

Styrelsesammansättning och finansiell prestation vid en börsintroduktion

En empirisk kvantitativ studie om sambandet mellan styrelsens sammansättning och finansiell prestation vid en börsintroduktion.

Av: Elin Norberg och Beatrice Stenqvist Örlander

Handledare: Mikael Lönnborg

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper

Kandidatuppsats 15 hp

Företagsekonomi C | Vårterminen 2023



Förord

Vi vill först rikta ett varmt tack till vår handledare Mikael Lönnborg för all den vägledning han bidragit med under uppsatsskrivandets gång. Ett varmt tack riktas likaså till våra opponenter vilka bidragit med synpunkter och råd till uppsatsen.

Elin Norberg & Beatrice Stenqvist Örlander

Sammanfattning

Titel: Styrelsesammansättning och finansiell prestation vid en börsintroduktion

Författare: Elin Norberg & Beatrice Stenqvist Örkander

Handledare: Mikael Lönnborg

Bakgrund: Styrelsens uppgift spelar en extra viktig roll vid en börsintroduktion då företaget går från privat till publikt. För ett börsnoterat företag är det yttersta målet att öka aktievärdet, där finansiell prestation ses som den mest betydelsefulla faktorn. En god bolagsstyrning kan bidra till ökad lönsamhet. För vägledning och rekommendationer kring styrelsens sammansättning kan företagen därav vända sig till svensk kod för bolagsstyrning.

Syfte: Studien har som syfte att beskriva och analysera om styrelsesammansättningen har samband med företagets finansiella prestation vid börsintroduktion.

Teori: I den teoretiska referensramen definieras innebörden av styrelsens sammansättning och finansiell prestation. Vidare presenteras tidigare forskning följt av en beskrivning av agentteorin, den resursbaserade teorin och teorin om den kritiska massan. Utifrån dessa presenteras studiens hypoteser.

Metod: Studien tillämpade multipel regression för att studera sambandet mellan styrelsens sammansättning och företagets lönsamhet i 41 svenska börsnoterade företag mellan 2017–2019.

Slutsats: Studiens resultat visar att två av fyra variabler kopplade till styrelsens sammansättning har samband med företagets lönsamhet. Styrelsens kunskapsnivå har en negativ koppling till lönsamheten vid börsintroduktionen medan styrelsens storlek har en positiv. Dessa två variabler bör därför beaktas vid utformandet av styrelsens sammansättning.

Nyckelord: Bolagsstyrning, börsintroduktion, finansiell prestation, lönsamhet, Nasdaq OMX Stockholm, styrelsesammansättning och svensk kod för bolagsstyrning.

Abstract

Titel: Board composition and financial performance in the event of an initial public offering

Authors: Elin Norberg and Beatrice Stenqvist Örlander

Supervisor: Mikael Lönnborg

Background: The board plays an important role in an initial public offering. For a listed company, the ultimate goal is to increase share value, where financial performance is seen as the most important factor in order of that achievement. Good corporate governance can help companies achieve profitability and therefore they can turn to the Swedish Code for Corporate Governance in order to receive guidance regarding that.

Purpose: The purpose of this study is to describe and analyze whether the composition of the board has a connection with the company's financial performance in the event of an initial public offering.

Theory: The meaning of the boards composition and financial performance is defined in the theoretical frame of reference. A presentation of previous research is then followed by a description of the applied theories. Based on these the studies hypotheses are presented.

Method: This study applied multiple regression as a method. In order to study the potential relationship between the board composition and the profitability of 41 Swedish companies whom are listed on the Swedish stock exchange between 2017-2019.

Conclusion: The results indicates that out of four variables linked to the board composition, two have a connection to the profitability of the companies studied. The level of knowledge shows a negative relationship with profitability in the event of an initial public offering while size of the board shows a positive. Therefore these two are important dimensions which should be considered when the board composition is being designed.

Keywords: Board composition, corporate governance, financial performance, initial public offering, Nasdaq OMX Stockholm, profitability, the swedish code.

Begreppsdefinitioner och förkortningslista

Bolagsstyrning - De rutiner och processer enligt vilka organisationer styrs och kontrolleras av sin styrelse, VD och ledande befattningshavare

Börsintroduktion - När ett företag blir publikt och noteras på börsen

Finansiell prestation - Hur väl företagen lyckas fungera lönsamt, växa, överleva och reagera på externa möjligheter samt hot

Lönsamhet - Speglar förhållandet mellan intäkter och kostnader och indikerar hur väl företag presterar gällande tillväxt och förmåga att utnyttja resurser.

