta vara en viktig kontext i analysen av möjliga investeringar.

Syfte: Studien ämnar skänka välbehövlig kontext som kan ha inverkan på hur företag utvärderas. Med denna kontext kan jämförbarheten förbättras och leda till bättre resursallokering.

Avgränsningar: Tidsmässig avgränsning har gjorts till de senaste tio åren (2010–2019), samt en geografisk avgränsning till Europa. Vidare har rapporten avgränsats till publika bolag där finansiella företag uteslutits.

Metod: Ett urval bestående av 38 359 observationer har legat till grund för undersökningen. Dessa observationer har analyserats med hjälp av statistiska metoder för att generera empiriskt material. Analys i ljuset av existerande teoretisk referensram har sedan skett av det här materialet för att besvara studiens frågeställningar.

Resultat och slutsatser: Effekten av ägarnas motivationer och preferenser har minimal påverkan på företagets nivå av likvida medel. Dock genomsyrar effekterna alla industrier. Relevansen av det här resultatet för användare av de finansiella rapporterna är ytterst begränsad då effekten är så liten. Jämförbarheten företag emellan påverkas ej i någon större utsträckning.

Förslag till fortsatt forskning: Användning av andra mått på ägande kan föreslås för framtida forskning. En annan undersökning som kan genomföras skulle vara att utreda ifall en optimal nivå på likvida medel existerar eller om en historisk trend kan observeras.

Nyckelord: Likvida medel, Ägarkonstellation, Agentteori.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3. Frågeställning	3
1.4. Syfte och bidrag	3
1.5. Avgränsningar	3
2. Hypotesutveckling och teoretisk referensram	4
2.1. Agentteori	4
2.2. Ägare	6
2.2.1. Bank/institutionellt ägande - Hypotes I	6
2.2.2. Individer/Familj - Hypotes II	7
2.2.3. Stater/Myndigheter - Hypotes III	7
2.3. Redovisning	8
2.3.1. Användbar information	8
3. Metod	9
3.1. Databesamling, bearbetning och bortfall	9
3.1.1. Databesamling	9
3.1.2. Bortfall	9
3.1.3. Bearbetning	9
3.1.4. Urval	9
3.2. Konstruera regressionsmodellen	11
3.3. Variabler	11
3.3.1. Ägarandel	11
3.3.2. Skuldsättningsgrad	12
3.3.3. Utdelning	12
3.3.4. Omsättning	12
3.3.5. Book to market ratio	12
3.3.6. Ägarklassificering	12
3.3.7 Utökad Modell	13
3.3.8 Övriga tester	13
3.4. Vanliga problem att undvika:	13
4. Resultat	15

4.1. Summerande statistik	15
4.2. Regression – Initial modell	16
4.3 Regression – Utökad modell	17
4.4 Interaktion	19
5. Analys	21
5.1. Regression – Initial och utökad modell	21
5.1.1. Hypotes 1 - Bank/institutionella ägare	21
5.1.2. Hypotes II - Individ/Familj	22
5.1.3. Hypotes III - Stat/myndighet	22
6. Slutsats	23
7. Referenslista	24
Appendix	27

Tabellförteckning

<i>Tabell 1: Antal företagsobservationer per år</i>	10
<i>Tabell 2: Sammansättning ägarklassificering</i>	10
<i>Tabell 3: Sammansättning industrier</i>	10
<i>Tabell 4: Variabler</i>	11
<i>Tabell 5: Summerande Oberoende variabler</i>	15
<i>Tabell 6: En-faktors ANOVA</i>	15
<i>Tabell 7: Linjär regression – Initial modell</i>	16
<i>Tabell 8: Linjär regression - Utökad modell</i>	18
<i>Tabell 9: Två-faktors ANOVA</i>	19
<i>Tabell 10: Post-hoc interaktion</i>	20
<i>Tabell 11: VIF</i>	27
<i>Tabell 12: Pearson korrelation</i>	28

1. Inledning

1.1 Bakgrund

1973 släppte den inflytelserika normsättaren AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) en studie som varit vägledande för dagens utformning av redovisning. Den benämns ofta som Trueblood-rapporten, namngivet efter den ansvariga kommittén. Studien utmynnade i en uppfattning om att den externa redovisningen primärt ska utformas efter externa intressenters behov av information för att fatta beslut. Andra framstående normgivare som FASB (Financial Accounting Standards Board) samt IASB (International Accounting Standards Board) har baserat sina teoretiska utgångspunkter på denna rapport. Normgivare har dessutom vidareutvecklat de grundläggande redovisningsprinciperna som presenterades 1973 för att bättre tjäna sitt syfte. AICPA:s rapport *Objectives of Financial Statements* menade ursprungligen att de användare med minst möjlighet att ta del av information om företaget (och därmed förlitar sig primärt på informationen i de finansiella rapporterna) är de som ska tas hänsyn till vid utformning av de finansiella rapporterna. Det här perspektivet har sedan smalnats ner ytterligare med åren och gestaltas i dagsläget av det välkända kapitalmarknadsperspektivet. I det nämnda perspektivet är de primära användarna av de finansiella rapporterna kreditgivare, potentiella och nuvarande investerare (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2018).

Användarna på kapitalmarknaden vill jämföra företag med varandra för att veta hur de ska allokera sitt kapital. Målet är att erhålla maximal avkastning för en given risknivå. I utvärdering av de olika företagen tas hänsyn till en uppsjö faktorer. En av de faktorerna är hur sannolikt det är att företaget överlever över tid. Aktieägare har en residual rätt till företagets tillgångar och får därmed endast ta del av det som finns kvar efter att alla ekonomiska åtaganden uppfyllts (Srf Redovisning, 2020). Med den risken i åtanke läggs vikt vid att utvärdera företagets förmåga att överleva i tider av finansiellt trångmål. I sådana tider kan tillgången till kapital förändras eftersom risken för att investerare och kreditgivare inte får någon avkastning på sitt satsade kapital ökar. Ett sätt att undvika finansiellt trångmål är att hålla en tillräckligt stor mängd likvida medel för att kunna uppfylla sina åtaganden och samtidigt kunna investera i lönsamma projekt (Damodaran, 2006).

Sedan starten av 2020 har Covid-19 viruset legat till grund för att flertalet företag världen över fått se sina intäkter reducerade till nära noll. Samtidigt har företagen kvar sina kostnader i form av åtaganden gentemot bland annat leverantörer, anställda och kreditgivare. Trots en ekonomisk insats av en aldrig tidigare skådad storlek från stater och riksbanker världen över så finns det inga tvivel om att många företag kommer att gå under till följd av viruset Covid-19 (Delevingne & Schneider, 2020). En rad flygbolag har ansökt om konkurser och rekonstruktion. Andra delar av ekonomin har inte heller blivit benådad, flera stora företag har fått se sina kreditbetyg nedgraderade på grund av dystra framtidsutsikter (Danziger, 2020). Investerare på kapitalmarknaden förväntas lida kraftiga förluster till följd av konkurser. Många företag, däribland techgiganterna, har däremot byggt upp en rejäl kassa som nu skyddar dem mot det omedelbara hotet (Akins & Rasay, 2020). Även Berkshire Hathaway med den välkände Warren Buffet i spetsen har en enorm kassa (Reinicke, 2019) som gör att de nu har möjlighet till att hålla sig ur farans väg. Företag med mycket likvida medel är nu i en unik position att genomföra förvärv och att öka sin marknadsandel när konkurrenter befinner sig i ekonomiska

trångmål. En konkurrent som kämpar för sin överlevnad på kort sikt är inte i en position att försvara sitt territorium.

Det har fastställts att företag håller en allt större andel av sina totala tillgångar i likvida medel (Bates, Kahle, & Stulz, 2009; Dao & Maggi, 2018). Men tyvärr finns det inte bara fördelar med en stor kassa. Till skillnad från andra tillgångar så genererar likvida medel i regel ingen avkastning förrän de investeras. Dessutom finns risk för att chefer ägnar sig åt värdeförstörande aktiviteter som minskar avkastning till ägarna. Till stor del sker det genom överinvestering och annan agentproblematik (Jensen & Meckling, 1976). Då insynen i företag är begränsad till de finansiella rapporterna för många investerare så saknas nödvändig kontext i analysen. Till exempel är en stor kassa på grund av underinvestering och en riskavert ledning inte attraktivt. Om den däremot är ett resultat av kontrollerande ägares preferenser kan den vara attraktiv. Exempelvis i fallet då ledningen samt ägarna snabbt vill kunna dra fördel av en möjlig investering och att undvika kostnader för finansiella trångmål (Damodaran, 2006). Nivån på de likvida medlen bör därför vara av stort intresse då kapitalmarknaden ska jämföra företag. Stora aktörer inom redovisning har också uttryckt vikten av att företagets ledning prioriterar frågor kring kapitalallokering (EY, 2018).

1.2 Problemdiskussion

Så varför håller ett företag mer likvida medel än absolut nödvändigt? Tidigare forskning har visat att likvida medel är en följd av en medveten finansiell strategi som påverkas av ett flertal till företaget endogena samt exogena faktorer (Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999). I studien av Opler med flera (1999) presenteras bevis för en statisk avvägningsmodell för likvida medel. Informationsasymmetri och agentproblem är en bidragande faktor i denna modell, men studien undersöker inte variationer i förhållandet mellan ägare och ledning. Ytterligare en annan studie, skriven av Durán, Lozano och Yaman (2016), har fokuserat på en unik ägarsituation i form av familjeägda företag. Författarna har kommit fram till att familjeägda företag håller betydligt högre andel likvida medel än deras jämlingar med annan form av ägande. En föreslagen förklaring är ett kontrollmotiv där ägare och ledning vill säkerställa fortsatt kontroll över företaget. Men också att minimera risken för kostnader associerade med finansiella trångmål (Durán, m.fl., 2016).

