

Styrelsesammansättning och finansiell prestation

En kvantitativ undersökning på Stockholm Large Cap

Av: William Bremark & Max Linder

Examinator: Mikael Lönnborg

Handledare: Darush Yazdanfar

Södertörns högskola | Institutionen för ekonomi och företagande

Kandidatuppsats, 15 hp

Företagsekonomi C | VT 2022



Förord

Vi vill rikta ett stort tack till alla som varit inblandade i att forma ekonomprogrammet vid Södertörns universitet till vad det varit för oss de senaste tre åren. Utbildningen har definitivt gett oss de kunskaper och färdigheter vi behövt för att kunna slutföra denna kandidatuppsats. Ett speciellt tack riktas till vår handledare Darush Yazdanfar som bidragit med akademiskt stöd, konstruktiv kritik och insikter.

Tack!

Abstract

Title: Board composition and financial performance. A study on Stockholm Large Cap.

Authors: William Bremark & Max Linder.

Supervisor: Darush Yazdanfar.

Keywords Corporate governance, board of directors, board composition, financial performance, Stockholm Large Cap.

Background: Corporate governance is a combination of mechanisms that measure the governing bodies within a company. Furthermore their ability to generate profit effectively and increase the overall financial performance of the firm. The responsibility of the board of directors includes setting the company's strategic goals by contributing with leadership to implement these goals. This incorporates a high degree of decision making that concerns and will affect the overall financial performance within a company. The composition of the board varies for each individual country due to substantial cultural differences. As well as differences in corporate governance, legal system, ownership structure, board structure and executive incentives.

Purpose: The purpose with this study is to investigate whether there is a relationship between board composition and financial performance of a sample of companies listed on OMX Stockholm Large Cap. This is done with the financial variables Tobin's Q and ROA, as well as the board variables gender diversity and board size.

Conclusion: The results are not strong enough to confirm the study's hypotheses. Consequently, it proves that the variables of the study have no relationship with a company's financial performance. The findings do not support empirical results and theoretical perspectives of previous research to the extent that gender diversity in the board and the size of the board have a statistical relationship with financial performance. Furthermore, it is concluded that other board variables may have a greater impact in Swedish context. This can be explained by differences in Nordic corporate governance compared to other geographical contexts where the subject has been studied.

Sammanfattning

Titel: Styrelsesammansättning och finansiell prestation. En undersökning på Stockholm Large Cap.

Författare: William Bremark & Max Linder.

Handledare: Darush Yazdanfar.

Nyckelord: Bolagsstyrning, bolagsstyrelse, styrelsesammansättning, finansiell prestation, Stockholm Large Cap.

Bakgrund: Bolagsstyrning är en kombination av mekanismer som mäter företagsledningens förmåga att effektivisera ett företags finansiella prestation. Ansvaret styrelsen bär inkluderar att sätta företagets strategiska mål och bidra med ledarskap för att kunna verkställa dessa mål. I detta införlivas i allra högsta grad beslut som rör och kommer att beröra den finansiella prestationen. Styrelsesammansättningen för varje enskilt land kan bero på substantiella kulturella skillnader såväl som skillnader i bolagsstyrning, rättssystem, ägarstruktur, styrelsestruktur och chefsincitament.

Syfte: Syftet med denna studie är att analysera samband mellan styrelsesammansättning och finansiell prestation hos ett urval av dagens OMX Stockholm Large Cap-företag. Detta genomförs med finansiella variablerna Tobin's Q och ROA, och styrelsevariablerna könsfördelning och styrelsens storlek.

Slutsats: Resultaten är inte tillräckligt starka för att bekräfta studiens hypoteser. Följaktligen bevisar det att studiens variabler inte har något samband med ett företags finansiella prestation. Fynden stödjer inte tidigare forsknings empiriska resultat och teoretiska perspektiv i den mån att könsfördelning i styrelsen och styrelsens storlek har ett statistiskt signifikant samband med finansiell prestation. Vidare konkluderas att andra styrelsevariabler kan ha större inverkan i svensk kontext. Detta kan förklaras av skillnader i nordisk bolagsstyrning gentemot andra geografiska kontexter där ämnet studerats.

Begreppslista och definitioner

Bolagsstyrning - Ett bolagsstyrningssystem är en kombination av mekanismer som försäkrar att företagsledningen sköter företaget för en eller flera intressenter.

Bolagsstyrelse - En styrelse är en grupp av personer som styr och fattar beslut inom exempelvis aktiebolag och föreningar.

Koden - Svensk kod för bolagsstyrning

Stockholm Large Cap - Namn för den största av huvudlistorna, indelad i Small Cap, Mid Cap och Large Cap, på Nasdaq OMX Stockholm. Indelningen av företagen till respektive lista görs efter dess storlek (Cap står för den engelska termen capitalization)

Styrelsevariabler - I denna studie avser styrelsevariabler styrelsens storlek och könsfördelning i styrelsen.

Tobin's Q - Ett värderingsmått som hänvisar till ett företags finansiella prestation.

ROA (Return on assets) - Ett värderingsmått som hänvisar till företagets finansiella prestation.

VIF- Förkortning för den engelska termen Variance Inflation Factor. Är ett test som görs för att undersöka om multikollinearitet föreligger i ett dataset.

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Problemformulering	11
1.3 Syfte	13
1.4 Undersökningsfrågor	13
1.5 Avgränsning	13
2. Teoretisk referensram och tidigare empiriska studier	15
2.1 Teori	15
2.1.1 Agentteorin	15
2.2 Tidigare forskning	17
2.2.1 Den nordiska bolagsstyrningsmodellen	17
2.2.2 Könsfördelning	19
2.2.3 Styrelsens storlek	21
2.3 Sammanställning av tidigare forskning	24
2.4 Hypotesformulering	26
3. Metod	27
3.1 Metod och ansats	27
3.2 Urval och datainsamling	27
3.2.1 Datainsamling	27
3.2.2 Urval	28
3.3 Mätning av variabler	28
3.3.1 Beroende variabler	28
3.3.1.3 Tobin's Q	29
3.3.1.4 ROA	30
3.3.2 Oberoende variabler	30
3.3.2.1 Könsfördelning	30
3.3.2.2 Styrelsens storlek	31
3.3.3 Kontrollvariabel	31
3.3.3.1 Skuldsättningsgrad	31
3.4 Bortfall	32
3.5 Litteratur och källkritik	32
3.6 Statistisk bearbetning	33
3.7 Reliabilitet och validitet	35
4. Empiri	38
4.1 Deskriptiv Statistik	38

4.2 Korrelationstest	39
4.3 VIF-test	40
4.4 Resultat från regressioner	41
4.4.1 Regression med Tobin's Q	41
4.4.2 Regression med ROA	43
5. Analys och hypotesutfall	46
5.1 Analys av andel kvinnor	47
5.2 Analys av styrelsens storlek	51
5.3 Sammanfattning av regressionsanalys	54
6. Slutsats	57
6.1 Förslag till framtida forskning	59

Tabell och figurförteckning

Tabell 1: Forskningsammansättning	25
Tabell 2: Deskriptiv statistik	39
Tabell 3: Korrelationsmatris	40
Tabell 4: VIF-Test	40
Tabell 5: Anova för Tobin's Q	43
Tabell 6: Tobin's Q	43
Tabell 7: Anova för ROA	44
Tabell 8: ROA	45

1. Inledning

I detta inledande kapitel presenteras en bakgrund och en kort beskrivning till ämnet bolagsstyrning. Vidare framförs problemdiskussion och syftesbeskrivning av studien, vilket sedan utkristalliseras i studiens undersökningsfrågor.

1.1 Bakgrund

Det finns ingen universell regel som förklarar det primära syftet för vad ett företag ska vara eller hur det ska styras. Enligt Georgen (2012) finns en specifik bolagsstyrning för varje enskilt företag, beroende på kulturella, rättsliga eller politiska faktorer. På grund av det menar han att ett företags verksamhet och komposition kan skiljas åt påtagligt. Shleifer & Vishny (1997), Jensen (1993) och Vitolla, Raimo & Rubino (2019) är mer konsekventa i sin tolkning och definierar att en god bolagsstyrning sker när aktieägarna kan försäkra sig om avkastning på sina investerade pengar. Vidare menar Shleifer & Vishny (1997) att reglering gällande investeringsskydd därför är en förutsättning för god bolagsstyrning. Naciri (2011) förklarar bolagsstyrning som ett strategiskt system i strävan att effektivisera företagets finansiella lönsamhet. För att det här systemet ska fungera behöver företaget ta hänsyn till två aspekter, enhällighet och prestation (ibid). Idowu & Caliyurt (2014) säger att enhällighet inom ett företag representeras av en övervakande enhet som bär ansvar mot samtliga intressenter. Prestationen representeras av företagsledningens förmåga att uppnå finansiell lönsamhet.

Georgen (2012) menar att bolagsstyrning påverkar oss alla. Medan vissa av oss är direkt involverade i företag via aktieäggande, har majoriteten av den arbetande befolkningen kapital via pensionsfonder, indexfonder och aktiefonder. Därför är det enligt Georgens mening fundamentalt för en företagsledning att agera i god tro. Ledningens fokus ska riktas mot vad som mest troligt bidrar till effektivitet och framgång för ett företag. Däremot främst till fördel för aktieägarna. Vidare menar Aluchna & Idowu (2017) att en övervakande enhet inom ett företag därför är en avgörande roll för företagets lönsamhet. Den här enheten, som ter sig i form av ett icke-specifikt antal medlemmar, ska se till att företagets aktiviteter sker i linje med aktieägarnas intressen (Afzalur 2015; Merendino & Melville 2019; de Villiers, Naiker &

van Staden 2011). Inom bolagsstyrning kallas den här övervakande enheten för en bolagsstyrelse. En styrelse är ansvariga för styrningen av ett företag och att generera vinst till aktieägarna (Fama & Jensen 1983). Aktieägarnas roll inom styrningen är att utse direktörer, revisorer och en styrelse. Det handlar främst om att försäkra sig själva att en lämplig struktur har satts på plats (Idowu & Caliyurt 2014). I svensk kontext är ägarnas roll gällande styrningen inom företaget mer omfattande. Det är inte ovanligt att majoritetsägare, minoritetsägare eller blockhållare förekommer som styrelseledamöter inom ett företag (Thomsen 2016). Vidare menar Shleifer & Vishny (1997) att ansvaret styrelsen bär innefattar att sätta företagets strategiska mål och bidra med ledarskap för att kunna verkställa dessa mål. I detta införlivas i högsta grad beslut som rör och kommer att beröra den finansiella lönsamheten. Styrelsen ska både överse och hantera cheferna inom ett företag, samt ge rapporter till aktieägarna om hur deras förvaltning av företaget går (Idowu & Caliyurt 2014). Styrelsens handlingar är sedermera subjekt till lagar, regleringar och aktieägarna (Georgen 2012; Fama & Jensen 1983; Vitolla et al 2019). Inom svenskt näringslivs är Bolagsverket tillsammans med Svensk kod för bolagsstyrning "Koden", två institutioner som staplar upp viktiga åtaganden för en styrelse. Den svenska bolagsformen förklarar att styrelsen ska leda företagets verksamhet (Svensk kod för bolagsstyrning 2020; Bolagsverket u.å).

Vid start av ett aktiebolag i Sverige utses en styrelse. Den som utser styrelsen är grundaren av aktiebolaget, även kallad stiftare. Styrelsen utses av stiftelseurkunden (Bolagsverket 2022). I Sverige har stora företag ofta en valberedning som överser tillsättningen av nya styrelseledamöter (Thomsen 2016). I aktiebolagslagen (2005:551) gällande styrelsesammansättning ska alla aktiebolag vara försedda med en styrelse. Styrelsen ska inbegripa en eller flera styrelseledamöter. Den minsta styrelsen ett aktiebolag kan ha är en styrelseledamot och en styrelsesuppleant. Inom svensk reglering finns inga krav gällande diversifiering eller andel av respektive kön. Däremot finns rekommendationer gällande styrelseutformning som presenteras av Koden (2020). De kommer i form av riktlinjer och ambitionsnivåer.

Den så kallade svenska koden för bolagsstyrning (hädanefter “Koden”) infördes 2005 som ett noteringskrav för företag på Stockholmsbörsen. Syftet är helt att stärka förtroendet för börsbolag genom kompletterande lagar, förordningar och regler för att öka transparensen. Listade företag måste uppfylla de formella kraven. Däremot inte Kodens rekommendationer, vilka bland annat rör samhälls- och hållbarhetsfrågor, exempelvis jämställdhet. (Svensk kod för bolagsstyrning 2020, s.2).

Camilleri (2017), Naciti (2019) och Aluchna & Idowu (2017) menar att dagens företag, särskilt de stora, har sociala skyldigheter gentemot samhället. Styrelsens primära fokus är att tillfredsställa aktieägarna. Detta sker främst genom att övervaka processer som behandlar företagets finansiella avkastning. Utöver det behöver en styrelse i dagens samhälle lägga stor vikt vid att hantera företagets image. Företaget, dess påverkan och avspeglning mot samhället, är en viktig aspekt som styrelsen behöver ta hänsyn till (Idowu & Caliyurt 2014). I och med den snabba och stora utvecklingen av informationsteknologin ökar transparens- och rapporteringskraven för dagens företag (Aluchna & Idowu 2017). Utvecklad informationsteknologi har lett till utökade åtaganden för bolagsstyrelser (Naciti 2019). Vidare innebär detta att en bolagsstyrelse både behöver hantera och beakta de risker som den snabba spridningen av information medför. Information gällande ett företags bolagsstyrning idag är lättare tillgänglig än någonsin (Camilleri 2017). Styrelsen behöver således se till att företaget agerar transparent i samtliga aktiviteter de är inblandade i. Det handlar om att minimera risker som kan skada företagets ekonomi. Om en bolagsstyrelse väljer att inte aktualisera viktiga samhälls- och hållbarhetsfrågor som jämställdhet, kan det leda till skador på företagets ekonomiska kapital (Idowu & Caliyurt 2014; Naciti 2019; Camilleri 2017; Aluchna & Idowu 2017). När ett företag inte engagerar sig i arbete mot jämställdhet framgår det i deras rapporter. Rapporter som är tillgängliga för allmänheten (Naciti 2019). Styrelsen behöver därför, utöver att generera vinst till företaget, se till att företaget upprätthåller ett etiskt förhållningssätt. Det gäller både övervakandet angående företagets sätt att utföra affärer, och hur företaget styrs.

1.2 Problemformulering

Enligt Fama & Jensen (1983) har en bolagsstyrelse två primära uppgifter. Dessa är beslutshandling, det vill säga initiering och genomförande av beslut, samt beslutskontroll, bekräftelse och övervakning av tagna beslut. Enligt Raheja (2005) går ovanstående påstående i linje med dennes antagande, att de två viktigaste funktionerna styrelseledamöter har är att ge råd och att övervaka ett företags aktiviteter. Överlag är en styrelse fokuset av många försök att förbättra ett företags bolagsstyrning (Boone, Casares Field, Karpoff & Raheja 2007). Schleifer och Vishny (1997) menar att en styrelse ska hjälpa företaget att maximera effektiviteten och avkastning på investerade pengar. För att konkretisera detta i modernare kontext utkristalleras det i tidigare nämnda; leda företagets verksamhet. De ska även ansvara för att skatter och avgifter betalas in och se till att upprätta årsredovisning varje år (Bolagsverket u.å). Utifrån uppgifter som framställs ovan klargörs att styrelsen har en central roll i att realisera företagets strävan efter maximal finansiell avkastning. Som tidigare nämnt finns det både krav och rekommendationer från Riksdagen (u.å), Koden (2020) och Bolagsverket (u.å) som bestämmer hur styrelsen får se ut, vara och agera. Dessa regler och rekommendationer behandlar däremot inte aspekter av styrelsesammansättning på detaljnivå. Exempelvis vilka detaljer eller funktioner inom styrelsen som hjälper företaget att effektivisera den finansiella prestationen. Följaktligen finns ett antal variabler som skiljer styrelsesammansättningen åt. Det är därför intressant att söka om det finns förutsättningar för en optimal sammansättning av en bolagsstyrelse.