Kontexten för företagets val av nivå på de likvida medlen, relaterat till dess ägarsituation, är idag utforskad. Användarna av de finansiella rapporterna bör ha stort intresse av området då initial forskning har påvisat att hög kassa inte hindrar ekonomisk prestation (Mikkelsson & Partch, 2003). Något som delvis går emot den dominerande affärslogiken. Dessutom finns det betydande svårigheter för användare av finansiella rapporter att jämföra, analysera och prognostisera utifrån posten likvida medel. Att ge ytterligare information i de finansiella rapporterna kan ge användarna välbehövlig kontext. För att svara på om det finns ett behov av ytterligare information behöver det potentiella sambandet mellan ägare och nivån på de likvida medlen utforskas. Den informationen har potential till att förbättra redovisningen avseende både jämförbarhet och relevans vilket är grundläggande kvalitativa egenskaper för redovisningen (IASB, 2018).

1.3. Frågeställning

För att undersöka ovanstående problematisering har följande frågeställningar föreslagits:

- Finns det ett samband mellan ett företags ägarkonstellation och dess innehav av likvida medel?
- Om ett samband identifieras hur kan det sambandet gestaltas?

1.4. Syfte och bidrag

Syftet med denna rapport är att utforska ett eventuellt samband mellan likvida medel och ägarkonstellation. Rapporten ämnar också undersöka hur detta samband gestaltas. Studien motiveras av det faktum att företag håller en större andel av sina tillgångar i likvida medel och att undersöka vidare hur detta beror på företagets ägarkonstellation är intressant.

Med denna undersökning kan ytterligare kunskap om eventuella samband mellan företagets ägarstruktur och dess strategi kring likvida medel framkomma. Sådan kunskap kan stödja användare av redovisning i sin analys av företag genom att skänka kontext till de finansiella rapporterna. Därigenom förbättras jämförbarheten mellan företag, en grundpelare för redovisning.

1.5. Avgränsningar

Rapporten är baserad på publika företag som är verksamma inom Europa och är noterade på någon europeisk börsmarknad. Europeiska företag har i större utsträckning kontrollerande majoritetsägare och en unik situation med familjeägda företag och därför har denna geografiska avgränsningen gjorts. Finansiella företag har valts att uteslutas då de enligt lag har krav på sin nivå av likviditet. Det har även gjorts en tidsmässig avgränsning på de senaste tio åren (2010–2019) som rapporten baseras på. Detta för att exkludera finanskrisen och på så sätt undvika en extrem outlier. Men också för att använda så aktuell data som möjligt.

2. Hypotesutveckling och teoretisk referensram

2.1. Agentteori

Agentteorin grundar sig i en problematik mellan två eller flera personer som i teorin benämns som *agent* respektive *principal*. Principalen innefattar någon som ingått ett avtal med en annan, agenten, för att utföra ett visst arbete. Agenten är därmed en individ som blivit delegerad en uppgift med ett visst ansvar från principalen. Denna relation kommer att bli problematiskt under förutsättningen att båda dessa parter är nyttomaximerande. Är båda parter nyttomaximerare så kommer dessa att agera på ett sådant sätt att de väljer den handling som utvinner så mycket fördelar som möjligt för sig själva. Problem uppstår då agenten är anställd för att utföra handlingar som ska maximera principalens nytta, men trots det utför handlingar som gynnar sig själv på bekostnad av principalen. Det här handlandet är möjligt på grund av informationsasymmetrin dem emellan, en situation där en aktör har mer information än en annan. Vidare kan principalen sällan veta vad agenten ämnar göra och samtidigt finns också en osäkerhet om det agerandet maximerar principalens nytta (Jensen & Meckling, 1976).

Nytta kan anta många skepnader för agenter. Jobsäkerhet, möjlighet att utföra projekt efter egna preferenser och att tillskansa sig inflytande är några exempel enligt Thomsen och Pedersen (2000). Jobsäkerhet är dock ursprungligen motiverat i en studie av Eugene Fama (1980). Nyttomaximering från agentens sida möjliggörs eller förenklas med ökad tillgång till likvida medel. I tider av ekonomisk kris för ett bolag hjälper en buffert av likvida medel genom att skänka ett manöverutrymme till ledningen. Projekt behöver ej skjutas på framtiden, tillgångar behöver ej säljas för att täcka kostnader och mycket kan fortsätta utan att alarmera ägarna av företaget. De likvida medlena bidrar till att stärka agentens jobsäkerhet genom att förlänga tiden som agenten har på sig att reda ut problem som plågar företaget (Opler m.fl., 1999). Ett sätt som företagen bygger upp en sådan buffert kan enligt Damodaran (2006) ske genom att bolagen lägger undan pengar när affärerna går bra. Denna sortens agerande benämns ofta som *försiktighetsmotiv*. Motivet går ut på att företag håller mer likvida medel än absolut nödvändigt för att skydda sig för framtida nedgångar (Damodaran, 2006). Möjligheten att utföra projekt och tillskansa sig inflytande underlättas av en hög nivå på likvida medel genom informationsasymmetri. När antagandet om att alla aktörer på marknaden har perfekt information elimineras och ett läge med informationsasymmetri existerar så infinner sig en situation där det är svårare att skaffa finansiering (Opler m.fl., 1999). Ytterligare en faktor som kan öka svårigheten att skaffa finansiering är ifall företaget befinner sig i ekonomiskt trångmål, när företaget har svårt att överleva så kommer dess möjlighet till att belåna sig försvåras (Visma, 2018). När extern finansiering blir dyrare kommer mängden likvida medel företagen håller minska och det leder till att investeringar kommer minska (Opler m.fl., 1999). Dels för att företagen inte har medlen för att investera men också på grund av att en del av investeringsmöjligheterna inte längre är lönsamma. Genom en höjd kostnad för extern finansiering så kommer gränsen för vilken avkastning investeringarna ger att höjas. Detta då företagen inte vill investera då kapitalplaceringarna inte längre skapar nytta (Gallo, 2014).

I situationer då ledningen måste vända sig till kapitalmarknaden för att kunna bekosta projekt i egenintresse är de utsatta för omfattande granskning. Något som syftar till att minska informationsasymmetrin och därmed gör det osannolikt att ledningen får tillfälle att handla i eget intresse (Jensen & Meckling, 1979). För att bekosta sådana projekt behöver således ledningen förlita sig på internt upparbetade likvida medel. Därför kommer det sig naturligt att en agent kommer att vilja hålla en hög nivå på de likvida medlen. En högre nivå genererar bara

fördelar för dem och nackdelar för ägaren, något som är vid hjärtat av agentproblematiken. Den relativa bristen på tillsyn tillåter dem att maximera sin nytta genom sådana värdeförstörande aktiviteter. Värdeförstörande aktiviteter innebär alla ledningens handlingar som på något sätt kan minska aktieägarvärde. Men att bara ha fokus på ekonomiskt värde ger inte en fullständig bild. Värdeförstörande aktiviteter kan också förlängas till att innefatta handlingar som inte maximerar ägarens nytta (Durán m.fl., 2016). Exempelvis kan ledningen investera i ett projekt som har ett positivt nuvärde, men vars riskprofil inte passar ägarens preferenser. Det vill säga att de tar för stor, eller liten, risk (Bordley & LiCalzi, 2000; Levy & Levy, 2002). Dock kan en sådan investering bland annat resultera i att ledningen ses i mer positivt ljus från press, allmänheten eller sina jämlingar. Därigenom får ledningen nytta från denna investering genom att deras värde på arbetsmarknaden stiger eller att deras sociala kapital ökar (Fama, 1980). Det finns en uppsjö av mekanismer genom vilka ledningen kan åtnjuta fördelar och nytta. För mer detaljer om dessa rekommenderas litteraturen av både Eugene Fama och Michael Jensen. I värdeförstörande aktiviteter räknas också handlingar in som att underlåta att investera överskottet av likvida medel alternativt att hålla för liten buffert. Det förändrar både riskprofilen och den förväntade avkastningen för ägarna. Även att göra fel slags investeringar inkluderas i värdeförstörande aktiviteter. En investering kan i det här fallet ha ett negativt nuvärde men resulterar i att ledningen förfogar över en större sfär av företag. Makt och inflytande är kraftfulla motivatorer. Sådana investeringar är inte ovanliga, forskning finns som visar att två tredjedelar av alla förvärv som görs resulterar i ett minskat aktieägarvärde (Tilson, 2019).