Studier som forskar kring sambandet mellan bolagsstyrelser och företags finansiella prestation är eniga. De menar att män i styrelsen är överrepresenterade i de flesta länder (Fama & Jensen 1983; Reguera-Alvarado, de Fuentes, & Laffarga, 2015; Griffin, Li & Xu, 2021). Därför är den första variabeln denna studie kommer undersöka könsfördelning. Studien vill undersöka huruvida representation av kvinnor inom en bolagsstyrelse leder till förbättrad finansiell prestation för ett företag. Studier från bland annat Vafaei, Ahmed & Mather (2015) och Reguera-Alvarado et al (2015) menar att det finns positiva samband mellan kvinnor i styrelsen och finansiell prestation. Enligt Nguyen & Faff (2007) bidrar kvinnor också till större kunskapsbas. På lång sikt menar de att det ger företag

konkurrensfördelar. Däremot är kvinnor underrepresenterade i de flesta bolagsstyrelser (Jurkus, Park & Woodard, 2011). Enligt Torchia, Calabrò & Huse (2011) är det snarare på grund av deras kön än deras förmåga. Powell & Butterfield (1994) menar att biologiska förutsättningar är en verklighet i dagens organisationer. De beskriver det som osynliga hinder som blockerar kvinnor från att stiga i graderna och nå toppositioner. Detta gör sambandet om andelen kvinnor förbättrar den finansiella prestationen intressant, och även till en relevant variabel att behandla.

När det gäller styrelsestorlek för ett företag sett till svensk reglering finns inget tak på hur stor en styrelse kan vara (Bolagsverket u.å). Tidigare forskning presenterar att faktorer som bransch, företagets storlek och företagets geografiska plats kan påverka styrelsens storlek (Fama & Jensen 1983; Boone et al 2007; Yermack 1996; Cheng 2008). Enligt Lipton & Lorsch (1992) kan en liten styrelse leda till för hög belastning och bristande kompetensområden. Samtidigt menar Fama & Jensen (1983) att en stor styrelse kan skapa problem som leder till försämrade finansiell lönsamhet. Naciri (2011) förklarar att förutsättningar för en god bolagsstyrning skiljer sig åt. Likaså skiljer samordningen och storleken av en styrelse från företag till företag och bransch till bransch. Tidigare forskning gällande vad som representerar en optimal styrelsestorlek är gåtlik. Resultat angående en styrelsestorlek som bidrar till bättre förutsättningar för ett företag är underhållig. På grund av bristfälligheter inom diskursen anser författarna att det är en relevant variabel att undersöka. Därför kommer det bli den andra variabeln som denna studie behandlar, om det finns ett samband mellan styrelsens storlek och ett företags finansiella prestation.

Forskningen kring styrelsesammansättning och finansiell prestation har gjorts i olika kontexter och under varierande omständigheter. En del, som Campbell Minguez-Vera (2008), fokuserar på en finansiell variabel och en styrelsevariabel. Andra, som Reguera-Alvarado et al (2015) och Cheng (2008), fokuserar på två finansiella variabler och en styrelsevariabel. Forskningsområdet behandlas annorlunda bland olika forskare. O'Connell & Cramer (2010) avgränsar sig till specifika branscher och börsnoterade företag i Irland. Guest (2009) studerar samtliga branscher i England. Hans krav gällande urvalet är att det är börsnoterade företag

med rikhaltig information för undersökningsfrågan. Forskare på ämnet använder också olika styrelsevariabler. Emellertid använder majoriteten av forskare som studerar ämnet antingen Tobin's Q eller ROA som finansiella prestationsmått. I de flesta fall används båda två. Däremot har samtlig tidigare forskning, både gällande styrelsestorlek och könsfördelning, genomförts i andra länder. Det finns inga studier på ämnet som genomförts på den svenska marknaden. Tidigare forskning är därför inte med säkerhet generaliserbar över på svensk kontext. Författarna till denna studie anser trots det, på grund av geografisk plats, population, och kombination av variabler, att det finns relevans till undersökning på ämnet. Särskilt om denna studien kan hjälpa forskningsområdet inom svensk kontext.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att analysera samband mellan styrelsesammansättning och finansiell prestation hos ett urval av dagens OMX Stockholm Large Cap-företag. Studien kommer att genomföras på 71 företag med 629 observationer.

1.4 Undersökningsfrågor

Finns det ett statistiskt samband mellan könsfördelning i styrelsen och finansiell prestation?
Finns det ett statistiskt samband mellan styrelsens storlek och finansiell prestation?

1.5 Avgränsning

Studien avser att undersöka svenska företag idag noterade på OMX Stockholm Large Cap över tid. Tidsperioden avser bolag grundade senast 2012, där undersökta bolag måste varit börsnoterade 2015-2020. Avgränsningen tydliggörs ytterligare i *avsnitt 3.2 Urval och datainsamling*. Studien har analyserat dagens Stockholm Large Cap-företag eftersom att samtliga företag har samma transparens- och rapporteringskrav (Finansinspektionen u.å). De styrelsevariabler studien avser att ta hänsyn till är styrelsens storlek och könsfördelning. De finansiella variabler studien kommer behandla är Tobin's Q och return on assets (ROA). Kontrollvariabeln skuldsättningsgrad kommer inkluderas. Studien kommer exkludera samtliga finansiella aktörer på Stockholm Large Cap. Vad som föranlett bortfallen redovisas i

avsnitt 3.4. Studien avser att ge synvinklar från ett företags- såväl som ett investerarperspektiv. Detta då både författarna till denna studie och författare till tidigare forskning anser att båda aktörerna kan gynnas av datan som framställs.

2. Teoretisk referensram och tidigare empiriska studier

I detta kapitel beskrivs teori och tidigare forskning gjord kring ämnet. Tidigare forskning inleds med den nordiska bolagsstyrningen och är därefter indelat efter respektive styrelsevariabel. Det teoretiska ramverk som presenteras kommer ligga till grund för, och användas som referenspunkt till den analys som görs för denna studie. Kapitlet avslutas med studiens hypotesformulering.

2.1 Teori

2.1.1 Agentteorin

För att effektivisera och förbättra det finansiella värdet av ett företag agerar styrelsen i linje med aktieägarnas intressen (Fama & Jensen 1983; Vitolla et al 2019; de Villiers et al 2011; Poletti-Hughes & Briano-Turrent 2019; Afzalur 2015; Merendino & Melville 2019).

Styrelsen ska överse och bevaka de beslut som fattas inom företaget.

Vitolla et al (2019) och Merendino & Melville (2019) menar att det finns en separation mellan aktieägare och cheferna inom ett företag. En VD och underställande chefer har mer insyn i den dagliga verksamheten än vad aktieägarna har. Det skapar utrymme för VD och chefer att se efter sina egna intressen. Den här relationen kallas enligt Jensen & Fama (1983) för principal-agent relationen. Relationen ger upphov till kontrakt som ges från aktieägarna "principalen" till cheferna "agenten" för att företagsbeslut som fattas ska gynna aktieägarna. Dessa kontrakt begränsar agenten men ger också motivation, via bland annat förmåner (Poletti-Hughes & Briano-Turrent 2019). Separationen som finns mellan principalen och agenten skapar informationsklyftor gällande den dagliga verksamheten (Vitolla et al 2019). Agenten har övertag gällande information som rör det operativa. Enligt Merendino & Melville (2019) ger det upphov till agentkostnader. Dessa kostnader kan hänvisas till tre kategorier; övervakningskostnader, bonding-utgifter och restvärdes-förluster. Både Fama & Jensen (1983) och Vitolla et al (2019) menar att principalen vill använda övervakningsmetoder i form av en styrelse. Detta för att begränsa konsekvenser som orsakas av agentens beteenden som inte går i linje med aktieägarnas intressen. Principalen skapar

också uppmuntrande system i form av ersättningar, utdelningar och bonusar för att reducera meningsskiljaktigheter som skadar deras intressen. Detta är bonding-costs (Fama & Jensen 1983; Jensen 1993; Vitolla et al 2019). Restvärdes-förlust härrör från de kostnader som ägarna behöver betala för att förbättra systemet som helhet (Fama & Jensen 1983). Det är kostnaderna som uppstår när ett företag behöver förbättra övervakningen genom att tillsätta en styrelse. Summeringen av övervakningskostnader, bonding-utgifter och restvärdes-förluster sammanfattar agentkostnader (Vitolla et al 2019; Merendino & Melville 2019; de Villiers et al 2011; Jensen 1993; Fama & Jensen 1983)

Chefer som direkt handskas med affärsaktiviteter har ett betydande informationsövertag (Vitolla et al 2019). Det innebär att aktieägare får handskas med moraliska dilemman då de på grund av informationsbrist inte kan bedöma chefernas val av affärer.

Informationsasymmetrin ger fog för omständigheter som skadar värderingen av det ekonomiska kapitalet i företaget (Fama & Jensen 1983; Merendino & Melville 2019). En viktig faktor gällande överlevandet av ett företag eller organisation som helhet är därför att kunna kontrollera och hantera agentproblem. Den mekanism som införs för att begränsa dessa skador representeras i form av en styrelse. Styrelsen ska övervaka chefernas arbete (Merendino & Melville 2019). Vitolla et al (2019) och Jensen (1993) menar att styrelsens övervakningsfunktion är den primära funktionen för att skydda och överse aktieägares investeringar. Fama & Jensen (1983) identifierar styrelsen som ett ting som bildats i det inre för att reducera agentkostnader. Styrelsen företräder aktieägarna inom ett företag (ibid). Styrelsen representerar en övervakningskontroll som analyserar och evaluerar arbetet som utförs av chefer för att säkerställa vinstmaximering för aktieägare (Vitolla et al 2019; Merendino & Melville 2019; Jensen 1993). Styrelsen är ett försvar mot både ineffektiva chefer och beslut som missgynnar den ekonomiska prestationen för ett företag (Poletti-Hughes & Briano-Turrent 2019; Vitolla et al 2019; Merendino & Melville 2019; Jensen 1993; Fama & Jensen 1983).

När det gäller agentteorin sett till nordisk kontext framställer Thomsen (2016) hur bolagsstyrningsmodellen i nordiska länder gör principal-agent situationen åtkomlig. Detta

görs via valberedningar. Enligt Thomsen (2016) är scenariot i nordisk bolagsstyrning ofta att majoritetsägare, minoritetsägare och blockhållare både sitter i styrelsen och företagets valberedning. Valberedningen är en arbetsgrupp som är verksam inom ett företag. Arbetsgruppens primära mål är att förbereda val av styrelser och andra funktionärsposter. Principalen (ägarna) sitter alltså i styrelsen och har kontroll gällande vilka ledamöter som tillsätts. Ägarna utgör således en utökad funktion av övervakningen inom ett företag. Eftersom arbetsgruppen är bildad av ägarna agerar den därför i linje med aktieägarnas intressen (ibid). Ägare inom företag i nordiska bolagsstyrelser centraliserar således sin kontroll via valberedningar för att reducera agentkostnader. Deras närvaro i styrelsen och möjlighet att påverka beslutsprocesser gör att de får mer inflytande över agenterna (VD och underställda chefer). Den utökade övervakningsfunktionen, valberedningen, reducerar således principal-agent problemet.

2.2 Tidigare forskning

2.2.1 Den nordiska bolagsstyrningsmodellen

Det finns skillnader i Sverige kontra andra delar av världen gällande bolagsstyrning. Thomsen (2016) redogör för den nordiska bolagsstyrningsmodellen och att de nordiska länderna skiljer sig från resten av världen. Studien bygger upp den nordiska bolagsstyrningsmodellen i fyra kategorier; rättssystem, ägarstruktur, styrelsestruktur och chefsincitament.

Rättssystem

De nordiska länderna har liknande rättssystem. Det finns en strikt hierarkisk kedja från aktieägare till styrelsen och verkställande ledningen. Något som står ut inom den nordiska bolagsstyrningsmodellen är att majoritetsaktieägare, minoritetsägare och blockhållare har stor makt. Dessa sitter ofta i styrelser eller valberedningar som tillsätter företagets verkställande ledning. De kan kontrollera beslutsprocesser inom ett företag (Thomsen 2016).

Ägarstruktur

Ägarstruktur kan variera beroende på bransch och storlek på företag inom de nordiska länderna. Thomsen (2016) menar däremot att en gemensam faktor som återfinns i länderna

emellan är att aktieägarna har stort inflytande gällande företagsbeslut. Aktieägarna kan exempelvis byta ut styrelsen genom att vara kvalificerad majoritet på årsstämman. En annan unik egenskap i nordiska företag är stiftelseäggande. I Sverige är denna ägarstruktur grunden för två ledande företagsgrupper, Industrivärden och Wallenberg. Vidare förklarar han att denna typ av ägarstruktur kan bero på Nordens höga förmögenhetsskatt. Stiftelseäggande ger möjlighet för grundande familjer att behålla kontroll över sitt företag.

Styrelsestruktur

I de nordiska länderna finns distinktion mellan bolagsstyrelsen och den verkställande ledningen. Det finns tillåtelse för överlapp mellan de två, vilket inte är lika vanligt i andra länder. Styrelser i Norden är inte begränsade till övervakande uppgifter som i exempelvis Tyskland (Thomsen 2016). Däremot, likt Tyskland, förekommer ofta representation av företagsanställda i styrelsen. I Tyskland är det ett krav för företag att ha företagsanställd representation i styrelsen. Nordisk reglering ställer inte samma krav på deras företag (ibid).

Chefsincitament

Historiskt menar Thomsen (2016) att chefsincitament är generellt svagare i nordiska företag. Det har varit lägre och mindre varierande löner. Det gäller även i form av bonusar eller annan prestationsbaserad ersättning. Detta kan bland annat bero på den höga marginalskatten (ibid). Prestationsbaserad ersättning skattas bort till stor grad, vilket har lett till mindre incitament för aktieoptionsprogram och dylikt. Trots det har prestationsbaserad ersättning inom nordiska företag börjat användas mer frekvent. Även lönenivåerna ökar och börjar närma sig USA och Englands lönenivåer (Thomsen 2016).

Sammanfattning

Den nordiska bolagsstyrningen har utvecklats i linje med skandinaviska samhällen och influerats av länder som USA, England och Tyskland. Ägandet inom företagen är koncentrerat och aktieägare har mycket inflytande över verkställande ledning. Höga skatter, exempelvis förmögenhetsskatt, gör det svårt att upprätthålla familjeägda bolag. Den nordiska bolagsstyrningen har även inslag av instressentstyrning. Till skillnad från länder som USA och England, tar nordiska företag större hänsyn till intressenter utöver aktieägare (Thomsen 2016). Företagen har starka kopplingar till fackförbund, staten och välgörenhetsstiftelser

(ibid). Å andra sidan finns betydande skillnader gällande bolagsstyrning mellan de nordiska länderna. Norge är exempelvis det enda landet i Norden med lagstadgad könskvotering (Reguera-Alvarado et al 2015).

2.2.2 Könsfördelning

Ett flertal länder, bland annat, Norge, Spanien och Frankrike, har lagar gällande könskvotering i styrelsen. Det finns också länder som Tyskland, Storbritannien, Australien och Sverige som infört rekommendationer och upplysningskrav gällande könsfördelning. Initiativ med rekommendationer och lagstadgad könskvotering används i hopp om att öka närvaron av kvinnor i bolagsstyrelser hos noterade bolag (Reguera-Alvarado et al 2015). Enligt Vafaei et al (2015) och Jurkus et al (2011) borde det finnas både anledning och drivkraft för att öka representationen av kvinnor inom bolagsstyrelser. Forskningsresultat visar att när kvinnor inkluderas och får mer inflytande inom företag bidrar det till prestationshöjande effekter. Resultat från Jurkus et al (2011) visar bland annat att ökar antalet kvinnor i ett företag förbättras den finansiella prestationen. Tidigare studier gällande sambandet mellan andel kvinnor i styrelsen och finansiell prestation från Reguera-Alvarado et al (2015), Campbell Minguez-Vera (2008) och Vafaei et al (2015) påvisar en högre avkastning för företag när kvinnor både inkluderas och ökar i styrelsen. Det finns även studier som påvisar att kvinnor har lägre tolerans mot oetiska handlingar. Kvinnor har en lägre grad av dubbelmoral och i styrelsen bidrar de till alternativa synpunkter gällande investeringar kontra traditionella styrelseledamöter, män (Veremir & Vanhove, 2008; White Jr 1999; Vafaei et al 2015). Vidare menar Vafaei et al (2015) att ökad representation av kvinnor leder till mer säkra och hållbara investeringar. När styrelsen omfattas av fler kvinnor resulterar det följaktligen i minskade agentkostnader (ibid). Dessutom menar nya delar av forskningen att det finns fördelar utöver de finansiella fördelar som presenteras. Företag borde se jämnare könsfördelning i styrelsen som ett socialt ansvarstagande. Detta för att uppnå social rättvisa. Kvinnor ska ha möjlighet att uppnå sin fulla potential i det samhället de lever i (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015; Campbell Minguez-Vera 2008).

Reguera-Alvarado et al (2015) undersöker sambandet mellan andelen kvinnor i styrelsen och finansiell prestation i Spanien efter att landet införde lag om könskvotering 2008. Deras studie påvisar ett positivt samband mellan utökad representation av kvinnor i styrelsen och ett företags finansiella prestation. Det finns ingen könskvotering inom svensk reglering. Koden (2020) anger rekommendationer för könsfördelning. Deras rekommendationer förespråkar att jämnare könsfördelning i bolagsstyrelser är viktigt utifrån både etiska och moraliska aspekter. Enligt de bör företag sträva efter att avspegla en god, gedigen och effektiv arbetsmiljö mot samhället. Då är det viktigt att företag inom svenskt näringsliv ägnar sig åt att öka representationen av kvinnor i bolagsstyrelser. Vidare menar Koden (2020) att företag inte bara ska se ökningen av kvinnor som en handling motiverat av socialt ansvarstagande. Istället bör det ses som en gynnsam investering som kan utmynna i finansiella fördelar (ibid). Nyetablerad forskning gällande bolagsstyrning från Naciti (2019), Camilleri (2017) och Aluchna & Idowu (2017) visar att företag idag aktivt engagerar sig i arbetet med hållbarhetsfrågor. Det inbegriper arbete mot jämställdhet i företag och bolagsstyrelser. Däremot finns forskning som ställer sig emot en jämnare könsfördelning. Tajfel & Turner (1986) och Williams & O'Reilly (1998) kommer fram till motsatsen, att likartade grupper samarbetar väl. De förklarar att styrelser som är övergripande bestående av män, kommer resultera i högre vinst för företaget. Vidare menar Brown-Kruse & Hummels (1993) att män är mer samarbetsvilliga än sin kvinnliga motsvarighet.

I Norge, Spanien och Frankrike har det införts lagstadgat krav för börsnoterade företag som innebär att kvinnor ska omfatta minst 40% av styrelsen (Reguera-Alvarado et al 2015). Försättningsvis menar Reguera-Alvarado et al (2015) dock att trots de framsteg som gjorts, är den kvinnliga representationen fortsatt inadekvat. Framförallt i länder med icke obligatorisk könskvot. Det senaste decenniet har Koden (2019) presenterat hur strukturen kring könsfördelning inom bolagsstyrelser bör ha utvecklats för företag som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm och Main Regulated. De presenterade i maj 2014 tre ambitionsnivåer för könsfördelningen i börsbolagens styrelser;

1. Minst ca 40 procents andel för respektive kön efter stämposäsongen år 2020

2. Minst ca 35 procents andel för respektive kön i större bolag efter stämposäsongen år 2017.
3. Minst ca 30 procents andel för respektive kön i mindre bolag efter stämposäsongen år 2017.

Sverige har sett en ökning gällande kvinnlig representation i styrelser hos företag noterade på stockholmsbörsen. År 2019 var 34,4% av styrelseledamöter kvinnor och 65,6% män (SCB 2020). Siffror från Campbell & Minguez-Vera (2008) studie visar att Sverige redan ett årtionde tillbaka hade högst närvaro av kvinnliga direktörer och styrelsemedlemmar, 21%. Portugal hade det lägsta, 0,7%.

Internationellt finns det flera studier som undersökt huruvida jämnare fördelning mellan könen i bolagsstyrelsen påverkar bolagets prestation. Griffin et al (2019) presenterar en studie som genomförts i 45 länder och omfattar 12,244 företag. Studien visar att företag med större sannolikhet inkluderar kvinnor i styrelsen i länder med högre kvinnligt deltagande på arbetsmarknaden. Det går även att se en ökning av kvinnor i bolagsstyrelser i länder med mindre maskulina kulturer. Vidare kommer studien fram till att företag med jämnare könsfördelad styrelse innehar fler patent. Det finns en association gällande jämnt könsfördelade styrelser och feltolerans, långsiktiga initiativ, mer innovativa företagskulturer och fler uppfinningar (ibid). Samtliga resultat i studien visar att en jämn könsfördelning inom en bolagsstyrelse leder till förbättrad innovation. Detta stöds av Gul, Srinidhi, & Ng (2011) som menar på att en jämnt könsfördelad styrelse bidrar till bredare kompetens, bättre kreativitet och innovation. Vidare leder det till ökade konkurrensfördelar och skapar därmed förhållningssätt som bidrar till ökad finansiell prestation.

2.2.3 Styrelsens storlek

Koden (2020) menar att styrelsen ska ha en storlek som säkerställer dess förmåga att förvalta bolagets angelägenheter med integritet och effektivitet. Fama & Jensen (1983) förklarar det som att en styrelses storlek drivs av omfattningen och komplexiteten av företagets aktiviteter. Styrelsens storlek kan alltså bestämmas utifrån företagets bransch, storlek och historia. Den

teorin styrks i Boone et al (2007) studie där de undersöker faktorer som ger upphov till olika styrelsestorlekar. Studien utförs på företag från året de börjsnoteras och tio år framåt. De kommer fram till att styrelsens storlek är positivt relaterad till företagets storlek, ålder och affärssegment. Det bekräftas också av Guest (2009). Han studerar sambandet mellan styrelsestorlek och finansiell prestation på 2746 företag i England från 1981-2002. Förutom ett negativt statistiskt samband mellan styrelsestorlek och finansiell prestation, finner han även ett positivt samband mellan företagets och styrelsens storlek. Vidare menar han att sambandet även kan påverkas av institutionella bestämmelser. Reglering gällande styrelsestorlek skiljer sig från land till land (Koden 2020; Thomsen 2016; Guest 2009; Mak & Kusnadi 2005; O'Connell & Cramer 2010). Sverige har egna särskilda regler gällande krav på offentliga aktiebolag. De inbegriper bland annat att det inte finns något maxtak för antal styrelsemedlemmar. Däremot ska ett aktiebolag innehålla minst en styrelseledamot och en styrelsesuppleant (Bolagsverket u.å). Samtliga studier från Guest (2009), Denis et al (1999), Yermack (1996) och Boone et al (2007) kommer fram till att styrelsestorlek och företagsstorlek är positivt relaterat.

Beroende på företagets storlek anses olika antal styrelseledamöter vara lämpligast för styrelsens sammansättning (Boone et al 2007; Guest 2009; O'Connell & Cramer 2010). Styrelsens storlek förändras således över tid för att rymma den enskilda tillväxten för varje företag. Den kopplingen gör även Lehn, Patro & Zhao (2005) och Coles, Daniel & Naveen (2007). De menar att företag kan växa genom att exempelvis diversifiera sitt utbud, eller genom geografisk expansion. Företag som genomgår en tillväxtfas kommer söka nya styrelseledamöter för att överse nya antaganden och chefernas prestationer (ibid). När ett företag växer är det troligt att kravet för ytterligare ledamöter och mer specialiserade sådana ökar. Både Fama & Jensen (1983) och Lipton & Lorsch (1992) argumenterar för att trots att antalet i styrelsen blir fler när företaget växer, leder det oundvikligen till en punkt där en för stor styrelse skapar ineffektivitet. Vidare förklarar Raff (2011) att free-riding problem kan förekomma inom en stor styrelse. Han menar att free-riding problem uppstår när ett företag har stort spritt ägande. Spritt ägande resulterar i spritt styrande där alla styrande parter inom

ett företag inte tar ansvar för sina åtaganden. Det leder till otillräcklig övervakning och kan försämra företagets finansiella prestation.

Fama & Jensen (1983) säger att större företag med fler än 7-8 styrelseledamöter ger upphov till agentproblem som försämrar den finansiella prestationen. Guest (2009), O'Connell & Cramer (2010) och Mak & Kusnadi (2005) beaktar det påståendet i deras studier och stödjer argumentet. De menar att det uppstår koordinations- och kommunikationsproblem i stora styrelser. Dessa problem uppkommer på grund av svårigheter att arrangera styrelsemöten och nå samförstånd. Det leder till långsamma och ineffektiva beslutsprocesser. Ingen ovan nämnd undersökning presenterar svar på vilket antal av ledamöter i en styrelse som representerar en optimal styrelsestorlek. Samtliga studier av Guest (2009), Cheng (2008), O'Connell & Cramer (2010), Mak & Kusnadi (2005) och Yermack (1996) utgår ifrån vad Fama & Jensen (1983) betraktar är en stor styrelse. Det är när ledamöter inom ett företag överstiger 7-8 stycken (ibid). Medianen bland studierna skiljer sig även den. Medianen för styrelsestorlek av börsnoterade företag i USA som presenteras av Yermack (1996) är 12 stycken styrelseledamöter. Medianen för börsnoterade företag i England som presenteras av Guest (2009) är 7 styrelseledamöter. Den tidigare forskningen lutar mot att det inte finns någon universellt optimal styrelsestorlek som skapar bättre förutsättningar för ett företag. Faktorer som kan påverka storleken av en styrelse varierar. Styrelsestorlek kan påverkas av branschspecifika detaljer som storleken på företaget och vilket land företaget är verksam i (Guest 2009; Boone et al 2007; Mak & Kusnadi 2005). Branschspecifika detaljer inom svensk bolagsstyrning kan bland annat vara valberedningen som omfattar svenskt näringsliv.

Samtliga forskare (Mak & Kusnadi 2005; Cheng 2008; Yermack 1996; O'Connell & Cramer 2010; Guest 2009) har undersökt om det finns ett samband mellan styrelsens storlek och finansiell prestation. Guest har undersökt företag i England. Mak & Kusnadi har undersökt företag i Malaysia och Singapore. O'Connell & Cramer har undersökt företag i Irland, och både Cheng och Yermacks studier har undersökt företag i USA. I dessa undersökningar har alla försökt mäta sambandet genom att definiera den finansiella prestationen utifrån måtten Tobin's Q och ROA. Alla undersökningar finner ett negativt statistiskt samband mellan

styrelsens storlek finansiell prestation. Marknaderna som studerats har inkluderat börsnoterade företag som i Sverige representeras av företag som finns på Stockholm Small, Mid och Large Cap. Denna studie avser att mäta om det finns ett statistiskt samband mellan finansiell prestation och styrelsens storlek. Detta kommer göras genom att samla data från företag som i dagsläget befinner sig på Stockholm Large Cap.

2.3 Sammanställning av tidigare forskning

Vad gäller de enskilda styrelsevariaberna, andel kvinnor och styrelsestorlek, är samtlig tidigare forskning denna studie tar del av enhetlig i sina resultat. Andel kvinnor och finansiell prestation har ett positivt samband. Styrelsestorlek och finansiell prestation har ett negativt samband. I *Tabell 1* nedan presenteras en sammanställning av den forskning som avsett att mäta de samband som den aktuella studien avser att söka. Författare av studie, undersökningsland, forskningsdesign, mått, styrelsevariabel, forskningsämne och resultat presenteras i tabellen.

Tabell 1

Forskningssammanställning

Författare & publiceringsår	Land	Forskningsdesign	Mått	Styrelsevariabel	Ämne	Resultat
Reguera-Alvarado, Fuentes, Laffarga., 2015	Spanien	Kvantitativ	Tobin's Q & ROA	Kvinnor	Andel kvinnor i styrelsen och finansiell prestation	Positivt samband
Vafaei, Ahmed, Mather., 2015	Australien	Kvantitativ	ROE, ROA, Tobin's Q, CFO/TA	Kvinnor	Andel kvinnor i styrelsen och finansiell prestation	Positivt samband
Campbell & Minguez-Vera., 2008	Spanien	Kvantitativ	Tobin's Q	Kvinnor	Andel kvinnor i styrelsen och finansiell prestation	Positivt samband
Guest, P., 2009	England	Kvantitativ	Tobin's Q & ROA	Styrelsens storlek	Styrelsens storlek och finansiell prestation	Negativt samband
Cramer & O'Connell., 2010	Irland	Kvantitativ	Tobin's Q & ROA	Styrelsens storlek	Styrelsens storlek och finansiell prestation	Negativt samband
Mak & Kusnadi., 2005	Malaysia & Singapore	Kvantitativ	Tobin's Q & ROA	Styrelsens storlek	Styrelsens storlek och finansiell prestation	Negativt samband
Cheng., 2008	USA	Kvantitativ	Tobin's Q & ROA	Styrelsens storlek	Styrelsens storlek och finansiell prestation	Negativt samband
Yermack., 1996	USA	Kvantitativ	Tobin's Q & ROA	Styrelsens storlek	Styrelsens storlek och finansiell prestation	Negativt samband

2.4 Hypotesformulering

Hypotesformuleringen i denna studie tar hänsyn till karaktäristiska detaljer från tidigare forskning. Dessa hypoteser kommer sedermera användas som hänvisning till de resultat som förväntas av studiens undersökning. Nedan presenteras hur studiens hypoteser har formulerats.

Tidigare forskning rapporterar övervägande om ett positivt samband mellan kvinnligt engagemang i styrelsen och finansiell prestation. Enligt forskningen bidrar kvinnor till större kunskapsbas, kreativitet och innovation (Griffin et al 2019). Vafaei et al (2015) menar att bättre presterande företag har gedigen kvinnlig representation. Samtidigt förklaras det att fler kvinnor i styrelsen bidrar till förbättrade etiska förhållningssätt (Vafaei et al 2015; Reguera-Alvarado et al 2015; Campbell Minguez-Vera 2008). Med utgångspunkt i det mönster som kan observeras hos tidigare studier formuleras följande hypotes;

H1: Det finns ett statistiskt signifikant positivt samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och finansiell prestation.

Enligt svensk reglering för bolagsstyrning finns inget maxtak för antal styrelsemedlemmar. Reglerna säger att ett aktiebolag måste inneha minst en styrelseledamot och en styrelsesuppleant (Bolagsverket u.å). Inom tidigare forskning som återfinns i *avsnitt 2.2.3*, presenteras ingen universell regel för en optimal styrelsestorlek. Samtlig tidigare forskning som tas hänsyn till har avsett att mäta sambandet mellan styrelsens storlek och finansiell prestation. De finner enbart negativa samband. Nedanstående hypotes kommer följa det mönster som härrör från den tidigare forskningen;

H2: Det finns ett statistiskt signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och finansiell prestation.

3. Metod

I detta kapitel redogörs för det tillvägagångssätt som använts vid utförandet av denna studie. Urval och datainsamling kommenteras och motiveras, följt av en förklaring till de variabler som studien använder sig av. Sedan följer bortfall, litteraturkritik och avslutas med den statistiska bearbetningen.