Det är inte bara värdeförstörande aktiviteter som ägare bör uppmärksamma och minimera. En annan problematik ägarna står inför är de så kallade *free-rider-problemet* - aktörer som utnyttjar varor och/eller tjänster som en annan aktör betalat för utan att själva bidra. Då företagets ledning i stora bolag ofta äger en liten del av företagets aktier så kommer denna agent ha ett fåtal incitament att handla efter företagets bästa istället för sitt eget. I en sådan situation kommer ägarna vilja kontrollera ledningen men ingen kommer vilja vara den som agerar. Alla ägare vill maximera sin egennytta och de gör i det här fallet det genom att själva inte agera och låta någon annan ta kostnaden. Här kommer det mest logiskt att vara den ägare som är mest beroende av investeringen som tar på sig att kontrollera ledningen för att skydda sin investering. För att komma bort från denna problematik och orättvisa kan en utomstående aktör anlitas för att kontrollera ledningen som ett exempel. (Levmore, 1982)

Då ägarnas nytta i regel maximeras genom att avkastningen maximeras så följer att likvida medel ska hållas till ett minimum enligt dem. I en situation då alla likvida medel investeras i lönsamma projekt maximeras deras ekonomiska vinning. Det är i ägarnas intresse att säkerställa att ledningen inte maximerar sin nytta genom de värdeförstörande aktiviteter som beskrivits tidigare i det här avsnittet. Principalen har ett antal verktyg till sitt förfogande för att säkerställa att deras nytta maximeras (Jensen & Meckling, 1976). Exempel på sådana verktyg är enligt Jensen och Meckling (1976): motivation och övervakning. När det kommer till att motivera ledningen knyts i regel deras ersättning till företagets prestation. Det finns inga indikationer på att möjligheten eller viljan till att ge sådan ersättning skiljer sig konsekvent åt mellan ägargrupper. Därför ligger fokus på övervakning och andra mekanismer för att minimera agentproblematiken. Övervakning sker för att minska informationsasymmetrin och därmed begränsa agentens handlingsutrymme. Självtjänande handlingar upptäcks och disciplinära åtgärder kan administreras. Sådana övervakningssystem har en kostnad associerad med sin implementering och sitt underhåll. En ägare har inget incitament till att engagera sig i övervakning om kostnaden för det överstiger värdet som genereras (Alchian & Demsetz, 1972). En stor ägare, sett till andelen aktier de innehar, har i det avseendet mer att vinna på att engagera

sig i övervakning än en mindre ägare (Amihud & Lev, 1981). Dessutom har de mer makt att avskeda eller på annat sätt påverka ledningen genom sitt innehav av rösträtter. Ett annat sätt för ägare att införa disciplin på ledningen är att hålla en hög skuldsättningsgrad. Det här har visat sig ha ett starkt samband med likvida medel i tidigare forskning (Gill & Shah, 2012; Ahmed m.fl., 2020)

2.2. Ägare

I teoribildningen kring principal-agent förhållandet jämför ofta nyttan med ekonomisk vinning, men nytta kan även finnas i icke-ekonomiska faktorer vilket också har inverkan på parternas motivationer. Ren ekonomisk vinning är samtidigt inte ett endimensionellt begrepp utan har flera aspekter som måste tas i beaktning. Bland annat risken associerad med den och tidpunkten för dess infallande. Ägare har unika preferenser som påverkar deras upplevda nytta av företagets strategi, både relaterat till de ekonomiska samt icke-ekonomiska faktorerna. De kategorier av ägare som dominerar Europas största ekonomier enligt Pedersen och Thomsen (1997) agerar utgångspunkt i denna studie. Kategorierna är: 1. Institutionella investerare och banker, 2. Icke-finansiella företag, 3. Individer/familj och 4. Regeringar. Följande avsnitt visar hur dessa har anpassats till studiens syfte och den teoretiska bakgrunden.

2.2.1. Bank/institutionellt ägande - Hypotes I

I denna kategori faller institutionella investerare och banker in. De äger ofta andelar som en del av en portfölj eller förvaltar dem åt sina klienter. Därav är den företagsspecifika risken bortdiversifierad för dem. Värdemaximering och relativt långa investeringshorisonter kännetecknar denna ägarkategori (Thomsen & Pedersen, 2000). Överflödiga likvida medel påverkar deras nytta negativt då de ej genererar avkastning. Av denna anledning har de incitament till att åta sig övervakning och andra åtgärder för att säkerställa att agenten maximerar deras nytta (Alchian & Demsetz, 1972). Speciellt i de fall då de är den största ägaren.

I specialfallet då en bank är den kontrollerande ägaren så finns bevis för en bättre tillgång till krediter (Ramirez, 1995). En sådan premierad tillgång mitigerar behovet av likvida medel för att minska risken i rörelsen (Opler m.fl., 1999). I kombination med de preferenserna som presenterats tidigare i avsnittet bör det leda till att företaget håller minimalt med likvida medel. Thomsen och Pedersens (2000) uppdelning i finansiella och icke-finansiella ägare har sin grund i hur företag internaliserar kontrakteringskostnader. Då denna studie inte berör fenomenet ses det som onödigt att göra någon distinktion mellan kategorierna. Icke-finansiella bolag har också värdemaximering som preferens. Oavsett om värdemaximeringen sker på företagets nivå eller på koncernnivå, existerar fortfarande starka incitament till att åta sig övervakning och liknande aktiviteter. Rådande regler för koncernbidrag skapar också en miljö där likvida medel kan slussas till företag som behöver det. Något som bör eliminera en stor del av försiktighetsmotivet av att hålla likvida medel. Härtill hittas denna studies första hypotes.

Hypotes I: Företag med bank/institutionellt ägande håller mindre andel likvida medel jämfört med företag med spritt ägande.

Då stora ägare har mer incitament till att ta kostnaden för övervakning och andra åtgärder för att minska agentproblematiken. Samtidigt som att de har störst makt över ledningen, bör ett negativt samband mellan den största ägarens innehav och nivån på de likvida medlen kunna urskönjas.

2.2.2. Individer/Familj - Hypotes II

I linje med tidigare teorier om nyttomaximering så existerar en unik situation i familjeägda företag. Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson och Moyano-Fuentes har utforskat och utvecklat konceptet av socio-emotionell nytta, med början i sin studie från 2007. Resultatet av studien visar på hur riskvärderingen för familjeägda företag skiljer sig från andra former av ägare. Två sorter av risk har identifierats, vilket lägger grunden för deras slutsatser. Dessa två sorterna är prestationsrisk och risken att förlora kontroll över företaget. Prestationsrisk avser negativ påverkan på avkastning eller annan finansiell prestation. Risken att förlora kontroll över företaget är som det låter. Det handlar om företagets överlevnad. I en situation då en familj riskerar att förlora kontroll över företaget följer en minskning av deras socio-emotionella nytta. Den nyttan kan komma ifrån ett flertal faktorer. Exempelvis bevarande av socialt kapital, en känsla av identitet eller möjligheten att främja familjemedlemmars karriär. Existensen av en socio-emotionell nytta påverkar de strategiska besluten som tas. Studien visar att familjeägda företag hellre utsätter sig för negativ påverkan på avkastning än att riskera att förlora kontrollen över företaget. (Gómez-Mejía m.fl, 2007)

Ett familjekontrollerat företag har en vilja att bevara kontroll över företaget till framtida generationer. Som följd av det skyr de extern finansiering och kommer att kraftigt att kämpa emot takeover-försök. I båda dessa fallen utgör en stor kassa en fördel. Samtidigt måste en annan dimension av familjeäggande tas i beaktning. Ett omatchat långsiktigt ägande och riskaversion karakteriserar familjeägda företag. Likvida medel kan hjälpa till att behålla kontrollen och mitigera de flesta risker, på bekostnad av värdeskapande (Durán m.fl., 2016; Gómez-Mejía m.fl, 2007). Då ägare samt ledning i det här fallet har gemensamma preferenser kring företagets finansiella strategi, bör det följa att de håller mer likvida medel än någon annan form av ägande. Avvägningen är ett resultat av oviljan att riskera kontrollen över företaget. Familjeägda företag justerar nivån på de likvida medlen mycket mer aggressivt än andra företag oavsett om de är i finansiellt trångmål eller ej. Tidigare forskning har förklarat det delvis med att familjeägda företag har en högre optimal nivå på likvida medel. En annan aspekt är att de har mindre agentproblematik (Lorenzo & Durán, 2017). Samtidigt kan eliminerandet av agentproblematik leda till att nivån på de likvida medlen hålls låg. Denna kategori av ägare kännetecknas av att de ofta antar rollen som ledning och ägare. På så sätt elimineras agentproblematiken då agent samt principal har samma preferenser (Villalonga & Amit, 2006). Resultatet av studien som gjordes av Durán med flera (2016) indikerar att så kan vara fallet. De påvisade att familjeägda företag använder ett annat verktyg för att behålla kontroll över bolaget. Verktöget de använde var att kontrollera volatiliteten i kassaflödet istället för nivån på de likvida medlen. Genom att investera i mindre riskfyllda projekt minimeras chansen att företaget hamnar i ekonomiska trångmål. Då undviks situationen där nya och lönsamma projekt inte kan genomföras på grund av likviditetsproblem. Trots det bör familjeägda företag hålla en större andel likvida medel än andra ägandeformer.

Hypotes II: Familjeäggande har en positiv inverkan på nivån av likvida medel.

2.2.3. Stater/Myndigheter - Hypotes III

Företag som ägs av stater eller myndighetsorgan har ofta ett annat mål än vinstmaximering. Det kan handla om att staten i fråga har politiska mål med sitt ägande. Korrektion av marknadsmisslyckanden, arbetstillfällen och ekonomipolitiska mål är anledningar till staters ägande (Durán m.fl., 2016; Arrow, 1969). Deras nytta maximeras av att dessa alternativa mål uppnås. Av alla ägarkategorier är det underförstått att illikviditet är allra minst ett problem för dessa företag. Statliga ägare har tillgång till oerhört mycket kapital jämfört med andra. Lån i

tider av kris för bolaget bör heller inte vara speciellt dyrt eller svårt att säkerställa med backning från staten (Durán m.fl., 2016). Därav finns väldigt lite incitament till att hålla en buffert av likvida medel för att undvika illikviditet (Damodaran, 2006). Agentproblem för denna ägarkategori bör vara påtaglig. Utan att involvera korruption eller politisk nepotism i analysen, något som kan försvåra agentproblematiken oerhört. Eftersom vinstmaximering sällan är det största målet finns en stor risk att ledningen engagerar sig i värdeförstörande aktiviteter. På grund av de inneboende svårigheterna i att mäta och definiera lyckade utfall i projekt vars primära mål inte är vinst (Alchian & Demsetz, 1972). Samtidigt finns en stark kultur av övervakning i dessa företag. De är ofta samhällsviktiga och som sådana existerar flera intressenter som har incitament till att engagera sig i granskningsåtgärder. Överlag bör övervakningen tvinga ledningen till att minska de likvida medlen. Med det i åtanke har den tredje och sista hypotesen för denna rapport etablerats:

Hypotes III: Statligt ägande har en negativ effekt på nivån av de likvida medlen.