3.1 Metod och ansats

I denna studie har ett kvantitativt förhållningssätt med deduktiv ansats använts. Författarna har härlett hypoteser från teorier och tidigare forskning. Kvantitativ betyder mätbar och hänvisar till insamling av data som representeras av siffror (Bryman & Bell 2017). Studiens framförhållning har därmed varit analytisk. Författarnas tillvägagångssätt har varit att analysera sekundärdata för att kunna mäta och presentera resultat. En deduktiv teoriansats innebär att man utifrån en samling av teoretisk bakgrund formulerar antingen en eller flera hypoteser som framgår för datainsamlingen (Studenmund 2017). Dessa hypoteser förkastas eller bekräftas beroende på vad resultatet har genererat (ibid). Författarna har jobbat utifrån en ontologisk syn under genomförandet av studien (Bryman & Bell 2017). Studien utgår ifrån att verkligheten är objektiv och mätbar, där ett positivistiskt vetenskapsteoretiskt perspektiv har antagits.

3.2 Urval och datainsamling

3.2.1 Datainsamling

Initialt hämtades information via tidningen Dagens industri (u.å) för att få fram samtliga företag noterade på Stockholm Large Cap. Företagens finansiella data hämtades från databasen Retriever Business.

All styrelse- och marknadsdata var inledningsvis tänkt att hämtas från Retriever Business. På grund av inkonsekvent och otillräcklig data behövdes en del av datan hämtas manuellt. Det skedde via företagens årsredovisningar. För styrelsedata har arbetstagarrepresentanter, stämموvalda styrelseledamöter och styrelseordförande inkluderats. Styrelsesuppleanter har

exkluderats. Tidigare studier har exkluderat suppleanter för att de inte uppfyller den kvot av antal möten som en ledamot gör. Detta då en styrelsesuppleant endast ansvarar för beslut och åtgärder som hen gör när hen tjänstgör (Bolagsverket u.å).

3.2.2 Urval

Dahmström (2011) menar att populationen är en mängd av element som författarna vill studera egenskaper och attityder för. Den population studien använt som grund är företag noterade på Stockholm Large Cap. Företag med ett börsvärde över 1 miljard euro (Avanza u.å). Förteckningen över populationens urvalsenheter är under år 2022 noterade på Stockholm Large Cap. Undersökningsperioden för dessa företag är 2012-2020. 2020 har valts då det är den senaste årsredovisningen som fanns att tillgå på Retriever Business. Urvalet har undersökts vid nio tillfällen. Det gör studien till en panelstudie med en tidsaspekt som innefattar data från fler än ett år (Bryman & Bell 2017). Ett urvalskrav för respektive företag är att de inte behövt varit noterade på Stockholm Large Cap under hela perioden, 2012-2020. De måste däremot varit börsnoterade på någon av stockholmsbörsens Small, Mid, eller Large Cap listor under en minimiperiod 2015-2020. Detta då samtliga av stockholmsbörsens listor är reglerade och är försedda med likgiltiga rapporteringskrav (Finansinspektionen u.å).

Data från företagen hämtades endast åren då de uppfyllt ovan nämnda minimikrav, och om fullständig styrelse- och marknadsdata varit tillgänglig. Utifrån urvalskriterierna kunde data om samtliga bolag hämtas över minst 5 år. Sammanlagt har 71 företag, 57%, uppfyllt samtliga urvalskriterier och är därmed i det slutliga urvalet.

3.3 Mätning av variabler

3.3.1 Beroende variabler

Med utgångspunkt i aktiebolagslagen (2005:551) är stiftade aktiebolag skyldiga, enligt bolagsordningen, att ange om bolagets syfte är annat än att fördela vinst till aktieägarna. Den svenska regleringen, likt bestämmelser som framställs i tidigare forskning, förklarar att ett företags grundläggande syfte är att skapa vinst för aktieägarna. Detta ligger till grund för

studiens val av beroende variabler som ska representera studiens finansiella prestation, Tobin's Q och ROA. Dessa är de två prestationsmått som återfinns i den tidigare forskning som behandlar forskningsområdet, *se avsnitt 2.3*.

Litteratur och forskning som behandlar ämnet bolagsstyrning och finansiell prestation riktar kritik mot användning av redovisningsbaserade mått (Benston 1985). Enligt Singh, Tabassum, Darwish & Batsakis (2017) blir redovisningsbaserade mått som ska mäta finansiell prestation ofta förvrängd. De menar att måtten inte tar hänsyn till förändringar som systematisk risk, tillfällig ojämvt, skattelagar, lagervärde och marknadsföring. Det är också mer sannolikt att måtten varierar över olika branscher (ibid). För att undvika dessa risker har många tidigare studier använt Tobin's Q. Forskare som Bolton, Chen & Wang (2011) och Cao, Lorenzoni & Walentin (2019) föreslår Tobin's Q när ett företags finansiella prestation ska mätas. De menar att måttet har fördelar över redovisningsbaserade mått eftersom att kalkyleringen av Q-ration inte är beroende av bokföringsvinster. Tobin's Q tar inte hänsyn till resultat som kan manipuleras genom kreativ redovisningsteknik (ibid). Vidare förklarar Lin, Wang, Wang & Yang (2018) att Tobin's Q är framtidsorienterad. Nuvärdet av ett företags kassaflöde reflekteras i beräkningen. Det innebär att Tobin's Q baseras både på nuvarande och framtida information. Det finns även kritik mot Tobin's Q. Brown & Caylor (2008) och Core, Guay & Rusticus (2006) säger att Tobin's Q är ett problematiskt mått vid mätning av ett företags finansiella prestation. De menar att måttet ger tvivelaktiga resultat eftersom det tar hänsyn till ett företags marknadsvärde. Marknadsvärdet hos ett företag baseras på investerarens uppfattningar om värdet på företaget. Tobin's Q skapar därför ett spekulativt värde (ibid). På grund av det anser de att redovisningsbaserade mått som ROA är bättre att använda när företags finansiella prestation ska mätas.

3.3.1.3 Tobin's Q

Tobin's Q är den första beroendevariabeln som denna studien har behandlat. Tobin's Q kan användas som ett investerings- och riskhanteringsmått (Singh et al 2017). Måttet avser att visa om en tillgång är över- eller undervärderad. Referenssiffran som används är ett (Bolton et al 2011). Enligt ovannämnda forskare som förespråkar Tobin's Q ska marknadsvärdet av

ett företag vara i paritet med kostnaden av företagets totala tillgångar. Om marknadsvärdet för ett företag är mindre än värdet av dess totala tillgångar, är de totala tillgångarna hos företaget för höga (Lin et al 2018). Det resulterar i att Q-ration hamnar under ett och anses vara låg. När Q-ration hos ett företag är under ett ses företaget som undervärderat enligt Tobin's Q (Singh et al 2017; Lin et al 2018; Cao et al 2019; Bolton et al 2011). Tvärtom, om scenariot är att marknadsvärdet överstiger värdet av de totala tillgångarna, och Q-ration hamnar över ett. Då anses företaget vara övervärderat (ibid). Nedan följer studiens formell för Tobin's Q;

$$\text{Tobin's } Q = (\text{Marknadsvärde EK} + \text{Totala skulder}) / \text{Totala tillgångar}$$

3.3.1.4 ROA

Den andra beroendevariabeln som använts i denna studien är ROA. ROA är ett redovisningsbaserat mått som mäter avkastningen på de totala tillgångarna i ett företag (Core et al 2006; Brown & Caylor 2008). Måttet avser att mäta hur effektivt ett företag använder sina tillgångar. Formeln för ROA;

$$\text{ROA} = (\text{Resultat före skatt} + \text{Räntekostnader}) / \text{Totala tillgångar}$$

3.3.2 Oberoende variabler

För oberoende variabler har könsfördelning och styrelsens storlek valts i denna studie. Genomgripande presentation om varför har förklarats i *kapitel 2*. Även en kontrollvariabel, skuldsättningsgrad, har inkluderats.

3.3.2.1 Könsfördelning

Könsfördelning valdes med tydligt avstamp i tidigare forskning. Könsfördelningen i styrelsen har hämtats manuellt från företagens årsredovisningar för respektive år. Datan räknades ut enligt följande;

$$\text{Andel kvinnliga styrelseledamöter} = \frac{\text{Antal kvinnliga styrelseledamöter}}{\text{Styrelsens storlek}}$$

3.3.2.2 Styrelsens storlek

Även användning av variabeln styrelsens storlek byggde på tidigare forskning. Datan gällande styrelsens storlek hämtades från företagens årsredovisningar för respektive år. Datan räknades ut enligt följande;

$$\text{Styrelsens storlek} = \text{Arbetstagarrepresentanter} + \text{Stämмоvalda styrelseledamöter}$$

3.3.3 Kontrollvariabel

När forskare ska undersöka tidsseriedata kan de oberoende variablerna uppskattas som mer betydande än vad de egentligen är. Det kan te sig problematiskt om de har samma underliggande trend som den beroende variabeln (Studenmund 2017). Korrelerar en beroende variabel felaktigt med en eller fler oberoende variabler, kan felaktiga slutsatser gällande det huvudsakliga sambandet antas. Det är den främsta anledningen till inkludering av ytterligare oberoende variabler (kontrollvariabler) i en regressionsanalys. I hopp om att på detta vis kunna utesluta ett så kallat spuriöst samband. Sambandet införlivas när det kan åskådliggöras ett samband mellan två variabler. Men samvariationen mellan dessa orsakas i själva verket av en tredje variabel (ibid). Det finns ett viktigt kriterium vid implementering av en kontrollvariabel enligt Studenmund (2017). Variabeln ska vara relevant i relation till de teoretiska aspekterna. Därför har skuldsättningsgrad valts. Nyckeltalet har koppling till ett företags finansiella prestation. Vidare föreslår Studenmund (2017) att kontrollvariabeln ska ha förankring i tidigare forskning. Skuldsättningsgrad har återfunnits åtskilligt inom tidigare forskning som den aktuella studien behandlar.

3.3.3.1 Skuldsättningsgrad

För att kunna tyda resultat ytterligare har skuldsättningsgrad använts som kontrollvariabel. Likt tidigare forskning har nyckeltalet varit användbart för att utesluta spuriösa samband (Cheng 2008; Campbell Minguez-Vera 2015; Vafaei et al 2015). Nyckeltalet ger en antydan om ett företags finansiella risk genom att mäta andelen mellan ett företags totala skulder och egna kapital. Formeln för skuldsättningsgraden är följande;

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \text{Totala skulder} / \text{Eget kapital}$$

3.4 Bortfall

De första bortfallen i studien var finansiella företag. Banker har en kapitalstruktur med betydligt högre skuldsättningsgrad än näst intill alla andra företag som inte tillhör den finansiella sektorn (DeAngelo & Stulz 2014). Eftersom banker och andra finansiella företag har ett ansvar gällande balans på finansiella marknader, har de enligt lag om bank- och finansieringsrörelse (2004:297) andra krav på sig än icke-finansiella företag. Detta gör att de inte var jämförbara med resten av företagen på OMX Stockholm Large Cap. För att inte löpa risk för missledande mått har studien exkluderat de företag som ingår i finanssektorn. De som ingår i finansiella sektorn enligt Svenska bankföreningen (u.å), och därmed exkluderats, är banker, kredit-, värdepapper-, försäkrings-, investment-, fintech- och riskkapitalbolag, samt pensionsfonder. Därav har 19 bolag exkluderats.

Vidare har 32 företag exkluderats antingen på grund av att de varit noterade på någon av stockholmsbörsens listor för kort tid eller grundats för sent. Det innebär att företag som börsnoterats under perioden 2015 - 2020 har exkluderats. Två bolag har exkluderats på grund av bristande styrelsedata. Detta resulterade i ett bortfall på 43%.

3.5 Litteratur och källkritik

Studien har primärt tagit del av tidigare forskningsstudier. Litteratur som behandlar ämnet ingående har också använts. Litteraturen och forskningsstudierna har lagts som grund för formuleringen av forskningsfrågorna och hypoteserna. Det har hjälpt författarna att skapa en uppfattning om formulerandet av tidigare forskningsfrågor, teorier, metod och resultat. Sedermera bidrog den tidigare forskningen och litteraturen till att forma denna studie. Majoriteten av forskningsstudierna som har använts hämtades via Södertörns högskolas sökmotor "SöderScholar". Den andra sökmotorn som användes för att hämta studier var "GoogleScholar". Studierna från respektive databas är vetenskapligt granskade artiklar. Initiala söktermer i denna studien var "Board composition and financial performance" och

“Board governance and financial performance”. Dessa användes för att klargöra befintlig organisation och struktur på ämnet. Därefter observerades tidigare studiers referenslistor för att söka nya studier. Detta ledde till nya sökningar och nya söktermer som “Gender diversity and financial performance” och “Board size and financial performance”. När en struktur och idé om ämnet införskaffats, kategoriserades tidigare forskning sedan in i “könsfördelning” och “styrelsens storlek”.

Studien har främst använt vetenskapligt granskade artiklar. Då ämnesexperter läser och granskar den vetenskapliga publikationen medför det både legitimitet och kvalitetsstämpel (USGS u.å). Företrädesvis har denna studie tagit del av ny forskning på ämnet. Detta för att bibehålla aktualitet sett till användandet av tidigare resultat och dess resonemang. Däremot har äldre forskning nyttjats för att förklara bredare perspektiv och teorier. Tidigt i studien användes boken i syfte att redogöra för bolagsstyrning och varför det är relevant för studien. Bokkällor återfinns även i metoddelen för att kunna bekräfta metodval. Statistik gällande kvinnor i styrelser i Sverige har hämtats från SCB.

En risk gällande tidigare forskningen är att det finns perspektiv som inte redogjorts för. Detta då tidigare forskning i den aktuella studien kommer fram till likadana resultat. Däremot ska legitimiteten inte kritiseras då samtliga studier är vetenskapligt granskade och slutsatserna har en gedigen grund. Sedan anser inte författarna att det är tillräckligt för att blunda för denna risk. Det kan förekomma att vissa studier behandlat ämnet annorlunda, och fått andra resultat.

3.6 Statistisk bearbetning

Innan de statistiska testerna sammanställdes ett aritmetiskt medelvärde. Detta för respektive oberoende variabel, inklusive studiens kontrollvariabel, för respektive år 2012 - 2020. Vidare har ett aritmetiskt medelvärde även sammanställts för respektive beroende variabel 2012 - 2020. Det resulterade i att studiens 629 individuella observationer blev till 9, en för respektive år under mätperioden.

Statistiska körningar och tester utfördes med programvaran Excel. För samtliga tester och

analyser anses ett resultat vara statistiskt signifikanta om $p < 0.05$. Testerna användes för att fånga upp eventuell multikollinearitet mellan oberoende variabler. Det gjordes för att besluta om kontrollvariabeln hade effekt på oberoende och beroende variabler. Utifrån det testades hypoteser genom två multipela regressionsanalyser. Hypoteserna har redovisats i *avsnitt 2.4*. Respektive regression presenterades i två steg för respektive beroende variabel. Båda regressionerna kördes som multipel linjär regression. I båda regressionerna utformades respektive beroende variabel (Tobin's Q och ROA) som en funktion av de oberoende variablerna, och kontrollvariabeln. För att bekräfta studiens hypoteser krävdes att båda utförda regressionerna visade signifikanta resultat, $p < 0,05$.

Denna studie har använt deskriptiv statistik för att ge en överskådlig bild av datan. Deskriptiv analys är beskrivande statistik och presenteras för att sammanställa den data som inkluderats (Lantz 2013). Analysen har framställt ett antal olika statistiska mått att välja emellan. Denna studien har använt de statistiska mått som varit av relevans. Vidare genomfördes en korrelationsanalys för att observera korrelation mellan undersökningens samtliga variabler.

Ett korrelationstest beskriver variablersambandet mellan studiens samtliga variabler. Det betyder emellertid inte att det existerar någon orsak-verkan-relation mellan variablerna (Lantz 2013). Både korrelationstestet och sedermera ett VIF-test användes i syfte att testa för multikollinearitet. Båda två är vanligt förekommande i test för multikollinearitet (Studenmund 2017). Multikollinearitet innebär att det finns en stark korrelation mellan de oberoende variablerna i en regressionsmodell (ibid). Effekten av multikollinearitet kan leda till problem vid identifiering av variablernas individuella påverkan. Vid en korrelation över 0.8 mellan två variabler finns hög risk för multikollinearitet (Lantz 2013). Om ett VIF-test presenteras med ett resultat på ett värde större än 5 finns risk att multikollinearitet förekommer (ibid). Vidare genomfördes regressionsanalyser för att se om statistiska samband förekom bland studiens variabler.

En regressionsmodell används i syfte att förklara rörelser i respektive beroende variabel. Styrkan på det linjära sambandet som tas fram via regressionen mäts med hjälp av en

korrelationskoefficient (Studenmund 2017). Denna studie har behandlat två beroende variabler, två oberoende variabler, och en kontrollvariabel. Därför har två multipel-linjära regressionsanalyser genomförts. Detta för att analysera samband mellan en beroende variabel, två oberoende, och en kontrollvariabel. Studiens dataanalys är multivariat. Vid en multivariat görs en samtidig analys av tre eller fler variabler i en regressionsanalys (Bryman & Bell 2017).

Utifrån ovanstående utformades en modellspecificering för studiens två regressioner. Den beroende variabeln Y (Tobin's Q och ROA) ses i regressionsanalysen som summan av tre olika element (Lantz 2013). Ett underliggande konstant värde a. Koefficienterna β som multipliceras med de oberoende variablerna X. Slutligen slumpavvikelse E, skillnaden är det observerade Y till uppskattade Y (ibid). Nedan följer formulerade modeller;

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q &= a + \beta_1 \text{ Styrelsestorlek} + \beta_2 \text{ Könsfördelning i styrelsen} + \text{Skuldsättningsgrad} + \epsilon \\ \text{ROA} &= a + \beta_1 \text{ Styrelsestorlek} + \beta_2 \text{ Könsfördelning i styrelsen} + \text{Skuldsättningsgrad} + \epsilon \end{aligned}$$

3.7 Reliabilitet och validitet

I detta avsnitt diskuteras studiens validitet och reliabilitet för att bemöta dess kvalitet. Validitet syftar till om studien mäter det den avser att mäta. Reliabilitet beskriver studiens tillförlitlighet och tillvägagångssätt (Bryman & Bell 2017). Studiens tillvägagångssätt har varit följdriktig tidigare forskning. Det innebär att utförandet var uppbyggt genom att stegvis bearbeta tidigare forskning och överföra passande metoder och tekniker. I det här fallet på företag noterade på Stockholm Large Cap 2022. Om intresse finns för ytterligare undersökningar på ämnet ska denna studien kunna replikeras, vilket enligt Bryman & Bell (2017) är avgörande för hög reliabilitet och validitet.

En del av datainsamlingen genomfördes manuellt. Det kan ha medfört risk för fel baserat på mänskliga faktorer (Bryman & Bell 2017). Datainsamlingen kontrollerades ett flertal gånger av båda författarna för att minimera fel till följd av manuell hantering.

Stabilitet innebär att måttet inte fluktuerar i alldeles för stor utsträckning över tid (Bryman & Bell 2017). Den aktuella studien har haft en tidsaspekt inräknad. Studien är en panelstudie vars syfte har varit att göra upprepade mätningar på undersökningsenheter över tid. Detta för att se till eventuella förändringar. Det resulterar i att stabiliteten av undersökningens mått är något som studien tagit hänsyn till.

Intern reliabilitet behandlar huruvida aggregerad data i en skala eller ett index anses vara pålitliga (Bryman & Bell 2017). Den aktuella studien har redogjort för hur data sammanställts och formaterats. Konsensus vid arbetsprocesser har rått mellan författarna. Det höjde den interna reliabiliteten för studien.

Vid datainsamlingen av den oberoende variabeln styrelsens storlek gjordes en bedömning av studiens författare. Detta huruvida styrelsesuppleanter skulle inkluderas eller inte i styrelsens storlek. Enligt Bryman & Bell (2017) kan det potentiellt utmynnat i en risk för sänkt interbedömarreliabilitet som följd av mänsklig tolkning. Innan insamling av denna data rådde det enighet om hur den skulle behandlas. Vidare resulterade det i att risken kontrollerades till bästa förmåga och då försedde studien med ökad reliabilitet.

Studiens beroende variabler (Tobin's Q och ROA) likväl studiens oberoende variabler (könsfördelning och styrelsens storlek) är frekvent använda i tidigare forskning, se *avsnitt 2.3*. Detta höjde legitimiteten på variablerna i relation till att mäta det studien avsåg att mäta. Det vill säga sambandet mellan styrelsesammansättning och finansiell prestation. Variablerna har utförligt redogjorts för och relevansen är underbyggd. Ovanstående skapar enligt Bryman & Bell (2017) en förhöjd ytvaliditet i studien.

Intern validitet behandlar huruvida det påstådda orsakssambandet verkligen kan förklaras i termer av att variabel x påverkar variabel y. Alternativt om det inte är någon annan faktor som ger upphov till ett skenbart orsaksförhållande (Bryman & Bell 2017). Det vill säga till hur stor grad den oberoende variabeln är ansvarig för variationen i den beroende variabeln (ibid). I den aktuella studien har en kontrollvariabel, skuldsättningsgrad, inkluderats. Detta i

syfte att stärka den interna validiteten. Det gjordes i strävan att utesluta spuriösa samband, och för att kunna föra en tillräckligt trovärdig diskussion om kausalitet.

Generaliserbarhet eller extern validitet visar hur studiens resultat kan generaliseras eller inte (Bryman och Bell 2017). Därför är det synnerligen viktigt att studiens urval reflekterat noterade bolag på Stockholm Large Cap 2022. Vidare präglas studien av en del bortfall, 43%. Detta skapade en risk då företag som exkluderats på grund av bristande data, kan ha påverkat studiens externa validitet negativt. Bortfallen kan även ha påverkat studiens resultat. Desto större bortfall, desto sämre blir studiens tillförlitlighet (Bryman & Bell 2017). Trots detta innehar studien ett adekvat antal observationer, särskilt då en tidsperiod återfinns i studien. Det möjliggör för fler observationer och får anses ha höjt den externa validiteten.

4. Empiri

I detta kapitel redogörs för det resultat som framställs från de statistiska tester som genomförs i studien. Inledningsvis presenteras grundläggande deskriptiv statistik från datasetet, detta övergår sedan till korrelation och VIF-test, och avslutas med regressionsanalyser som undersöker studiens syfte.

4.1 Deskriptiv Statistik

Tabell 2 åskådliggör medelvärdet för studiens beroende variabler Tobin's Q och ROA, vilket är 1,735% respektive 9,2%. Både median- och medelvärdet för Tobin's Q visar att Q-ration är över ett för samtliga år. Enligt de som förespråkar för måttet innebär det att studiens urval av Stockholm Large Cap-företag är övervärderade (Cao et al 2019; Singh et al 2017; Lin et al 2018; Bolton et al 2011). Noterbart är även att Tobin's Q ökar för varje enskilt år, 2012 till och med 2020. Minimivärdet gäller för 2012 på 1,542, och maxvärdet uppgår 2020 till 1,908. Vidare ligger medianvärdet för ROA på 9,3%.

I tabellen presenteras medelvärdet för den oberoende variabeln styrelsestorlek för åren 2012-2020 som är 8,9. Även en minimistorlek på 8,6 och en maxstorlek på 9,071 presenteras. En noterbar aspekt är att medianen för styrelsestorlek är 8,9 för studiens insamlade data. Den är mindre än det som presenterades för företag i USA, 12, och större än det som presenterades för företag i England, 7 (Yermack 1996; Guest 2009). Studiens urval uppfyller minimum kravet för antal styrelseledamöter samtliga år (Bolagsverket u.å).

Den oberoende variabeln andel kvinnor presenterar ett medelvärde på 31,2%. Minimivärdet som presenteras är 24,6%. Maxvärdet är 34,8%. I tabellen visas en stegring från år 2012-2017. Minimivärdet gäller för det första undersökningsåret, 2012. Från och med 2017-2020 har stegringen stannat av vid 34,4 - 34,8%. Värdena visar att det inte råder jämn könsfördelning för de företag som har mött studiens urvalskriterier.

Kontrollvariabeln för studien, skuldsättningsgrad, visar i studien ett medelvärde på 0,048. Medianvärdet är 0,014. Minimivärdet för variabeln gäller år 2016 och ligger på 1,25%. Maxvärdet på 3,02% gäller för 2014. Medianvärdet är 1,4%. Skuldsättningsgraden för respektive år varierar kraftigt för företagen som inbegrips i studien.

Tabell 2 **Deskriptiv statistik**

Tobin's Q	ROA	Styrelsens storlek	Andel kvinnor i styrelsen	Skuldsättningsgrad
Medelvärde 1.735	Medelvärde 0.092	Medelvärde 8.924	Medelvärde 0.312	Medelvärde 0.048
Standardfel 0.037	Standardfel 0.003	Standardfel 0.039	Standardfel 0.014	Standardfel 0.032
Medianvärde 1.747	Medianvärde 0.093	Medianvärde 8.955	Medianvärde 0.329	Medianvärde 0.014
Std.avv 0.111	Std.avv 0.008	Std.avv 0.118	Std.avv 0.041	Std.avv 0.096
Minimum 1.542	Minimum 0.077	Minimum 8.662	Minimum 0.246	Minimum 0.0125
Maximum 1.908	Maximum 0.106	Maximum 9.071	Maximum 0.348	Maximum 0.302
Antal 9	Antal 9	Antal 9	Antal 9	Antal 9

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

4.2 Korrelationstest

Korrelationer mellan respektive variabler för studien presenteras i *Tabell 3*. Respektive beroende variabel, Tobin's Q och ROA, korrelerar positivt med andel kvinnor. Styrelsestorlek korrelerar svagt med både Tobin's Q och ROA. Kontrollvariabeln skuldsättningsgrad korrelerar positivt med både Tobin's Q och ROA, men negativt med styrelsens storlek och andel kvinnor. De oberoende variablerna, styrelsens storlek och andel kvinnor, korrelerar positivt sinsemellan.

Genom korrelationsanalysen har samtliga variabler i studien testats för multikollinearitet. Resultaten visar att studiens två oberoende variabler, styrelsens storlek och andel kvinnor, korrelerar. Desto högre två oberoende variabler korrelerar, desto svårare blir det med kvalitet att kunna etablera koefficienter i modellen. Vid hög korrelation kan det vara svårt att skilja på

effekten mellan de högt korrelerade oberoende variablerna (Studenmund 2017). De två oberoende variablernas korrelation är 0,27. Studenmund (2017) menar att variabler som uppvisar svag korrelation ändå kan skapa multikollinearitet. Vidare kommer ett VIF-test utföras för att utesluta att multikollinearitet förekommer.

Tabell 3 **Korrelationsmatris**

	Tobin's Q	ROA	Styrelse.str	Andel kvinnor	Skuldsättning sgrad
Tobin's Q	1				
ROA	-0.114208593	1			
Styrelse.str	0.003639826	-0.114212825	1		
Andel kvinnor	0.473112485	0.440831124	0.273777776	1	
Skuldsättning sgrad	0.234746739	0.333043899	-0.363362924	-0.025877672 4036616	1

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

4.3 VIF-test

För att säkerställa att ingen multikollinearitet förekommer har även ett VIF-test utförts.

Nedan redovisar *Tabell 4* att ingen multikollinearitet förekommer.

Tabell 4 **VIF-test**

	Tobin's Q	ROA
Styrelsens storlek	1,123	1,123
Andel kvinnor	1,256	1,256
Skuldsättningsgrad	1,17	1,17

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

4.4 Resultat från regressioner

För att testa för statistiskt signifikanta samband mellan styrelsesammansättning och finansiell prestation har två multipel linjära regressionsanalyser genomförts. En regression för respektive beroende variabel har utförts. Den första regressionen presenterar resultaten av beroende variabeln Tobin's Q. Den andra presenterar resultaten av beroende variabeln ROA. För var enskild regression inkluderades en beroende variabel tillsammans med samtliga oberoende variabler som studien behandlat. Båda regressionerna inkluderade också kontrollvariabeln skuldsättningsgrad. *Tabell 5 till 8* visar resultat för genomförda regressioner.

4.4.1 Regression med Tobin's Q

I *Tabell 5* presenteras variansanalys, ANOVA. I tabellen redovisas (total df) på 8, vilket innebär att regressionen är genomförd på 8 observationer. En observation ur studiens data har uteslutits. Vidare påvisas $p > 0,51$ för regressionen med Tobin's Q. I *Tabell 6* presenteras resultatet för regressionen med Tobin's Q. Tabellen presenterar koefficient, standardfel, p-värde, antal observationer, t-kvot, och förklaringsgrad för samtliga variabler som beaktas.

Den justerade förklaringsgraden (justerat R²) redovisas på -0,049. Observation av den ojusterade förklaringsgraden (R²) visar ett betydligt högre värde på 34,5% (0,345). Vid första anblick betyder det att 34,5% av variation i Tobin's Q kan förklaras av de oberoende variablerna. Det är mer lämpligt att se till den justerade förklaringsgraden. Detta då en regressionsmodell med fler oberoende variabler kan tendera att förses med ett överskattat ojusterat R² (Studenmund 2017).

Koefficienten för styrelsens storlek är -0,19. När -0,19 tar hänsyn till de andra variablerna i regressionen innebär det att för varje enhet styrelsens storleken ökar, minskar Tobin's Q med -0,19. Standardfelet i styrelsestorlek påvisar att när ett stickprov ur populationen genomförs, förväntas β_1 *Styrelsestorlek* avvika 0,36 steg från populationens medelvärde. Genom att dividera β_1 *Styrelsestorlek* med standardfel blir resultatet T-kvot (Lantz 2013). T-kvoten förklarar hur stor sannolikheten är för att få en koefficient för styrelsestorlek på -0,19, om

koefficienten för populationen egentligen är lika med 0. Det är likvärdigt med att få en T-kvot som är (-0,52). Den sannolikheten ger ett $p > 0,62$ (p-värde för styrelsens storlek). Resultaten visar att det finns en hög risk för att styrelsestorlek inte har effekt på Tobin's Q då $p > 0,05$. Koefficientens avvikelse från 0 kan mycket väl bero på slumpen.

Koefficienten för andel kvinnor är 1,743. Beaktas de andra oberoende variablerna i regressionen visar resultaten att för varje enhet andel kvinnor ökar, ökar utfallsvariabeln Tobin's Q med 1,743. Standardfelet i variabeln andel kvinnor är 1,097. Tas ett stickprov ur populationen förväntas β_2 *Könsfördelning i styrelsen* avvika 1,097 steg från populationens medelvärde. När β_2 *Könsfördelning* divideras med standardfel blir T-kvoten (1,58), vilket ger ett $p > 0,17$ (p-värde för andel kvinnor). Resultaten visar att andelen kvinnor i denna studie inte har någon effekt på Tobin's Q. Koefficientens avvikelse från 0 kan bero på slumpen då $p > 0,05$.

Regressionen fann inget statistiskt signifikant samband då samtliga $p > 0,05$. Resultaten hindrar studien från att bekräfta samband mellan finansiell prestation (Tobin's Q) och styrelsesammansättning (könsfördelning och styrelsens storlek).

Tabell 5

ANOVA för Tobin's Q

	df	SS	MS	F	p-värde
Regression	3	0,033986657	0,011328886	0,876052971	0,512519222
Residual	5	0,064658679	0,012931736		
Total	8	0,098645336			

df = Degrees of freedom (frihetsgrader), SS = Sum of Squares (kvadrerade avvikelser), Mean Square = (Regression SS/Regression df), F = (Regression MS/Residual MS).