2.3. Redovisning

Syftet bakom redovisningen är att informera intressenter - ägare, leverantörer, kunder, anställda, kreditgivare, myndigheter, fackföreningar, etc., om företagets finansiella och ekonomiska ställning (Skatteverket, 2020). Denna ska ge intressenterna en så rättvisande bild som möjligt av företaget. I årsredovisningen finns det information om allt från hur företaget finansierar sin verksamhet till hur stor vinst/förlust företaget gått med. All denna information är till för intressenterna och för att de ska kunna fatta så välgrundade beslut som möjligt ("Redovisning", 2020). Mer information innebär i regel att redovisningen blir mer användbar för alla företagets intressenter (Skatteverket, 2020).

2.3.1. Användbar information

För att informationen som företagen delar med sig av ska klassas som användbar så ska den vara relevant och ge en rättvisande bild. För att klassas som relevant ska informationen tillföra något till intressenten. En rättvisande bild uppnås genom att informationen i så hög grad som möjligt är fullständig (*complete*), neutral (*neutral*) och felfri (*free from error*). För att vidare förstärka informationens användbarhet ska den också vara begriplig (*understandability*), jämförbar (*comparability*), verifierbar (*verifiability*) och aktuell (*timeliness*). (IFRS Conceptual Framework, 2018)

3. Metod

Denna studie ämnar undersöka huruvida ett förhållande mellan ett företags *ägarkonstellation* och dess nivå på *likvida medel* föreligger. För att undersöka om så är fallet utförs en multipel linjär regressionsanalys initialt. För utökad analys görs en regressionsanalys av en modifierad version av den ursprungliga regressionsmodellen. Dessa kompletteras sedan med en två-faktors ANOVA för att utröna om effekterna genomsyrar samtliga industrier och ägarklassificeringar.

3.1. Datainsamling, bearbetning och bortfall

3.1.1. Datainsamling

Samtliga data samlas in från plattformen S&P Capital IQ då den har en komplett och tillförlitlig databas över de företag som är intressanta för denna studie. Av denna anledning utesluts företag som Capital IQ inte har information om, det potentiellt lilla bortfallet bedöms inte påverka analysen nämnvärt. Ett brett urval sker initialt för att säkerställa komplett data, samtliga företag registrerade på börser i Europa. Givet att företagen har en omsättning, eget kapital samt likvida medel som överstiger 0 € för det givna året. På det viset inkluderas endast företag med aktiv verksamhet, vilket är det studien ämnar utforska. Vidare har undersökningen begränsats till de företag som det går att hitta essentiell information om på plattformen S&P Capital IQ. Den väsentliga datan som krävs för att utföra studien är: *likvida medel*, *skuldsättningsgrad*, *utdelning*, *omsättning*, *market to book ratio*, *branschindelning*, *procentuell andel som största ägaren håller av aktierna* och *vilken kategori av ägare denna tillhör*.

3.1.2. Bortfall

Cirka 60 observationer rensas ur på grund av att den största ägaren i dessa fallen skulle äga mer än 100% av alla utestående aktier, vilket är omöjligt. Enligt de som underhåller databasen kommer det sig av ett internt fel. Därför fanns ingen tillförlitlig information kring den egentliga andelen i dessa observationer.

3.1.3. Bearbetning

En oberoende variabel har innehållit outliers, skuldsättningsgrad. Winsorisering har genomförts för den eftersom outliers har potential till att snedvrider resultatet från regressionen. Dessutom har datan bakom variabeln *Omsättning* log-transformerats för att underlätta analys av koefficienten.

3.1.4. Urval

Urvalet för studiens initiala regression ser ut på det sätt som illustreras i tabellerna 1, 2 och 3 nedan. Totalt behandlar studien 38,359 observationer över 10 år. I genomsnitt observeras därmed 3836 företag per år.

Tabell 1: Antal företagsobservationer per år

Antal företagsobservationer per år

År	Frekvens	Procent	Kumulativ.
2010	2,975	7.76	7.76
2011	3,248	8.47	16.22
2012	3,431	8.94	25.17
2013	3,576	9.32	34.49
2014	3,836	10.00	44.49
2015	4,075	10.62	55.11
2016	4,283	11.17	66.28
2017	4,484	11.69	77.97
2018	4,640	12.1	90.06
2019	3,811	9.94	100
Total	38,359	100	

Tabell 2: Sammansättning ägarklassificering

Sammansättning ägare

Typ av huvudägare	Frekvens	Procent	Kumulativ
Individ/Familj	8,959	23.36	23.36
Institutionell/Bank	19,063	49.7	73.05
Spridd	8,990	23.44	96.49
Stat/Myndighet	1,347	3.51	100
Total	38,359	100	

Förklaring till ägarklassificeringen återfinns i stycke 3.3.6

Tabell 3: Sammansättning industrier

Sammansättning industrier

Primär Industritillhörighet	Frekvens	Procent	Kumulativ
Allmännyttiga/Utiliteter	1,125	2.93	2.93
Dagligvaror	2,928	7.63	10.57
Energi	1,739	4.53	15.1
Fastigheter	2,123	5.53	20.63
Industri	9,457	24.65	45.29
Informationsteknologi	5,425	14.14	59.43
Kommunikation	3,013	7.85	67.29
Material	3,215	8.38	75.67
Sjukvård	3,808	9.93	85.59
Sällanköpsvaror	5,526	14.41	100
Total	38,359	100	

3.2. Konstruera regressionsmodellen

I teoriavsnittet ovan har den teoretiska bakgrunden till ett systematiskt samband mellan ett flertal faktorer och responsvariabeln *likvida medel* presenterats. Existensen av ett samband samt gestaltningen av detta är av intresse för denna studie. Regressionsanalys lämpar sig väl till detta. Genom en regression kan okända parametrar skattas och därmed ge insikt i sambandet. Dessutom kan förklaringskraften av modellen för sambandet analyseras. Regressionsmodellen som används i denna rapport presenteras nedan och efter följer variabelförklaringar och motivationer till varför dessa variabler har använts.

Från denna studies hypoteser och tidigare forsknings påvisade samband kan följande modell konstrueras:

$$LM/TT = \alpha + \beta_1 \text{Ägarandel} + \beta_2 \text{WSE} + \beta_3 \text{Utdelning} + \beta_4 \text{Omsättning} + \beta_5 \text{Book to market ratio} + \text{Dummys}$$

För att bäst besvara frågeställningen används ett kvotvärde som beroende variabel. Storleken på posten *likvida medel* kan skilja sig enormt mellan företag av olika storlek, därför är det mer användbart att uttrycka nivån av de likvida medlen som en andel av de totala tillgångarna.

För samtliga tester i denna rapport används en signifikansnivå om 95% ($\alpha=5\%$).

3.3. Variabler

Att lägga till många oberoende variabler betyder inte att modellen kommer ge en bättre förklaringsförmåga. Samtidigt måste så många relevanta variabler som möjligt introduceras. Från tidigare forskning kan ett antal variabler identifieras vars påverkan på nivån av de likvida medlen är bevisad. De är därför relevanta att ha med i modellen. Dessutom introduceras dummyvariabler för att kontrollera för fasta effekter såsom *industri* och *årtal*.

Tabell 4: Variabler

Variabler	Definition
<i>LM/TT</i>	<i>Likvida medel/Totala Tillgångar</i>
<i>Ägarandel</i>	<i>Procentandel av totala aktier som innehas av den största ägaren.</i>
<i>WSE</i>	<i>Skulder/Eget kapital.</i>
<i>Utdelning</i>	<i>Utdelning som procent av aktiepriset.</i>
<i>lnOms</i>	<i>Log-transformerad omsättning.</i>
<i>Book to market ratio</i>	<i>Bokfört eget kapital/Marknadsvärde av samtliga utestående aktier</i>

3.3.1. Ägarandel

I denna studie är konflikten mellan ägare och ledning av intresse. Därav introduceras en oberoende variabel, den största ägarens andel av röstvärdet. Avsikten är att fånga effekter av ökad makt och incitament till övervakning bland annat. Genom att mäta hur stor andel av de totala rösterna som den största ägaren kontrollerar, fångas sådana effekter.

3.3.2. Skuldsättningsgrad

För att ta hänsyn till skulders påverkan på agentförhållandet introduceras variabeln WSE. Winsoriserad skuldsättningsgrad. Den består av samtliga skulder för företaget, både kort och långsiktiga skulder. På så sätt skapas en variabel som tar hänsyn till samtliga möjligheter för skuldfinansiering av verksamheten.

3.3.3. Utdelning

Utdelning är en annan faktor som visats ha stark påverkan på nivån av de likvida medlen (Opler m.fl., 1999; Gill & Shah, 2012; Ahmed m.fl., 2020). Det finns en praktisk aspekt, ett företag behöver likvida medel för att kunna genomföra en utdelning. Det här då utdelning vanligtvis ges i form av pengar, men utdelning i form av objekt kan också förekomma men det sker i en allt mindre utsträckning (Skatteverket, 2020).