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

Tabell 6

Tobin's Q

Variabel	Koefficient	Standardfel	T-kvot	P-värde
Styrelsens storlek	-0,19	0,36	-0,52	0,621
Andel kvinnor	1,743	1,097	1,58	0,173
Skuldsättningsgrad	0,405	0,455	0,89	0,415
Antal observationer	8			
R2	0,345			
Justerat R2	-0,049			

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

4.4.2 Regression med ROA

I *Tabell 7* presenteras variansanalys, ANOVA. I tabellen redovisas (total df) på 8, vilket innebär att regressionen är genomförd på 8 observationer. Det betyder att en observation uteslutits även i denna regression. Vidare påvisas $p > 0,65$ för regressionen med ROA. I *tabell 8* presenteras regressionen med ROA som beroende variabel. Där återfinns koefficient för samtliga variabler, standardfel, p-värde, antal observationer, t-kvot och förklaringsgrad.

Regressionen visar en justerad förklaringsgrad (justerat R²) på -0,188. Även i denna regression är den ojusterade förklaringsgraden (R²) betydligt högre på 25,7% (0,257).

Koefficienten för styrelsens storlek är -0,019%. När styrelsens storlek ökar med en enhet minskar ROA med -0,019%. Standardfelet i styrelsens storlek visar att när ett stickprov tas ur populationen, förväntas β_1 *Styrelsestorlek* avvika 0,03 steg från populationens medelvärde. När β_1 *Styrelsestorlek* divideras med standardfel blir T-kvoten (-0,65), vilket ger ett p > 0,54 (p-värde för styrelsens storlek). Resultatet visar att koefficientens avvikelse kan bero på slumpen då p > 0,05. Variabeln visar ingen statistisk signifikans.

Koefficienten för andelen kvinnor är 0,113%. När de andra variablerna beaktas i regressionen innebär det att för varje enhet andelen kvinnor ökar, ökar ROA med 0,11%. Standardfelet i andel kvinnor visar att om ett stickprov tas ur populationen, förväntas β_2 *Könsfördelning i styrelsen* avvika 0,09 steg från populationens medelvärde. När β_2 *Könsfördelning* divideras med standardfel blir T-kvoten (1,23), vilket ger ett p > 0,27 (p-värde för andel kvinnor). Likt samtliga variabler som behandlats visar resultatet att koefficientens avvikelse kan bero på slumpen då p > 0,05. Variabeln visar ingen statistisk signifikans.

Regressionen fann inget statistiskt signifikant samband då samtliga p > 0.05. Resultaten gör att studien inte kan bekräfta samband mellan finansiell prestation (ROA) och styrelsesammansättning (könsfördelning och styrelsens storlek).

Tabell 7

ANOVA för ROA

	df	SS	MS	F	p-värde
Regression	3	0,000156	0,0000052	0,57	0,65
Residual	5	0,000452	0,000009		
Total	8	0,00061			

df = Degrees of freedom (frihetsgrader), SS = Sum of Squares (kvadrerade avvikelser), Mean Square = (Regression SS/Regression df), F = (Regression MS/Residual MS).

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

Tabell 8 ROA

Variabel	Koefficient	Standardfel	T-kvot	P-värde
Styrelsens storlek	-0,02	0,03	-0,65	0,544
Andel kvinnor	0,113	0,09	1,23	0,27
Skuldsättningsgrad	0,006	0,038	0,15	0,887
Antal observationer	8			
R2	0,257			
Justerat R2	-0,188			

Källa: Egen bearbetning baserat på data från Dagens industri (u.å) och Retriever Business (u.å).

5. Analys och hypotesutfall

I detta kapitel analyseras det presenterade resultatet utifrån studiens teoretiska referensram. Studiens analys delas in efter respektive styrelsevariabel och avslutas med sammanfattning av regression.

Syftet med studien har varit att undersöka om det finns statistiskt signifikant samband mellan finansiell prestation och styrelsesammansättning. För att göra det inkluderades både marknadsbaserad prestation (Tobin's Q) och redovisningsbaserad prestation (ROA). För att utföra studiens syfte genomfördes statistiska tester. Med dessa tester ville studien redovisa om variablerna styrelsens storlek och könsfördelning har en relation med ett företags avkastning. Båda variablerna har enligt tidigare forskning en effekt på ett företags lönsamhet (Guest 2009; Reguera-Alvarado et al 2015; Yermack 1996; Cheng 2008; Vafaei et al 2015; Campbell Minguez-Vera 2008). Även en kontrollvariabel, skuldsättningsgrad, inkluderades i testerna. De statistiska testerna användes i avsikt att besvara studiens två hypoteser;

H1: Det finns ett statistiskt signifikant positivt samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och finansiell prestation.

H2: Det finns ett statistiskt signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och finansiell prestation.

Analysen av den här studiens resultat grundar sig på teoretiska perspektiv från agentteorin. Teorin förklarar att styrelsesammansättningen inom ett företag ska hjälpa till att minska ineffektivitet inom företagsledningen (Vitolla et al 2019; Merendino & Melville 2019; Fama & Jensen 1983). Styrelsen ska både övervaka och effektivisera arbetsprocesser i förmån för aktieägare. Om dessa element hanteras effektivt kommer det vidare bidra till förbättrad finansiell prestation för företaget (ibid).

5.1 Analys av andel kvinnor

De statistiska testerna visar att förhållandet mellan andel kvinnor i styrelsen och finansiell prestation inte stödjer det förväntade resultatet. Koefficienten i regressionen för oberoende variabeln andel kvinnor visar att variabeln korrelerar positivt med Tobin's Q, 1,743.

Detsamma gäller ROA, där en positiv koefficient också påvisas, 0,113. Men på grund av saknad signifikans förkastas *H1*; *Det finns ett statistiskt signifikant positivt samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och finansiell prestation.*

Eftersom korrelationskoefficienten för denna regressionsanalys, $p > 0,05$, etableras det att den aktuella studien inte kan förklara orsakssamband. Analysen bygger på denna studies resultat gentemot tidigare forskning.

Tidigare forskning presenterar att det finns olika resultat och samband när Tobin's Q och ROA analyseras. Detta på grund av att måtten inte tar hänsyn till samma värden. Här presenteras resultat och analys av vad för samband ett positivt Tobin's Q och andel kvinnor framställer i tidigare forskning. Reguera-Alvarado et al (2015), Vafaei et al (2015) och Campbell & Minguez-Vera (2008) studier visar att Tobin's Q ökar i relation till fler tillsatta kvinnor inom bolagsstyrelser. För att förklara sambandet menar de att det pågår en investeringstrend gällande socialt ansvarsfulla investeringar. Investerare och analytiker uppmanar till investeringar i företag med en effektiv och jämn könsfördelning i styrelsen. Jämn könsfördelning ger en bild av att företag tar hänsyn till jämställdhet, vilket är en demonstration av tillgivenhet till sociala och etiska angelägenheter (Gul et al 2011; Jurkus et al 2011). Att ha en omfattande andel kvinnor i styrelsen är därför en positiv investeringsvariabel som lockar investerare. Företag som etablerar jämställdhet i styrelsen kan på grund av ovanstående förvänta sig förbättrad avkastning. Vinst som skapas genom ökad efterfrågan på företagets aktier (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015). I analysen mäter både den aktuella studien, samt ovannämnda forskare, Tobin's Q i relation till andelen kvinnor i styrelsen. Om variablerna korrelerar positivt är det på grund av ett ökat marknadsvärde som är ett resultat av förbättrad aktieförsäljning. Resultatet reflekteras via Tobin's Q då måttet tar hänsyn till ett företags marknadsvärde. Reguera-Alvarado et al

(2015), Vafaei et al (2015) och Campbell & Minguez-Vera (2008) studier får statistiskt signifikant positivt samband. Med deras resultat menar de att företag med inadekvat könsfördelning bör öka kvinnor i styrelsen. Både utifrån ett företags- och investerarperspektiv. Deras resultat går även i linje med nyetablerad forskning gällande bolagsstyrning. Den visar att företag som tar hänsyn till jämställdhet med stor sannolikhet kommer öka företagets lönsamhet (Naciti 2019; Aluchna & Idowu 2017; Idowu & Caliyurt 2014; Camilleri 2017). Engagemang från företag med arbete mot jämställdhet bör handla om en utvecklad affärsstrategi för att kunna uppnå finansiella fördelar (ibid). Reguera-Alvarado et al (2015), Vafaei et al (2015) och Campbell & Minguez-Vera (2008) resultat och slutsatser kan varken bekräftas eller säkerställas. Detta på grund av att den aktuella studiens resultat saknar statistisk signifikans.

I analysen gällande sambandet mellan ROA och andel kvinnor förklarar både Reguera-Alvarado et al (2015) och Vafaei et al (2015) att ett positivt samband förklaras av att kvinnor är mer riskaverta än män. Resultaten visar att kvinnor föreslår mindre aggressiva affärsstrategier och mer hållbara investeringsalternativ. På grund av kvinnors mer etiska karaktärsdrag adderar de ett värde till en mansdominerad styrelse (ibid). Kvinnor erbjuder annorlunda synpunkter. De ställer sig emot frågor som leder till ineffektiva affärsbeslut, vilket mer traditionella ledamöter, män, inte gör (Vafaei et al 2015). När det blir fler kvinnor i styrelsen resulterar det i att de får mer inflytande. Inflytande som leder till mer effektiv beslutshandling gällande affärsaktiviteter. Det reducerar således agentkostnader som uppstår när styrelsen övergripande representeras av män. Fler kvinnor i styrelsen blir en utökad övervakning mot oetiska affärsbeslut som på männens villkor hade resulterat i försämrad finansiell prestation (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015). Resultaten för dessa samband mellan ROA och andel återspeglas i företagets bokföring.

För att analysera dessa samband mäter Reguera-Alvarado et al (2015), Vafaei et al (2015) och den aktuella studien andel kvinnor i relation till ROA. Sambandet som framställs i deras studier visar ett statistiskt signifikant positivt samband. Vidare förklarar de att det finns andra aspekter än ovanstående som kan påverka ROA i relation till andel kvinnor. De menar att

information angående vilka företag som engagerar sig i jämställdhetsfrågor är lättåtkomlig. Om företag aktualiserar jämställdhetsarbete syns det i deras rapporter som är åtkomlig för gemene man. Råder jämställdhet i ett företag och dess styrelse får företaget ökat anseende från både investerare och allmänheten (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015; Gul et al 2011; Jurkus et al 2011). Vidare menar Reguera-Alvarado et al (2015) att det stärker företagets marknadsföring och anseende bland konsumenterna. Det leder till att deras produkter blir mer attraktiva. Resultatet av detta återspeglas i företagets bokföring genom ökat ROA (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015). De anser därför, utifrån etiska så väl som finansiella aspekter, att det är viktigt att tillsätta fler kvinnor i bolagsstyrelser. Dessa samband kan inte bekräftas av den aktuella studien då statistisk signifikans saknas.

Urvalet för undersökningsperioden i den aktuella studien visar på en successiv ökning för andelen kvinnor i styrelsen under respektive undersökningsår. Siffrorna visar i den deskriptiva statistiken, *avsnitt 4.1*, att kvinnor ökat progressivt från 2012, 24,6%, till 34,5% 2020. Resultaten som framställs i denna studie skiljer sig mot tidigare forskning, och kan inte förklara eller bekräfta samma orsakssamband. Det går att resonera kring den tidigare forskningens resultat och analysen de presenterar. I stort sett förklarar de att företag som agerar politiskt korrekt i jämställdhetsfrågor aktualiserar vinst. Vinsten återspeglas i marknadsvärdet och det redovisade resultatet. Att ökningen bland kvinnor i denna studies urval sker i linje med tidigare forsknings antaganden kan inte bekräftas. Vidare redogör de för kvinnors karaktäristiska detaljer, som att de är mer riskaverta än män. Kvinnor föreslår mindre aggressiva affärsstrategier och förespråkar mer hållbara investeringar, vilket leder till minskade agentkostnader (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015). Om dessa detaljer är inneboende för varje enskild kvinna eller en fråga om utökad kompetens som tillsatta styrelsekvinnor bidrar med, förklaras inte. Det framställs att kvinnor i styrelsen bidrar till vinst, men inte om det är baserat på deras kön eller expertis. I tidigare forskning som beaktats har två av studierna genomförts i länder med lagstadgad könskvotering. Reguera-Alvarado et al (2015) och Campbell Minguez-Vera (2008) studier är utförda i Spanien, ett land med lagstadgad könskvotering. I samtliga studier kommer de fram till att det är gynnsamt för företagets finansiella prestation att tillsätta fler kvinnor i styrelsen. De menar även att

ökningen av kvinnor inom bolagsstyrelser är betydelsefull för att kunna uppnå social rättvisa.

Thomsen (2016) förklarar att i nordisk bolagsstyrning råder det redan social rättvisa. Kodén (2020) rekommenderar förvisso ökad könsfördelning. Sverige har emellertid jämställdhetsfrågan inom styrelser under relativ kontroll. Campbell Minguez-Vera (2008) hänvisar till Sverige i sin studie och menar att landet har hög andel kvinnor i bolagsstyrelser. Vidare förklarar Thomsen (2016) att ett lands sociala normer hjälper till att strukturera landets företags- och affärsbeteende. Han menar att problem som inadekvat könsfördelning inom företag och bolagsstyrelser oftast är ett resultat av landets sociala normer. Påståendet går att relatera till Griffin et al (2019). De har studerat styrelsesammansättning i 45 länder. Deras resultat visar att kvinnlig inkludering i bolagsstyrelser är högre i länder med högre kvinnligt deltagande på arbetsmarknaden. Utöver att det redan råder en hög standard sett till övriga världen gällande jämställdhet inom företag och bolagsstyrelser, är Sverige ett land med universell tillgång till vård, utbildning, pension och starka fackförbund. Sverige har också både låg ekonomisk och social orättvisa (Thomsen 2016). Länder i tidigare forskning applicerar könskvotering för att råda bot på social orättvisa, öka jämställdhet och reducera agentkostnader. Resoneras kan därför om den rådande hållbarhetsfrågan jämställdhet, verkligen driver investerare och företag i Sverige likt ovanstående forskningsländer gör. Den aktuella studiens resultat har inte fått stöd för att kunna etablera samband. Vidare kan det betyda att det är andra aspekter som utbildning eller erfarenhet som driver företag att tilldela kvinnor platser i styrelsen. Sociala normer och bolagsstyrningsmodellen inom svenskt näringsliv kan således sälla bort agentkostnader som uppstår i länder där könsfördelning och sociala normer är inadekvat. Det gör inte agentteorin opraktisk för studien. Det visar att när sambandet styrelsesammansättning och finansiell prestation studeras i svensk kontext, är andel kvinnor eventuellt inte variabeln som ska användas.

Samtlig tidigare forskning som denna studie tar hänsyn till kommer fram till att det finns positiva samband mellan andelen kvinnor i styrelsen i relation till finansiell prestation. Utifrån etiska aspekter kan företag tjäna pengar på marknadsföringen som anseendet till jämställdhet ger. Ur finansiella aspekter kan företag realisera vinst i form av ökad

aktieförsäljning som reflekteras i ett företags ökade marknadsvärde. Att de Stockholm Large Cap-företagen som ingår i den här studien ökar andelen kvinnor i deras styrelser utifrån etiska eller finansiella perspektiv kan inte bekräftas. Detta då denna studie saknar statistisk signifikans. Viktigt att ta i beaktning är att samtlig forskning som presenteras har genomförts i andra geografiska kontexter. Givet att nordisk bolagsstyrning skiljer sig från internationell bolagsstyrning, kan studiens resultat härstamma från just de kulturella och lagstadgade skillnaderna. Övergripande tidigare forskning som presenteras i *avsnitt 2.3* visar statistisk signifikans som därmed bekräftar hypotesen; *Det finns ett statistiskt signifikant positivt samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och finansiell prestation.* Denna studies hypotes som lyder samma, förkastas.

5.2 Analys av styrelsens storlek

De statistiska testerna visar att förhållandet mellan styrelsestorlek och finansiell prestation inte stödjer det förväntade resultatet. Koefficienten i regressionen för Tobin's Q visar att finansiell prestation korrelerar negativt med styrelsens storlek, -0,119. Detsamma gäller för ROA, där en negativ korrelationskoefficient också påvisas, -0,02. Men på grund av saknad signifikans förkastas H2; *Det finns ett statistiskt signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och finansiell prestation.*

Eftersom korrelationskoefficienten för denna regressionsanalys, $p > 0,05$, etableras det att den aktuella studien inte kan förklara orsakssamband. Analysen bygger på denna studies resultat gentemot tidigare forskning.