3.3.4. Omsättning

För att ta hänsyn till företagets storlek och dess inverkan på de likvida medlen så introduceras den log-transformerade variabeln omsättning. Transformeringsen görs för att underlätta tolkningen av koefficienten i regressionen.

3.3.5. Book to market ratio

Risken associerad med avkastning för ett givet företag är inte lätt att modellera. Frågan om huruvida ett tillbakablickande mått eller ett prognosticerande mått ska användas är fortfarande kontroversiell. Fama och French (1992) hävdar att kvoten bättre förklarar genomsnittlig avkastning än mer konventionella mått som Beta-koefficienten. Andra har stämt in och hävdar att det är ett bra proxy (Peterkort & Nielsen, 2005; Vassalou & Xing, 2004; Gill & Shah 2012).

3.3.6. Ägarklassificering

Även en dummyvariabel för ägarklassificering introduceras då denna kategoriska variabel är av speciellt intresse. Att jämföra situationer där ägare har inflytande och därmed kontroll är centralt i studien. Därav kommer ägarklassificeringen *Spritt* vara uteslutet i regressionen. Ägarklassificeringarna *Individ/Familj*, *Institutionell/Bank* samt *Stat/Myndighet* jämförs därmed med *Spritt*. Koefficienterna för dessa dummys indikerar huruvida ett positivt eller negativt samband existerar mellan dem och *likvida medel* och om de skiljer sig från företag med *spritt* ägande.

Alla företag där den största ägaren håller mindre än 5% av aktierna räknas som företag med spritt ägande. Äger den största ägaren mer än 5% klassificeras den enligt någon av kategorierna som presenteras i teoriavsnittet. Som beskrivet i teoriavsnitt så har olika former av ägare unika motivationer och därmed unika agentproblem kopplade till sig. Variabeln introduceras för att utforska hur dessa omständigheterna påverkar de likvida medlen. Konsensus för vad som representerar ett kontrollerande ägande existerar inte. Åsikterna går isär när det kommer till vid vilken nivå kontroll uppnås, vilket kan ses i reglering kring kapitalmarknader och skyddet av investerare. I Europa krävs att information avläggs när tröskelvärdena 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 66 och 90 procent av totala röstvärdet överskrids (FI, 2020). Genom det här regelverket signaleras att kontroll och maktskifte kan ske på ett flertal nivåer beroende på situation. I USA är tröskelvärdet 5%. I denna studie har 5% fått agera som tröskelvärde för kontrollerande ägande. Då det är det minsta värdet som är gemensamt för både europeisk och amerikansk

lagstiftning. Något som indikerar en form av konsensus om den lägsta nivån där en enskild ägare kan utöva kontroll över ett företag.

Ett sådant simpelt mått på kontroll, kan anses sakna förklaringskraft jämfört med ett mer reellt mått som tar hänsyn till flera ägare och deras relationer. Enligt Overland, Mavruk och Sjögren (2012) är så inte fallet. Simpla mått på ägarkoncentration håller en tillräcklig förklaringskraft och lämpar sig väl till att undersöka frågor som rör förhållandet mellan ägare och ledning. Den enorma komplexiteten i att konstruera ett mer reellt mått sätter en gräns för hur nära ett verkligt samband det går att komma. Därav introducerar denna begränsning en svaghet i förklaringskraften av modellen som konstruerats för att ge svar på uppsatsens frågeställning. Även om ett mer reellt mått hade givit en bättre bild av verkligheten så behöver en avvägning göras.

3.3.7 Utökad Modell

För utökad analys kommer ovan beskrivna modell också att modifieras. Av intresse är att se huruvida ägarandelen har en signifikant påverkan i de olika ägarklassificeringarna. En interaktion mellan variabeln *ägarandel* och dummy *ägarklassificering* kommer därmed introduceras i modellen. I övrigt är modellen identisk med den som presenterades i 3.2, det enda som adderats är denna interaktionsparametern. Koefficienten för denna interaktion skänker insikt i diskrepansen i ägarandelens påverkan på de likvida medlen i en given ägarklassificering. Det vill säga, hur mycket mer eller mindre som ägarandel påverkar de likvida medlen i de olika ägarklassificeringarna. Genom den utökade modellen kan frågor kring sambandets gestaltning besvaras bättre genom djupare analys.

3.3.8 Övriga tester

För ytterligare information om det hypotiserade sambandet genomförs ytterligare tester. *Ägarklassificeringens* effekt i en given *industri* är av intresse för att besvara frågeställningen. Huruvida ett samband genomsyrar alla ägarklassificeringar och industrier eller endast kan identifieras i enstaka fall påverkar generaliserbarheten av analysen. Dessutom ges en möjlighet att eventuella teoretiska samband, som tidigare i uppsatsen ej inkluderats, uppdagas. En två faktors ANOVA används för att fastställa om en interaktion mellan de kategoriska variablerna existerar. Med detta statistiska test kan skillnader i medelvärden mellan olika grupper i urvalet identifieras. Marginella medelvärden används för att uppskatta interaktionen. Signifikanta interaktioner utforskas med en Bonferroni post-hoc analys för att hitta vilka industrier och ägarklassificeringar som interagerar samt magnituden av denna interaktion.

Utöver ovan nämnda test genomförs även en en-faktors ANOVA för att komplettera analysen. Tid är den kategoriska faktorn som används. Anledningen till det är att klargöra om medelvärdet för nivån på de likvida medlen varit konstant under åren eller om den förändrats. Resultatet av ett sådant test kan ge ytterligare kontext till analysen.

3.4. Vanliga problem att undvika:

För att undvika problem som kollinearitet och att inkludera överflödiga variabler så genomförs några preliminära tester innan huvud-regressionen sker. Först, ett test av eventuell korrelation mellan de enskilda oberoende variablerna och den beroende variabeln. Testet genomförs för att tidigt identifiera om någon av de oberoende variablerna kan elimineras från modellen. Sedan genomförs ett test för att undersöka eventuell korrelation mellan de oberoende variablerna. Målet är att tidigt eliminera variabler som introducerar kollinearitet i modellen. När det

säkerställts att varken kollinearitet eller överflödiga variabler påverkar modellen avsevärt, genomförs själva regressionen. Heteroskedasticitet kan påverka standardfel i en OLS-regression. För att undvika bias så genomförs regressionen med robusta standardfel. VIF (Variance Inflation Factor) undersöks för att upptäcka multikollinearitet. Resultat av dessa tester bifogas i appendix.

4. Resultat

4.1. Summerande statistik

Nedan i tabell 5 presenteras den summerande statistiken för datasetet. Som framgår av den följer datan de avgränsningar som definierats för studien. Inga extrema eller orimliga värden som kan snedvrída resultatet kan heller identifieras.

Tabell 5: Summerande Oberoende variabler

Summerande Oberoende variabler						
Beskrivande	LM/TT	Ägarandel	WSE	Utdelning	lnOms	Booktomarket
Antal obs.	38358	38359	38317	38359	38351	38319
Medelvärde	0.1317411	32.12311	1.01338	1.949509	4.729876	1.19721
Median	0.0789045	26.2	0.561761	0.5479	4.83866	0.6386452
Standardavvikelse	0.1550293	22.83438	1.534304	4.11356	2.885963	13.94549
Min	0	0.001	0.0225851	0	-6.907755	0
Max	0.9954774	100	10.96823	100	13.06085	2473.403

Tabell 6 visar resultatet för variansanalysen med År som oberoende faktor. Från tabell 6 kan det dessutom observeras att signifikansnivån ligger på 0.0000 vilket är under 0.05, detta innebär att det finns en signifikant skillnad på medelvärdet för likvida medel mellan åren som inkluderats i studien.

Tabell 6: En-faktors ANOVA

Antal obs. = 38,358 R-squared = 0.0048
Root MSE = 0.154675 Adj R-squared = 0.0046

	Partial SS	df	MS	F	Prob>F
Model	4.4239625	9	0.49155139	20.55	0.0000
År	4.4239625	9	0.49155139	20.55	0.0000
Residual	917.45296	38,348	0.0239244		
Total	921.87692	38,357	0.02403412		

4.2. Regression – Initial modell

Tabell 7: Linjär regression – Initial modell

Linjär regression – Initial modell	Antal obs.	=	38,269
	F(26, 38242)	=	170.73
	Prob > F	=	0.0000
	R-squared	=	0.1658
	Root MSE	=	0.14157