Samtliga studier som omfattar denna studie betraktar en stor styrelse utifrån vad Fama & Jensen (1983) förespråkar. Enligt de försämrar den finansiella prestationen inom ett företag när styrelsen överskrider 7-8 ledamöter. Överskrids det antalet kommer företaget mötas av problem som orsakar negativa effekter på lönsamheten (ibid). När ovanstående beaktas kan det ses i den deskriptiva statistiken i *Tabell 2*, att den minsta styrelsestorleken som presenteras är 8,62. Vidare är den aktuella studiens genomsnittliga styrelsestorlek 8,92. Med

hänsyn till till agentteorin och tidigare forskning innebär det att den aktuella studiens urval klassas som en stor styrelse.

Övergripande tidigare forskning gällande styrelsestorlek i relation till finansiell prestation (Tobin's Q och ROA) presenterar resultat av ett negativt statistiskt samband (Guest 2009; Cheng 2008; Mak & Kusnadi 2005; O'Connell & Cramer 2010; Yermack 1996). Tidigare forskning presenterar olika resultat angående finansiella prestationen (Tobin's Q och ROA), och när den är optimal i förhållande till styrelsens storlek. När lönsamheten är som mest effektiv, framställs av Guest (2009) och Mak & Kusnadi (2005). Deras studier visar att avkastningen hos företagen (Tobin's Q och ROA) är optimal när styrelsen representeras av 5 ledamöter. Med det menar de att både Tobin's Q och ROA minskar när styrelsen överskrider 5 ledamöter. För att företag ska kunna maximera lönsamheten bör bolagsstyrelser således representeras av 5 ledamöter eller mindre. Resterande tidigare forskning som behandlar ämnet menar att 5 ledamöter är för många (O'Connell & Cramer 2010; Cheng 2008; Yermack 1996). Cheng (2008) föreslår max 4 ledamöter. Vidare menar samtliga forskare Guest (2009), Cheng (2008), Mak & Kusnadi (2005), O'Connell & Cramer (2010) och Yermack (1996) att stora styrelser skapar agentkostnader. Ett resultat som grundas i att stora styrelser präglas av bristande samförstånd (ibid). Bristen på samförstånd i styrelsen skapas på grund av av koordinations- och kommunikationsproblem som framkallar dålig beslutshandling. Vidare försämrar det företagets finansiella avkastning. Den aktuella studien kan inte förklara samma orsakssamband. Företagen i denna studie besitter vad som betraktas som en stor styrelse. Trots det kan de effekter som en stor styrelse tros sig medföra eventuellt reduceras på grund av majoritetsägare, minoritetsägare och blockhållare. Inom svenskt näringsliv kan dessa ägare inneha stort inflytande, och de sitter ofta i valberedningar eller styrelser (Thomsen 2016). Den påverkan de besitter gällande styrande tjänster inom ett företag kan förbättra de övervakningsbrister en för stor styrelse traditionellt präglas av.

Tidigare forskning av Boone et al (2007), Guest (2009) och Yermack (1996) kommer fram till att företag ökar antalet styrelseledamöter när företag diversifierar sig och växer in på nya marknader. Deras resultat visar att en styrelse blir större när företaget blir större, och med det

ökar företagets agentkostnader. Denna studies urval omfattar företag på Stockholm Large Cap och representerar de största företagen på den svenska marknaden. Resultaten som framställs i den aktuella studien går inte i linje med tidigare forskning. Därför kan det i svensk kontext handla om valberedningen och deras process när nya ledamöter tillsätts. Valberedningen utgör en ökad övervakningsfunktion inom ett företag (Thomsen 2016). När en ledamot ska tillsättas kan ägare utvärdera om ledamoten besitter den kompetens och expertis som krävs gentemot något av de affärsområden företaget arbetar inom. Ledamöter som sedermera tillsätts besitter rikhaltig kompetens inom något av de olika affärsområdena. För att sedan effektivisera och förenkla arbetsprocesser inom styrelsen kan det vara att ägarna delar upp ledamöter i grupper om ett omfång på 3-4. En ledamot hamnar i den grupp där deras affärs- och ämneskompetens gör sig bäst lämpad. Dessa grupper agerar därefter som en egen liten styrelse för sitt affärsområde. Således reduceras risk för brist på samförstånd och ineffektiv beslutshandling som enligt Fama & Jensen (1983) uppstår när antalet ledamöter överstiger 7-8. Vidare leder det till att företag på grund av valberedningen kan lyckas reducera de agentkostnader som en stor styrelse enligt tidigare forskning skapar.

När ovanstående beaktas kan kvalifikationskrav utgöra en viktig faktor när en styrelseledamot tillsätts inom svenska företag. Raff (2011) förklarar bland annat att när ägare förlorar kontroll sett till spritt ägande ökar det free-rider problem inom ett företag. Sett till svensk kontext kan valberedningen vara till hjälp för att reducera dessa problem. Majoritetsägare, minoritetsägare och blockhållare inom ett företag har inflytande gällande processen om vilka som ska ingå i styrelsen. Detta minimerar risk för att inkludera nya ledamöter som inte uppfyller de kompetenskrav som krävs. Ägarna kan därmed reducera risk för att styrelseledamöter sitter med på möten, tar del av sitt arvode, utan att faktiskt bidra. Den utökade funktionen av övervakning som valberedningen bidrar med kan således reducera agentkostnader som orsakas av free-rider problem. Varje ledamot som tillsätts ska uppfylla en funktion som bidrar till ekonomisk nytta för företaget.

Resultaten i denna studie går varken i linje med de teoretiska perspektiv eller empiriska resultat som framställs i tidigare forskning. Det kan ha sin grund i skillnader som härstammar

i bolagsstyrningsmodellen. När tidigare forskning beaktas, menar den att den aktuella studiens företag kan begränsas av agentproblem. Som redovisats i *avsnitt 4.1* visar samtliga undersökningsår att styrelsen innehar fler än 8 ledamöter. Däremot skapar den aktuella studien ingen klarhet i detta påstående och kan inte bekräfta något samband. Presenterad tidigare forskning har genomförts på internationella marknader. Den kan eventuellt inte generaliseras över på svensk kontext. Denna studiens resultat visar ingen statistisk signifikans. Samtlig tidigare forskning som presenterats i *avsnitt 2.3* visar statistisk signifikans och bekräftar därmed hypotesen; *det finns ett negativt statistisk samband signifikans mellan styrelsestorlek och finansiell prestation*. Denna studiens hypotes som lyder samma, förkastas.

5.3 Sammanfattning av regressionsanalys

Nedanstående kommer analysen förklara resultaten i regressionen med beroende variabler Tobin's Q och ROA genomgripande. Detta för att etablera vad som kan föränlett studiens bristande signifikansnivå. I avslutande analys etableras sammanfattningsvis hur datainsamling och databearbetning kan ha påverkat studiens mätning.

Sett till variansen, R^2 , förklarar de oberoende variablerna tillsammans 34,5% av variansen i Tobin's Q. Detta värde är högt. Justerat R^2 , -4,9%, justerar för antalet variabler och antalet företag analysen genomförs på. Ju fler variabler som behandlas i förhållande till företag som ingår i datasetet, desto större är skillnaden mellan R^2 och justerat R^2 (Lantz 2013).

Skillnaden här är substantiell. Analysen inbegriper inte ett stort antal företag. Resultaten visar att om stickprov av den aktuella storleken på 71 företag dras ur samma population som stickprovet representerar, och sedan gör samma analys, formuleras Tobin's Q utifrån samma variabler. Då förväntas dessa stickprov bli genomsnittliga R-square, 0,049. Det blir den förväntade genomsnittliga andelen som förklarar variansen i utfallsvariabeln (Tobin's Q), 4,9%.

Frihetsgrader för regression (df) är i paritet med antalet oberoende variabler. I det här fallet tre stycken. Residual för (df), $N - P - 1$, är antalet aritmetiska medelvärden som den här datan

bygger på minus antalet oberoende variabler som datan behandlar (Lantz 2013). I inledande fas innebar det $9 - 3 - 1$. I det här fallet etablerar datan 8 observationer. Total (df) visar $9 - 1$. Denna studie hade sammanställt 9 aritmetiska medelvärden för samtliga variabler. Det här indikerar att en av dessa inte har fullständiga data och har exkluderats i regressionsanalysen. Regressionsanalysen har genomförts med dataprogrammet Excel. Excel tar endast hänsyn till variabler som har fullständiga data. Då blir summan av total frihetsgrad (df) $9 - 1 = 8$.

Regression (SS), 0,034, är andelen varians som återstår när observerade värden ersätts med predicerade värden (Lantz 2013). Residual (SS), 0,064, är oförklarad varians. Total (SS), 0,098, är summan av kvadrerade avvikelser mellan observerade och enligt modellen predicerade värden. Total (SS), 0,098, är summan av kvadrerade avvikelser mellan observerade värden och medelvärden i utfallsvariabeln Tobin's Q (ibid).

Regressions (SS) / Regressions (df) = Regression Mean Square (MS) 0,113.

Residual (SS) / Residual (df) = Residual Mean Square = 0,013. Kvoten mellan $0,113 / 0,013 = 0,87$ (F-värde) (Lantz 2013). 0,87 ger signifikansen för F-värdet (p-värde) i regressionsanalysen som visar att $p > 0,51$. Resultaten visar att modellen inte förklarar mer varians än en modell utan variabler skulle göra. Den här förklarade variansen i Regression (SS), 0,034, är inte signifikant större än 0. Att etablera att någon av de oberoende variablerna i modellen är skild från $p < 0,05$ är problematiskt. Resultaten visar att denna studie inte kan anta att någon av dessa variabler är skild från 0 i populationen. Då $p > 0,05$ är modellen med Tobin's Q som beroende variabel inte signifikant.

Variansen, R^2 , förklarar 25,7% av variansen i ROA. Justerat R^2 är -18,8%. Frihetsgrader (df) visar $9 - 1 = 8$. Likt Tobin's Q återfinns inte fullständig data. Därför tar regressionsanalysen bara hänsyn till 8 aritmetiska medelvärden. Regression (MS) = 0,0000052. Residual (MS) = 0,000009. Kvoten mellan dessa är 0,57 (F-värde). I regressionsanalysen ger det $p > 0,65$. Resultatet visar att koefficientens avvikelse kan bero på slumpen då $p > 0,05$. Resultatet för modellen med ROA som beroende variabel är inte statistiskt signifikant.

Sammanfattningsvis går resultaten för denna studie emot utsatta hypoteser och tidigare forskning som presenterats. Studien påvisar inget orsakssamband. Samtliga regressioner i denna studie saknar statistisk signifikans. Resultaten som framställts kan ha blivit missvisande på grund av det stora bortfall som omfattar studien, närmare 43%. Det går inte heller att utesluta att mätfel eller formateringsfel kan orsaka att denna studie skiljer sig mot tidigare forskning. Sådana fel skulle kunna vara formatering av data inför de statistiska testerna. Formateringen av data har presenterats i *avsnitt 3.6*. Det som styrker påståendet utöver att samtliga regressioner får $p > 0,05$, kan förklaras av den negativa justerade förklaringsgraden. Detta kan betyda att datan inte passar modellen (Studenmund 2017; Lantz 2013).

6. Slutsats

I detta avslutande kapitel summeras studien. Slutsatser baseras på den analys som gjorts utifrån studiens resultat och teoretiska ramverk. Avslutningsvis presenteras även förslag till intressanta perspektiv och angreppssätt för fortsatt forskning inom ämnet.

Inledningsvis konstaterades att bolagsstyrning, och mer specifikt styrelsesammansättning, redan är ett omdiskuterat och aktuellt forskningsämne. Kön fördelning i styrelsen är av intresse då flera europeiska länder infört lagstadgade regler och rekommendationer för könskvotering. Ämnet är välstuderat på internationell nivå, men forskning på den svenska marknaden är bristfällig. Studien avgränsades därför till svenska bolag och mer specifikt till Stockholm Large Cap-företag noterade 2022. En ytterligare bedömningsgrund till avgränsning mot svenska bolag var skillnader i bolagsstyrning mellan nordiska och internationella bolag som presenteras av Thomsen (2016). Denna studie omfattade 71 företag som resulterade i 629 observationer över nio år. Studiens syfte har varit att analysera samband mellan styrelsesammansättning och finansiell prestation. Det gjordes genom att undersöka variablerna Tobin's Q och ROA i relation till könsfördelning och styrelsens storlek.

Studiens empiriska resultat visade att styrelsesammansättning saknade samband med finansiell prestation hos det urval av företag som undersökts i studien. Detta då studien inte funnit några statistiskt signifikanta samband. Studiens resultat går inte i linje med övergripande tidigare forskning som presenterats, därav har studiens $H1$ och $H2$ förkastats.

För att eliminera agentproblem som präglar stora styrelser kan svenska företag använda valberedningen för att tillsätta ledamöter. För att sedan minska ineffektivitet och agentkostnader som en stor styrelse skapar, kategoriseras styrelsen ner i arbetsgrupper. Arbetsgrupperna representerar därefter varsitt affärsområde inom företaget. Dessa antaganden är teoretiska och kan inte säkerställas. Inget orsakssamband som presenteras gällande variabeln styrelsestorlek kan bekräftas då denna studien saknar statistisk signifikans.

De teoretiska slutsatserna för den aktuella studien går emot tidigare studier. Tidigare studier nämner att kvinnor föreslår mindre aggressiva affärsstrategier och förespråkar mer hållbara investeringar, vilket leder till minskade agentkostnader (Reguera-Alvarado et al 2015; Vafaei et al 2015). De menar att kvinnors karaktäristiska drag bidrar till att minska ineffektivitet och dålig beslutshandling. Dessa slutsatser kan inte denna studie bekräfta. Inom svenskt näringsliv kan sociala normer istället sälla bort de agentkostnader som uppstår i länder där könsfördelning och sociala normer är inadekvat.

Tidigare studier visar att styrelser med ett stort antal ledamöter ökar företags agentkostnader (Mak & Kusnadi 2005; Guest 2009; Yermack 1996). Dessa slutsatser stöds inte i föreliggande uppsats. En anledning till detta kan vara funktionen med valberedning och processen för tillsättandet av styrelser i Sverige. Genom denna får ägare – genom valberedningen – större kontroll av kompetens som tillförs av nya ledamöter. Dessutom, för att reducera agentkostnader, förefaller styrelser att delas upp i mindre arbetsgrupper. Detta kan ha motverkat brist på samförstånd och ineffektiv beslutshandling, vilket enligt Fama & Jensen (1983) kan uppstå när antalet ledamöter överstiger 7-8 personer. Det finns således indirekt stöd för att den svenska bolagsstyrningen kan ha minskat problemen med agentkostnader för större styrelser.

Som diskuterat i *avsnitt 5.1* och *5.2* kan de teoretiska slutsatserna gällande agentteorin och de empiriska resultaten grunda sig i skillnader inom bolagsstyrningen i Sverige kontra andra geografiska kontexter. Enligt Thomsen (2016) har majoritetsaktieägare, minoritetsägare och blockhållare stort inflytande i företag eftersom de ofta sitter i valberedningar eller styrelser. Exempel på sådana inom svenskt näringsliv är Wallenberg och Industrivärden. Det leder till att de har mandat för påverkan sett till val av styrelseledamöter, och/eller att presentera agendor som potentiellt kan främja finansiella prestationen. Ofta resulterar detta i högre egen avkastning som aktieägare. Enligt agentteorin kan det resoneras att gapet mellan principalen och agenten då minskar eftersom principalen besitter stort inflytande. Det kan vara en förklaring till varför denna studies styrelsevariabler inte finner statistiskt stöd i relation till

variablerna som behandlar finansiell prestation. Det kan istället vara andra styrelsevariabler som relaterar starkare till den finansiella prestationen hos Svenska Large Cap-företag. Förslagsvis kan andel oberoende styrelseledamöter vara relevant gentemot ovanstående. Vitolla et al (2019) och Aluchna & Idowu (2017) menar på att styrelsens övervakande uppgifter är avgörande för ett företags finansiella prestation. Det är något som den aktuella studien inte sätter sig emot. Resultaten presenterade däremot att den aktuella studiens styrelsevariabler inte kunde förklara ett orsakssamband som förbättrar eller försämrar styrelsens övervakningsuppgifter. Det gick därför inte att visa om resultaten ökar eller minskar agentproblem och agentkostnaderna därtill. Detta behöver emellertid inte betyda att användandet av agentteorin varit opassande. Agentteorin gav enligt författarna teoretiska perspektiv i relation till studiens variabler och nordisk bolagsstyrning. Sedermera stärker det även diskussionen gällande vilka variabler framtida forskning kan behandla i svensk kontext.

Huruvida studiens syfte och frågeställning har uppfyllts kan diskuteras. Studien har genomgående förankrats i syfte och frågeställning på adekvat sätt, och framställt resultat gällande dessa. Ur den aspekten har studien uppfyllt syfte och frågeställning. Däremot kan det inte uteslutas att studiens resultat påverkats av bristande urvalsram eller eventuella mätfel. Detta påståendets saklighet bekräftas av att samtliga $p > 0,05$. Även den negativa justerade förklaringsgraden i samtliga regressionsanalyser, som kan tyda på att datan passar modellen underhålligt.

Målet med studien har varit att bidra till diskursen och att tillföra kompletterande analys och diskussion. Det gjordes genom att använda en alternativ urvalsram och geografisk positionering i förhållande till tidigare forskning. Studien bidrog med en uppdatering av forskningsområdet vars resultat och begränsningar kan bidra till framtida forskning, trots att studiens hypoteser inte kunde bekräftas.

6.1 Förslag till framtida forskning

För framtida forskning kan först och främst urvalet kompletteras. Denna studie är enbart avgränsad till dagens Stockholm Large Cap-företag. Eftersom bolagsstyrningen ter sig

relativt lika över nordiska länder enligt Thomsen (2016), skulle en studie kunna genomföras för samtliga nordiska marknader. För att urskilja hur resultaten ter sig för hela Norden och vad det har för betydelse. Särskilt intressant är att jämföra resultat med Norge. Det landet i Norden med lagstadgad könskvotering (Reguera-Alvarado et al 2015).

Studien är försedd med begränsningar i strävan av att precisera resultatet. Detta innebär att ett flertal variabler inom styrelsesammansättning har exkluderats. Även variabler inom bolagsstyrning i stort har inte tagits i beaktning. Det kan finnas aspekter av styrelsesammansättning som är mer relevant för svensk kontext. Utbildning, ålder och oberoende styrelseledamöter är variabler en undersökning kan behandla. Alternativt styrelseledamöternas andra styrelseuppdrag, som möjligtvis kan vara intressanta variabler att vidare undersöka i svensk kontext. Synnerligen då en del styrelseledamöter sitter i styrelsen hos ett flertal av Sveriges största företag samtidigt. Det är däremot svårt att särskilja vilken effekt styrelseledamöters multipla uppdrag har på deras möjlighet att övervaka verksamheten. Det kan vara svårt att isolera och mäta detta. Ingen av de tidigare studier som redogjorts för i denna studie har beaktat denna aspekt. Det kan då betraktas som en begränsning för hela ämnesområdet.

De finansiella variablerna Tobin's Q och ROA valdes då dessa var frekvent använda i tidigare forskning. Om framtida studier ska sträva efter högsta möjliga jämförbarhet kan det fortsatt vara lämpligt att använda Tobin's Q och ROA. Det finns emellertid ett flertal ekonomiska mått som bör te sig intressanta att använda sig av. EBIT, ROI och ROE kan vara mått som kan komplettera den övergripande bilden av ett företags finansiella prestation.

Källförteckning

- Aluchna, M. & Idowu, S.O. (2017). *Responsible corporate governance: towards sustainable and effective governance structures*. Cham: Springer.
- Benston, G.J. (1985). The costs of complying with a government data collection program: the FTC's Line of Business Report. *Journal of Accounting and Public Policy*, 3(2), s.123–137. doi:10.1016/0278-4254(84)90004-8.
- Bolton, P., Chen, H. & Wang, N. (2011). A Unified Theory of Tobin's q , Corporate Investment, Financing, and Risk Management. *The Journal of Finance*, 66(5), s.1545–1578. doi:10.1111/j.1540-6261.2011.01681.x.
- Boone, A.L., Casares Field, L., Karpoff, J.M. & Raheja, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), s..66–101. doi:10.1016/j.jfineco.2006.05.004.
- Brown-Kruse J., D. Hummels. (1993). Gender Differences in Laboratory Public Goods Contribution: Do Individuals Put their Money where their Mouth is? *Journal of Economic Behavior and Organization*, 22, s.255–267. [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(00\)00113-X](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(00)00113-X)
- Brown, L.D. & Caylor, M.L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), s.409–434. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005.
- Camilleri, M., Springer Nature and Springer International. (2017). *Corporate Sustainability, Social Responsibility and Environmental Management: An Introduction to Theory and Practice with Case Studies*. Cham, Switzerland: Springer Nature, An Imprint Of Springer International Publishing Ag.
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), s.435–451. doi:10.1007/s10551-007-9630-y.

Cao, D., Lorenzoni, G. & Walentin, K. (2019). Financial frictions, investment, and Tobin's q. *Journal of Monetary Economics*, 103, s.105–122. doi:10.1016/j.jmoneco.2018.08.002.

Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), s.157–176. doi:10.1016/j.jfineco.2006.10.006.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L. 2007, "Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, Forthcoming. 87(2), s.329-356. doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008

Core, J. E., Guay, W.R. & Rusticus, T. O. (2006). Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns: An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), s.655-687. doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00851.x

Dahmström, K. (2012). *Från datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*. Lund: Studentlitteratur.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. & Ellstrand, A.E. (1999). NUMBER OF DIRECTORS AND FINANCIAL PERFORMANCE: A META-ANALYSIS. *Academy of Management Journal*, 42(6), s.674–686. doi:10.2307/256988.

DeAngelo, H. & Stulz, R.M. (2015). Liquid-claim production, risk management, and bank capital structure: Why high leverage is optimal for banks. *Journal of Financial Economics*, 116(2), s.219–236. doi:10.1016/j.jfineco.2014.11.011.

Denis, D. (1999). Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 52(2), s.187–223. doi:10.1016/s0304-405x(99)00008-2.

de Villiers, C., Naiker, V. and van Staden, C.J. (2011). The Effect of Board Characteristics on Firm Environmental Performance. *Journal of Management*, 37(6), s.1636–1663. doi:10.1177/0149206311411506.

Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), s.301–325. doi:10.1086/467037.

Georgen, M. (2012). *International corporate governance*. Harlow (Essex, England): Pearson.

Griffin, D., Li, K. & Xu, T. (2019). Board Gender Diversity and Corporate Innovation: International Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(1), s.1–32. doi:10.1017/s002210901900098x.

Guest, P.M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), s.385–404. doi:10.1080/13518470802466121.

Gul, F.A., Srinidhi, B. and Ng, A.C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), s.314–338. doi:10.1016/j.jacceco.2011.01.005.

Idowu, S.O. & Kiyomet Tunca Çaliyurt (2014). *Corporate Governance: an international perspective*. Heidelberg: Springer.

Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), s.831. doi:10.2307/2329018.

Jurkus, A.F., Park, J.C. and Woodard, L.S. (2011). Women in top management and agency costs. *Journal of Business Research*, 64(2), s.180–186. doi:10.1016/j.jbusres.2009.12.010.

Lantz, B. (2013). *Grundläggande statistisk analys*. Lund: Studentlitteratur Ab.

Lehn, K., Patro, S., Zhao, M., 2005. Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935–2000. *Unpublished working paper*, University of Pittsburgh, s.747-780. doi/pdfdirect/10.1111/j.1755-053X.2009.01055.x

Lin, X., Wang, C., Wang, N. and Yang, J. (2018). Investment, Tobin's q, and interest rates. *Journal of Financial Economics*, 130(3), s. 620–640. doi:10.1016/j.jfineco.2017.05.013.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), s.59–77.

- Mak, Y.T. & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), s.301–318. doi:10.1016/j.pacfin.2004.09.002.
- Merendino, A. & Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(3), s.508–551. doi:10.1108/cg-06-2018-0211.
- Naciri, A. (2011). *Corporate governance around the world*. London: Routledge.
- Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 237, s.117727. doi:10.1016/j.jclepro.2019.117727.
- Nguyen, H. and Faff, R. (2007). IMPACT OF BOARD SIZE AND BOARD DIVERSITY ON FIRM VALUE: AUSTRALIAN EVIDENCE. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), s.87. doi:10.22495/cocv4i2p2.
- O’Connell, V. & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), s.387–399. doi:10.1016/j.emj.2009.11.002.
- Poletti-Hughes, J. & Briano-Turrent, G.C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62, s.80–90. doi:10.1016/j.irfa.2019.02.004.
- Powell, G.N. and Butterfield, D.A. (1994). INVESTIGATING THE ‘GLASS CEILING’ PHENOMENON: AN EMPIRICAL STUDY OF ACTUAL PROMOTIONS TO TOP MANAGEMENT.. *Academy of Management Journal*, 37(1), s.68–86. doi:10.2307/256770.
- Raff, K. (2011). Information Externalities in Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*, s.32. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1787130>

Raheja, C.G. (2005). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), s.283–306.
doi:10.1017/s0022109000002313.

Rashid, A. (2014). Revisiting Agency Theory: Evidence of Board Independence and Agency Cost from Bangladesh. *Journal of Business Ethics*, 130(1), s.181–198.
doi:10.1007/s10551-014-2211-y.

Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P. & Laffarga, J. (2015). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), s.337–350. doi:10.1007/s10551-015-2735-9.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), s.737–783. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x.

Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T.K. and Batsakis, G. (2017). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*, 29(1), s. 171–190. doi:10.1111/1467-8551.12237.

Studenmund, A.H. (2017). *A practical guide to using econometrics*. Harlow, England Pearson.

Tajfel H., J. Turner: 1986, The Social Identity of Inter-Group Behavior in Worchel S., W. Austin (eds.), *Psychology and Intergroup Relations (Chicago: Nelson-Hall)*, s.7–24.

Thomsen, S. (2016). The Nordic Corporate Governance Model. *Management and Organization Review*, 12(01), s. 189–204. doi:10.1017/mor.2015.55.

Torchia, M., Calabrò, A. and Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), s.299–317.
doi:10.1007/s10551-011-0815-z.

Vafaei, A., Ahmed, K. & Mather, P. (2015). Board Diversity and Financial Performance in the Top 500 Australian Firms. *Australian Accounting Review*, 25(4), s. 413–427. doi:10.1111/auar.12068.

Vermeir, I. & Van Kenhove, P. (2007). Gender Differences in Double Standards. *Journal of Business Ethics*, 81(2), s.281–295. doi:10.1007/s10551-007-9494-1.

Vitolla, F., Raimo, N. & Rubino, M. (2019). Board characteristics and integrated reporting quality: an agency theory perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), S.1152-1163. doi:10.1002/csr.1879.

Weisberg, Y.J., DeYoung, C.G. & Hirsh, J.B. (2011). Gender Differences in Personality across the Ten Aspects of the Big Five. *Frontiers in Psychology*, 2(178). s. 178-178. doi:10.3389/fpsyg.2011.00178.

White, R.D. (1999). Are Women More Ethical? Recent Findings on the Effects of Gender Upon Moral Development. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 9(3), s. 459–472. doi:10.1093/oxfordjournals.jpart.a024418.

Williams K., C. O'Reilly (1998), Forty Years of Diversity Research: A Review, in Staw B. M., L. L. Cummings (eds.), *Research in Organizational Behavior* (Greenwich, CT: JAI Press), 20, s.77–140

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), s.185–211. doi:10.1016/0304-405x(95)00844-5.

Elektroniska källor

Avanza.se. (2022). *Vad är en börslista?*.

<https://www.avanza.se/kundservice.html/739/vad-ar-en-borslista/?categoryId=362> [Hämtad 20/4-22].

Bolagsstyrning (u.å). *Jämn könsfördelning utan kvotering*.

https://www.bolagsstyrning.se/nyheter/jamn-konsfordelning-utan-kvotering__251

[Hämtad 15/4-2022]

Bolagsverket (2022). *Styrelse och verkställande direktör i aktiebolag – Bolagsverket*.

<https://bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/styrelse/vd-1.3172> [Hämtad 20/4-22].

Dagens industri. (u.å). *OMX Stockholm Large Cap - Senaste aktiekurser*. Tillgänglig:

<https://www.di.se/bors/large-cap/>. [Hämtad 23/3-22]

Finansinspektionen (2021). *Börsinformation | Finansinspektionen*.

<https://www.fi.se/sv/vara-register/borsinformation/> [Hämtad 17/4-22].

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2019). *Svensk kod för bolagsstyrning*.

http://www.bolagsstyrning.se/userfiles/archive/3883/190620_konsfordelning_i_bolagsstyrelserna_00000002.pdf [Hämtad 4/4-2022]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2020). *Svensk kod för bolagsstyrning*.

https://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Koden/2020/Svensk_kod_for_bolagsstyrning_gallande_fran_1_januari_2020_00000002.pdf [Hämtad 4/4-2022]

Retriever Sverige AB (u.å). *Retriever Business*.

<https://app-retriever-info-com.till.biblextern.sh.se/services/businessinfo/search/> [Hämtad 23/3-22]

Riksdagen (u.å). *Aktiebolagslag (2005:551) Svensk författningssamling 2005:2005:551 t.o.m. SFS 2021:543 - Riksdagen.*

[https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebola
gslag-2005551_sfs-2005-551?fbclid=IwAR1MS8JdUAWRLTTattdmmJr_drFuFOQOB2ziDH
ddTBi45KeNwZSKxIXUg9A](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebola
gslag-2005551_sfs-2005-551?fbclid=IwAR1MS8JdUAWRLTTattdmmJr_drFuFOQOB2ziDH
ddTBi45KeNwZSKxIXUg9A) [Hämtad 18/4-22].

Riksdagsförvaltningen (U.Å). *Lag (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse Svensk författningssamling 2004:2004:297 t.o.m. SFS 2021:492 - Riksdagen.*

[https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2004
297-om-bank--och-finansieringsrorelse_sfs-2004-297](https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2004
297-om-bank--och-finansieringsrorelse_sfs-2004-297) [Hämtad 15/4-2022].

Statistiska Centralbyrån. (u.å). *Styrelser och ledning i börsföretag 2019.*

[https://www.scb.se/hitta-statistik/temaomraden/jamstallldhet/jamn-fordelning-av-makt-och-inf
lytande/representation-i-naringslivet/styrelser-och-ledning-i-borsforetag/](https://www.scb.se/hitta-statistik/temaomraden/jamstallldhet/jamn-fordelning-av-makt-och-inf
lytande/representation-i-naringslivet/styrelser-och-ledning-i-borsforetag/) [Hämtad
15/4-2022]

Svenska bankföreningen (2020). *Svensk bankmarknad.*

[https://www.swedishbankers.se/fakta-och-rapporter/svensk-bankmarknad/den-svenska-finans
marknaden/](https://www.swedishbankers.se/fakta-och-rapporter/svensk-bankmarknad/den-svenska-finans
marknaden/). [Hämtad 15/4-2022]

USGS (u.å). *What does it mean when a publication is peer reviewed?* | U.S. Geological Survey.

[https://www.usgs.gov/faqs/what-does-it-mean-when-publication-peer-reviewed?qt-news_scie
nce_products=0](https://www.usgs.gov/faqs/what-does-it-mean-when-publication-peer-reviewed?qt-news_scie
nce_products=0). [Hämtad 13/4-2022]