LM/TT	Koeff.	Robust Std. Fel.	t	P>t	[95% Konf.Intervall]	
Ägarandel	-0.0004638	0.0000330	-14.06	0.000	-0.0005284	-0.0003991
WSE	-0.0072475	0.0004498	-16.11	0.000	-0.0081291	-0.0063658
Utdelning	0.0007379	0.0001668	4.42	0.000	0.0004111	0.0010648
lnOms	-0.0123467	0.0003471	-35.57	0.000	-0.0130270	-0.0116663
Booktomarket	-0.0002260	0.0001534	-1.47	0.141	-0.0005268	0.0000747
Ägarklassificering						
Individ/Familj	-0.0106495	0.0022831	-4.66	0.000	-0.0151244	-0.0061746
Bank/institutionellt	0.0035453	0.0019892	1.78	0.075	-0.0003536	0.0074441
Stat/Myndighet	-0.0053022	0.0031746	-1.67	0.095	-0.0115244	0.0009201
År						
2011	-0.0041799	0.0032754	-1.28	0.202	-0.0105998	0.0022399
2012	-0.0082321	0.0032361	-2.54	0.011	-0.0145750	-0.0018893
2013	-0.0030251	0.0032031	-0.94	0.345	-0.0093032	0.0032530
2014	0.0030590	0.0032773	0.93	0.351	-0.0033646	0.0094826
2015	0.0065394	0.0032720	2.00	0.046	0.0001263	0.0129526
2016	0.0075537	0.0032389	2.33	0.020	0.0012055	0.0139020
2017	0.0132214	0.0032338	4.09	0.000	0.0068831	0.0195597
2018	0.0128893	0.0032689	3.94	0.000	0.0064822	0.0192963
2019	0.0148086	0.0033241	4.45	0.000	0.0082934	0.0213239
Industrier						
Sällanköpsvaror	-0.0141246	0.0031243	-4.52	0.000	-0.0202483	-0.0080009
Dagligvaror	-0.0449974	0.0032048	-14.04	0.000	-0.0512790	-0.0387159
Energi	-0.0210302	0.0039806	-5.28	0.000	-0.0288322	-0.0132282
Sjukvård	0.0869851	0.0046376	18.76	0.000	0.0778952	0.0960749
Industri	-0.0114142	0.0029239	-3.90	0.000	-0.0171452	-0.0056832
Informationsteknologi	0.0418865	0.0035125	11.92	0.000	0.0350019	0.0487711
Material	-0.0403239	0.0032526	-12.40	0.000	-0.0466991	-0.0339488
Fastigheter	-0.0870702	0.0037153	-23.44	0.000	-0.0943524	-0.0797881
Allmännyttiga/Utiliteter	-0.0351584	0.0039087	-8.99	0.000	-0.0428196	-0.0274972
Konstant	0.2110366	0.0044258	47.68	0.000	0.2023619	0.2197114

Från den initiala regressionen som kan ses här ovan i tabell 7 kan mycket information hämtas. Först kommer resultatet för de oberoende variablerna redovisas och därefter dummyvariablernas, *ägarklassificering*, *år* och *industri*.

Det kan noteras att enbart en av de oberoende variablerna är ej signifikant, *book to market-ratio*. Variablerna som däremot är signifikanta är *ägarandel*, *WSE*, *utdelning* och *omsättning* med koefficienter på -0.0004638; -0.0072475; 0.0007379 och -0.0123467. Det innebär att variablerna *ägarandel*, *WSE* och *omsättning* har ett negativt samband till likvida medel. Ju högre dessa variabler är desto lägre är nivån på likvida medel. Däremot har variabeln *utdelning* ett positivt samband till likvida medel, ju mer utdelning ett företag ger desto mer likvida medel håller företaget.

Vidare till denna regressions första dummyvariabel, *ägarklassificering*, den del av regressionen som är av störst intresse. Här observeras att *individ/familj* är signifikant skiljt från *spritt ägande* med en koefficient på -0.0106495. Att koefficienten för *individ/familj* är negativ innebär att de håller mindre likvida medel än gruppen *spritt ägande*. Riktas sedan ett öga till *bank/institutionellt* samt *stat/myndighet* ägande kan det observeras att dessa inte är signifikanta med en signifikansnivå på 0.075 och 0.095 respektive. Med avseende på att de sistnämnda grupperna ej är signifikanta är därmed inte koefficienterna av intresse.

Dummyvariabeln för *år* noteras att 3 är icke signifikanta medan resterande är signifikanta. Samma antal koefficienter är negativa och övriga positiva. Precis som för *år* har dummyvariabeln för *industri* blandat negativa och positiva koefficienter men en majoritet finns för de negativa då det enbart är två som är positiva. Fortsatt till signifikansen för *industri* kan det identifieras att samtliga industrier är signifikanta för den initiala regressionen.

4.3 Regression – Utökad modell

På nästkommande sida i tabell 8 presenteras resultatet av den utökade regressionsmodellen. I denna är interaktionskoefficienterna av intresse. Samtliga interaktioner är signifikanta och har en negativ koefficient. Detta innebär att i genomsnitt ser alla *ägarklassificeringar* en mindre effekt på nivån på likvida medel av ökad *ägarandel* jämfört med *spritt ägande*.

Tabell 8: Linjär regression - Utökad modell

Linjär regression – Utökad modell

Antal obs.	=	38,269
F(29, 38239)	=	156.67
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.1670
Root MSE	=	0.14147

LM/TT	Koeff.	Robust Std. Fel.	t	P>t	[95% Konf.Intervall]	
Ägarandel	0.0000169	0.0000792	0.21	0.831	-0.0001383	0.0001721
WSE	-0.0072590	0.0004502	-16.12	0.000	-0.0081414	-0.0063766
Utdelning	0.0007678	0.0001673	4.59	0.000	0.0004399	0.0010956
InOms	-0.0121950	0.0003481	-35.03	0.000	-0.0128774	-0.0115127
Booktomarket	-0.0002397	0.0001530	-1.57	0.117	-0.0005395	0.0000602
Ägarklassificering						
Individ/Familj	-0.0054950	0.0037881	-1.45	0.147	-0.0129197	0.0019297
Bank/institutionellt	0.0191491	0.0029767	6.43	0.000	0.0133147	0.0249835
Stat/Myndighet	0.0135888	0.0060518	2.25	0.025	0.0017271	0.0254504
Interaktion - Ägarandel & Ägarklassificering						
Individ/Familj	-0.0003490	0.0001105	-3.16	0.002	-0.0005656	-0.0001324
Bank/institutionellt	-0.0006501	0.0000892	-7.29	0.000	-0.0008248	-0.0004753
Stat/Myndighet	-0.0007567	0.0001418	-5.34	0.000	-0.0010347	-0.0004787
År						
2011	-0.0047642	0.0032749	-1.45	0.146	-0.0111831	0.0016547
2012	-0.0087957	0.0032336	-2.72	0.007	-0.0151337	-0.0024578
2013	-0.0035174	0.0031991	-1.10	0.272	-0.0097878	0.0027529
2014	0.0026188	0.0032748	0.80	0.424	-0.0037999	0.0090375
2015	0.0062114	0.0032681	1.90	0.057	-0.0001941	0.0126169
2016	0.0073059	0.0032353	2.26	0.024	0.0009646	0.0136472
2017	0.0132420	0.0032298	4.10	0.000	0.0069115	0.0195726
2018	0.0134591	0.0032670	4.12	0.000	0.0070558	0.0198625
2019	0.0153187	0.0033229	4.61	0.000	0.0088056	0.0218318
Industrier						
Sällanköpsvaror	-0.0138420	0.0031267	-4.43	0.000	-0.0199705	-0.0077136
Dagligvaror	-0.0446371	0.0032060	-13.92	0.000	-0.0509209	-0.0383532
Energi	-0.0200277	0.0039871	-5.02	0.000	-0.0278425	-0.0122129
Sjukvård	0.0876004	0.0046390	18.88	0.000	0.0785078	0.0966930
Industri	-0.0109758	0.0029245	-3.75	0.000	-0.0167078	-0.0052437
Informationsteknologi	0.0422850	0.0035136	12.03	0.000	0.0353982	0.0491718
Material	-0.0398604	0.0032568	-12.24	0.000	-0.0462437	-0.0334770
Fastigheter	-0.0865507	0.0037128	-23.31	0.000	-0.0938278	-0.0792736
Allmännyttiga/Utiliteter	-0.0347623	0.0039415	-8.82	0.000	-0.0424877	-0.0270369
Konstant	0.2008063	0.0046639	43.06	0.000	0.1916649	0.2099477

4.4 Interaktion

Tabell 9: Två-faktors ANOVA

Antal obs. = 38,358 R-squared = 0.1106
Root MSE = 0.146278 Adj R-squared = 0.1097

	Partial SS	df	MS	F	Prob>F
Model	101.97261	39	2.6146824	122.20	0.0000
Ägare	0.90142039	3	0.30047346	14.04	0.0000
Industri	27.557363	9	3.0619293	143.10	0.0000
Industri#Ägare	2.9212862	27	0.10819579	5.06	0.0000
Residual	819.90431	38,318	0.02139737		
Total	921.87692	38,357	0.02403412		

Båda kategoriska variabler har en signifikant inverkan och det finns en signifikant interaktion mellan dem, vilket kan observeras i tabell 9. Därav måste ytterligare tester ske för att se vari interaktionen finns, detta test kan observeras på nästkommande sida i tabell 10. Med dessa tester kan det observeras att endast en av interaktionerna är insignifikant, statligt ägda bolag i fastighetsbranschen. Samtliga interaktioner med *ägarklassificeringen individ/familj* är signifikanta, detsamma gäller för *ägarklassificeringarna instutionell/bank* och *spridd*. Detta innebär att de kategoriska variablerna *industri* och *ögarklassificering* interagerar och påverkar därmed den genomsnittliga nivån för likvida medel, med undantag för interaktionen mellan fastighetsindustrin och *ägarklassificeringen stat/myndighet*.

Tabell 10: Post-hoc interaktion

Post-hoc interaktion. Bonferroni	Antal obs. = 38,358		Deltametod		
Ägarklassificering#Industri	Marginal	Std. Fel.	P>t	[95% Konf.Intervall]	
Ind./Fam.#Allmännyttiga/Utiliteter	0.1193625	0.0168908	0.000	0.0862561	0.1524688
Ind./Fam.#Dagligvaror	0.0803197	0.0058794	0.000	0.0687959	0.0918435
Ind./Fam.#Energi	0.0924215	0.0120240	0.000	0.0688542	0.1159889
Ind./Fam.#Fastigheter	0.0783034	0.0071207	0.000	0.0643467	0.0922602
Ind./Fam.#Industri	0.1179100	0.0030396	0.000	0.1119524	0.1238676
Ind./Fam.#Informationsteknologi	0.1783419	0.0036604	0.000	0.1711675	0.1855164
Ind./Fam.#Kommunikation	0.1511671	0.0052276	0.000	0.1409210	0.1614133
Ind./Fam.#Material	0.0989500	0.0061323	0.000	0.0869305	0.1109695
Ind./Fam.#Sjukvård	0.2390863	0.0050774	0.000	0.2291344	0.2490381
Ind./Fam.#Sällanköpsvaror	0.1217823	0.0036570	0.000	0.1146146	0.1289500
Inst./Bank#Allmännyttiga/Utiliteter	0.0846850	0.0058605	0.000	0.0731983	0.0961718
Inst./Bank #Dagligvaror	0.0772438	0.0035572	0.000	0.0702716	0.0842160
Institutionell/Bank#Energi	0.1243382	0.0044185	0.000	0.1156778	0.1329985
Inst./Bank #Fastigheter	0.0674580	0.0043079	0.000	0.0590144	0.0759016
Inst./Bank #Industri	0.1110959	0.0021582	0.000	0.1068658	0.1153259
Inst./Bank#Informationsteknologi	0.1887337	0.0030574	0.000	0.1827411	0.1947264
Inst./Bank #Kommunikation	0.1319257	0.0038257	0.000	0.1244273	0.1394241
Inst./Bank #Material	0.0891761	0.0035159	0.000	0.0822849	0.0960673
Inst./Bank #Sjukvård	0.2628578	0.0034488	0.000	0.2560982	0.2696175
Inst./Bank #Sällanköpsvaror	0.1138089	0.0028556	0.000	0.1082119	0.1194060
Spridd#Allmännyttiga/Utiliteter	0.0679821	0.0097303	0.000	0.0489105	0.0870537
Spridd#Dagligvaror	0.0747308	0.0061649	0.000	0.0626474	0.0868141
Spridd#Energi	0.1045778	0.0079447	0.000	0.0890059	0.1201497
Spridd#Fastigheter	0.0781601	0.0066014	0.000	0.0652211	0.0910991
Spridd#Industri	0.1244162	0.0031584	0.000	0.1182257	0.1306068
Spridd#Informationsteknologi	0.1995772	0.0037681	0.000	0.1921916	0.2069628
Spridd#Kommunikation	0.1377849	0.0057156	0.000	0.1265823	0.1489876
Spridd#Material	0.0964824	0.0052276	0.000	0.0862362	0.1067285
Spridd#Sjukvård	0.2349196	0.0045250	0.000	0.2260504	0.2437888
Spridd#Sällanköpsvaror	0.1047016	0.0041607	0.000	0.0965465	0.1128568
Stat/Mynd.#Allmännyttiga/Utiliteter	0.0583800	0.0103177	0.000	0.0381571	0.0786030
Stat/Mynd.#Dagligvaror	0.0520866	0.0197242	0.008	0.0134268	0.0907465
Stat/Mynd.#Energi	0.0754087	0.0117116	0.000	0.0524536	0.0983638
Stat/Mynd.#Fastigheter	0.0316185	0.0193750	0.103	-0.0063571	0.0695941
Stat/Mynd.#Industri	0.1011451	0.0073048	0.000	0.0868275	0.1154627
Stat/Mynd.#Informationsteknologi	0.1462061	0.0258586	0.000	0.0955226	0.1968896
Stat/Mynd.#Kommunikation	0.0587379	0.0137607	0.000	0.0317666	0.0857093
Stat/Mynd.#Material	0.0720686	0.0127319	0.000	0.0471138	0.0970235
Stat/Mynd.#Sjukvård	0.1843412	0.0126365	0.000	0.1595732	0.2091091
Stat/Mynd.#Sällanköpsvaror	0.1462941	0.0180056	0.000	0.1110026	0.1815856

5. Analys

5.1. Regression – Initial och utökad modell

Som ett initialt test, om den teoretiska bakgrunden gör rimliga förutsägelser, analyseras koefficienterna för de oberoende variablerna. Dummyn för ägarklassificering analyseras senare i det här avsnittet. En negativ koefficient på *ägarandel* indikerar att nivån på de likvida medlen minskar då den största ägarens andel av aktierna ökar, vilket är helt i linje med agentteori. Även skuldsättningsgraden, som representeras av *WSE*, har en negativ inverkan på likvida medel och även detta är i linje med agentteori. Med det avses hur ökade förpliktelser till långivare fungerar som en begränsning av ledningens handlingsfrihet. Det teoretiska sambandet mellan likvida medel och *utdelning* avspeglas i resultatet. För att kunna betala utdelning krävs att likvida medel finns tillgängligt och förväntan om ett positivt samband har uppfyllts. Storleken av företaget har också en signifikant inverkan på nivån av de likvida medlen, mätt som *omsättning*. Att externa finansieringsalternativ finns mer tillgängligt för stora bolag kan här vara en möjlig förklaring. En variabel som däremot inte är signifikant för regressionen är variabeln *Book to market-ratio*. Här hade andra mått möjligen returnerat en signifikant påverkan tillskillnad från valt mått.

När det kommer till om huruvida tidpunkten har någon effekt så ses ett blandat resultat. Somliga *år* har inte någon effekt på de likvida medlen medan andra har det. Någon förklaring till det har ej identifierats. En möjlighet är att makroekonomiska faktorer påverkar ledningens val av finansiell strategi. Analys av vad som ligger bakom är däremot utanför denna studies område. Vidare har resultatet visat på att samtliga dummies för *industrier* är signifikanta vilket indikerar att nivån på de likvida medlen mellan industrierna är signifikant skilda från varandra. Att olika industrier ställer olika krav på den finansiella strategin och tillgångsmassan är inte oväntat.

Sammanfattningsvis finns goda indikationer på att modellerna beskriver faktorerna som påverkar nivån på de likvida medlen väl. Något som tas i beaktning i den fortsatta analysen. Samtidigt ses en signifikant interaktion mellan nästan samtliga kombinationer av *ägare* och *industri*. Det här indikerar att det finns unika utmaningar för alla konstellationer. Ägarnas motivationer och preferenser har effekt i varje *industri* över tid.

5.1.1. Hypotes 1 - Bank/institutionella ägare

Bank/institutionellt ägande är inte signifikant skilt från *spritt* ägande enligt modellen. Därav kan hypotes I förkastas. Bevis finns ej för att företag med *bank/institutionella* ägare håller likvida medel i en utsträckning som skiljer sig från företag med *spritt* ägande.

Ett flertal förklaringar till det finns. Måttet på ägandet kan vara en av faktorerna som gör att det inte går att observera en signifikant skillnad mellan *spritt* och *bank/institutionellt* ägande. Variabeln *ägarandel*, det vill säga proxyt för principalens incitament och makt, har inte möjlighet att ta hänsyn till principalernas förmåga att bilda koalitioner. Genom koalitioner kan flera mindre ägare göra gemensam sak för att styra ledningen till att minimera nivån av likvida medel. Sådana grupperingar kan åstadkomma exakt vad en enskild ägare kan.

En ytterligare förklaring till den icke signifikanta skillnaden mellan *bank/institutionellt* och *spritt* ägande kan vara att ägare inte är de enda som har incitament till att granska ledningens aktiviteter. Ansvar för övervakning kan falla på långivare eller andra intressenter. I många

fall kan vinningen av att engagera sig i sådana aktiviteter överstiga kostnaden även för ägare med ett innehav under 5%.

5.1.2. Hypotes II - Individ/Familj

Hypotesen om att familjeägande har en positiv effekt på likvida medel förkastas. Det negativa samband som presenteras i regressionen indikerar att familjeägda företag mitigerar sin risk genom andra mekanismer än de likvida medlen. Friheten att välja projekt som passar familjens riskprofil. Istället för sådana som maximerar avkastning, eliminerar till viss del försiktighetsmotivet av att hålla likvida medel. Även om det resultatet inte är väntat så är det i linje med tidigare studier på området av Durán med flera (2016).

Från den utökade modellen går det att utläsa att ägandedelen inom denna kategori hade en marginellt mindre inverkan på de likvida medlen jämfört med *spritt* ägande. Skillnaden är dock så extremt liten att det inte bör ha någon större inverkan på den finansiella strategin.

Dessutom kan resultatet antyda att ledningen inte försöker extrahera värde från ägarna då de har familjeband. Sådant beteende följer av att den socio-emotionella aspekten tar plats i bedömningen.

5.1.3. Hypotes III - Stat/myndighet

Hypotes III kommer även den behövas förkastas. Ett negativt samband på nivån på likvida medel kan ej noteras mellan ett företag med *spritt* ägande och ägandeklassificeringen *stat/myndighet*. Precis som nämnts i det teoretiska avsnittet så kan det sambandet bero på ett flertal faktorer. Bland annat det faktum att denna typ av ägare inte värnar om vinstmaximering likt andra. Trots att de har många intressenter med motivation till övervakning, så skiljer sig inte den grupp signifikant från de med *spritt* ägande. Fortsättningsvis kan det till denna undersökning inte utläsas i vilken utsträckning dessa faktorer ligger bakom resultatet.

Denna ägarklassificering uppvisade den största skillnaden i ägarandelens påverkan jämfört med *spritt* ägande. Det betyder att sådana företag uppvisar minst påverkan på likvida medel av ägarandelen. En möjlig anledning är att staters ord väger tungt vid en eventuell konflikt över den finansiella strategin. Därav kan de besitta en makt som är oproportionerlig mot deras rösträtt. Viktigt att uppmärksamma här är dock att effekten är extremt svag och det är därmed oklart vilken faktiskt påverkan det skulle ha i realiteten.

6. Slutsats

Syftet med denna rapport var att undersöka vidare ett samband existerar mellan ett företags ägarstruktur och dess nivå av likvida medel. Studien har genomförts på ett urval på 38 359 observationer och efter att statistiska tester slutförts kan följande slutsatser dras. Familjeägande i företag har en inverkan på företagets finansiella strategi. Effekterna från detta är dock inte särskilt stora i genomsnitt. Fraktioner av en procent bör inte vara en stor nog skillnad för att ändra en investerares uppfattning. I många fall är skillnaden inte väsentlig och skulle motsvara felet från en avrundning. Därmed förblir användbarheten av redovisningen god även utan ägarkontexten som denna studie har bidragit med insikter om. Ingen av de kvalitativa egenskaperna för redovisning förstärks i någon betydande omfattning av studiens resultat. Speciellt i ljuset av att för en majoritet av företagen syns ingen skillnad i nivån på de likvida medlen. Ur en användare av redovisningens synvinkel bör sådan detaljerad information om ägarna sakna relevans. Andra ansatser till att prognostisera företagets framtid bör vara mer produktiva för användarna av de finansiella rapporterna.

För framtida forskning inom området föreslås att ytterligare fragmentering av industrier och ägarklassificering sker. Med ett mer komplext mått på ägarnas förmåga att konsolidera sin makt och sina resurser i koalitioner hade ytterligare insikter kunnat uppnås. Samtidigt hade en annan nivå på tröskelvärden, för vad som klassas som kontrollerande ägande, kunnat generera ett annorlunda resultat än det för denna studie där 5% har använts. Även att utforska förekomsten av en optimal nivå av likvida medel samt rörelser mot den för en given ägargrupp hade varit högst intressant. Vidare hade en undersökning angående om en historisk trend föreligger för posten likvida medel kunnat föreslås.

7. Referenslista

Ahmed, R., Qi, W., Ullah, S., & Kimani, D. (2020). Determinants of corporate cash holdings: An empirical study of Chinese listed firms. *Corporate Ownership and Control*, 15(3).

AICPA. (1973) *Objectives of financial statements*. Hämtad från AICPA: <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED089583.pdf>

Akins, A. & Rasay, S. J. (2020). Large cash holdings to buoy tech companies during COVID-19 storm. *S&P Global Market Intelligence*. 9 april 2020. Hämtad 2020-04-21 från <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/large-cash-holdings-to-buoy-tech-companies-during-covid-19-storm-57960451>

Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 12(2), 605-617.

Arrow, K. J. (1969). The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus nonmarket allocation. *The analysis and evaluation of public expenditure: the PPB system*, 1, 59-73.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.

Bordley, R., & LiCalzi, M. (2000). Decision analysis using targets instead of utility functions. *Decisions in Economics and Finance*, 23(1), 53-74.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation : Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken, New Jersey: Johan Wiley.

Danziger, P. (2020). List Of Retail Companies On Bankruptcy Watch Is Growing Fast Amid Coronavirus Crisis. *Forbes*. 3 april 2020. Hämtad 2020-04-21 från: <https://www.forbes.com/sites/pamdanziger/2020/04/03/retail-companies-on-death-watch-is-growing-fast-as-covid-19-puts-non-essential-retailers-on-life-support/#499569f925ea>

Dao, M. C., & Maggi, C. (2018). *The Rise in Corporate Saving and Cash Holding in Advanced Economies: Aggregate and Firm Level Trends*. International Monetary Fund.

Delevingne, L. & Schneider, H. (2020). U.S. stimulus package is biggest ever, but may not be big enough. *Reuters*. 30 mars 2020. Hämtad 2020-04-21 från: <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-fed-stimulus-analy/u-s-stimulus-package-is-biggest-ever-but-may-not-be-big-enough-idUSKBN21H0E7> (Hämtad 21 April 2020)

Durán, R.F., Lozano, M.B., & Yaman, S. (2016). Is Family Control Relevant for Corporate Cash Holding Policy?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1325-1360. doi: 10.1111/jbfa.12222

EY. (2018). *10 priorities for boards and audit committees in 2018*. Hämtad 20-04-17 från: https://www.ey.com/en_uk/assurance/10-priorities-for-boards-and-audit-committees-in-2018

- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Finansinspektionen. (2020). Major shareholding notifications. Hämtad 2020-04-10 från: <https://www.fi.se/en/markets/investors/major-shareholding-notifications/>
- Gallo, A. (2014). A refresher on net present value. *Harvard Business Review*, 19. Hämtad 2020-05-21 från: <https://hbr.org/2014/11/a-refresher-on-net-present-value>
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International journal of economics and finance*, 4(1), 70-79.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- IASB. (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Hämtas från IFRS: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework/>
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Levmore, S. (1982). Monitors and freeriders in commercial and corporate settings. *Yale LJ*, 92(1), 49-83.
- Levy, H., & Levy, M. (2002). Arrow-Pratt risk aversion, risk premium and decision weights. *Journal of Risk and Uncertainty*, 25(3), 265-290.
- Lozano, M.B., & Durán, R.F. (2017). Family control and adjustment to the optimal level of cash holding. *The European Journal of Finance*, 23(3), 266-295. doi:10.1080/1351847X.2016.1168748
- Marton, J., Lundqvist, P., & Petterson, A. K. (2018). IFRS- I teori och praktik. Stockholm: Sanoma Utbildning.
- Mikkelsen, W.H., & Partch, M.M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294. doi: 10.2307/4126751
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. doi: 10.1016/S0304-405X(99)00003-3
- Overland, C., Mavruk, T., & Sjögren, S. (2012). Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared. *The 4th workshop of the Nordic Corporate Governance Network, Reykjavik University June 15, 2012*.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759-778.

- Peterkort, R. F., Nielsen, J. F. (2005). Is the book-to-market ratio a measure of risk?. *Journal of Financial Research*, 28(4), 487-502.
- Ramirez, C. D. (1995). Did JP Morgan's men add liquidity? Corporate investment, cash flow, and financial structure at the turn of the twentieth century. *The Journal of Finance*, 50(2), 661-678.
- Redovisning. (2020). I *Nationalencyklopedin*. Hämtad 2020-05-11 från <https://www-ne-se.ezproxy.ub.gu.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/redovisning>
- Reinicke, Carmen. 2019. Warren Buffett has a \$128 billion cash pile. Wall Street can't figure out why he isn't spending it. *Business Insider*. 9 November 2019. Hämtad 2020-04-19 från: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/four-analysts-on-berkshire-hathaways-128-billion-cash-pile-2019-11-1028659828>
- Skatteverket. (2020). *Redovisningens syfte*. Hämtad 2020-05-11 från <https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2020.6/3200.html>
- Skatteverket. (2020). *Vad är utdelning från aktiebolag?*. Hämtad 2020-05-09 från <https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2020.6/331683.html>
- Srf Redovisning. (2020). 3. *Analys med nyckeltal*. Hämtad 2020-05-27 från <https://www.srfredovisning.se/foretagsanalys-med-redovisningsinformation/3-analys-med-nyckeltal/>
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Tilson, W. (2019). The deadliest mistake a company can make to destroy shareholder value. *Accounting weekly*, 30 april 2019. Hämtad 2020-05-22 från: <https://accountingweekly.com/the-deadliest-mistake-a-company-can-make-to-destroy-shareholder-value/>
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2004). Default risk in equity returns. *The journal of finance*, 59(2), 831-868.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Visma. (2018). *Kassaflöde – Vad är kassaflöde?*. Hämtad 2020-05-21 från <https://vismaspcs.se/ekonomiska-termer/vad-ar-kassaflode>

Appendix

Tabell 11: VIF

Variabel	VIF	1/VIF
Ägarandel	1.17	0.852942
WSE	1.03	0.968141
Utdelning	1.06	0.947173
lnOms	1.20	0.831182
Booktomarket	1.00	0.996993
Ägarklassificering		
Bank/Institutionell	1.65	0.841501
Familj/Individ	1.27	0.784712
Stat/Myndighet	1.08	0.928807
År		
2011	1.92	0.521245
2012	1.97	0.508708
2013	2.00	0.499925
2014	2.07	0.483917
2015	2.13	0.470454
2016	2.18	0.459748
2017	2.22	0.449999
2018	2.26	0.442420
2019	2.06	0.484878
Industri		
Sällanköpsvaror	2.44	0.409941
Stapelvaror	1.84	0.543138
Energi	1.53	0.654920
Sjukvård	2.09	0.478198
Industri	3.13	0.319259
Informationsteknologi	2.43	0.411686
Material	1.91	0.522594
Fastigheter	1.63	0.613884
Utiliteter	1.37	0.728904
Medel VIF	1.82	

Tabell 12: Pearson korrelation

Pearson korrelation

	LM/TT	lnOms	Ägarandel	WSE	Utdelning	Ägare	Booktomarket
LM/TT	1.0000						
lnOms	-0.2685*	1.0000					
Ägarandel	-0.1082*	-0.0165*	1.0000				
WSE	-0.0918*	0.0770*	0.0198*	1.0000			
Utdelning	-0.0514*	0.1895*	0.0312*	-0.0458*	1.0000		
Ägare	-0.0223*	0.2107*	-0.1538*	-0.0238*	0.0370*	1.0000	
Booktomarket	-0.0268*	-0.0108*	0.0285*	-0.0121*	0.0219*	-0.0016	1.0000

Stjärna = Signifikant på 5% nivå