Nasdaq OMX Stockholm - Den största svenska reglerade handelsplatsen för aktier med flest noterade bolag och högst omsättning

ROA - Räntabilitet på totalt kapital

ROE - Räntabilitet på eget kapital

Styrelsesammansättning - Utgörs av styrelsens ledamöter och deras samlade egenskaper

Svensk kod för bolagsstyrning - Normgivande rekommendationer gällande bolagsstyrning för svenska börsbolag

Tobin's Q - Marknadens förväntningar på företagets framtida resultat

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemformulering	2
1.3 Syfte	4
1.4 Forskningsfrågor	4
1.5 Avgränsning	4
2. Teoretisk referensram och tidigare forskning	5
2.1 Finansiell prestation	5
2.2 Styrelsesammansättning	5
2.3 Teorier	6
2.3.1 Agentteorin	6
2.3.2 Den resursbaserade teorin	7
2.3.3 Teorin om den kritiska massan	8
2.4 Tidigare forskning	8
2.4.1 Styrelsens storlek	8
2.4.2 Andel kvinnor i styrelsen	10
2.4.3 Styrelsens kunskapsnivå	11
2.4.4 Styrelsens oberoende	12
2.5 Studiens hypoteser	15
3. Metod	16
3.1 Forskningsstrategi och -design	16
3.2 Population, urval och bortfall	17
3.2.1 Population	17
3.2.2 Urvalsram	17
3.2.3 Urval	18
3.2.4 Bortfall	20
3.3 Datainsamlingsmetod	21
3.3.1 Innehållsanalys	21
3.3.2 Kodningsschema	21
3.3.3 Börsintroduktioner	22
3.3.4 Årsredovisningar	23
3.4 Operationalisering	23
3.4.1 Mätning av variabler	24
3.5 Bearbetning och analys	26
3.5.1 Statistiska tester	27
3.5.2 Korrelation	27
3.5.3 Multipel linjär regression	28
3.6 Studiens kvalitet	30
3.6.1 Reliabilitet	30
3.6.2 Validitet	31
3.6.3 Metodkritik	32

3.6.4 Källkritik	32
4. Resultat	35
4.1 Deskriptiv statistik	35
4.1.2 Utveckling av styrelsens sammansättning	38
4.2 Korrelationsanalys	40
4.3 Regressionsanalys	41
4.3.1 Regressionssummering	41
4.3.2 Regressionsstatistik	42
5. Analys	45
5.1 Analys av företagens lönsamhet	46
5.2 Analys av styrelsens sammansättning, företagsstorlek och företagsålder	47
5.2.1 Styrelsens storlek	47
5.2.2 Andel kvinnor	48
5.2.3 Kunskap	49
5.2.4 Oberoende	51
5.2.5 Företagets storlek	52
5.2.6 Företagets ålder	52
6. Slutsatser	54
6.1 Empiriska slutsatser	54
6.2 Teoretiska slutsatser	55
7. Slutdiskussion	57
7.1 Förslag till framtida forskning	58
Källförteckning	59
Bilagor	

Tabellförteckning

Tabell 1 - Sammanställning av forskningsöversikt	14
Tabell 2 - Studiens urvalsram	18
Tabell 3 - Börsintroduktioner 2017	19
Tabell 4 - Börsintroduktioner 2018	19
Tabell 5 - Börsintroduktioner 2019	20
Tabell 6 - Presentation av studiens bortfall	20
Tabell 7 - Studiens kodningsschema	22
Tabell 8 - Studiens operationalisering i översikt	24
Tabell 9 - Studiens statistiska tester	26
Tabell 10 - Cronbachs alfa	30
Tabell 11 - Deskriptiv statistik över samtliga variabler samtliga år	36
Tabell 12 - Deskriptiv statistik uppdelat efter börslista	37
Tabell 13 - Deskriptiv statistik uppdelat per bransch	38
Tabell 14 - Korrelationsanalys år -1	40
Tabell 15 - Korrelationsanalys år 0	40
Tabell 16 - Korrelationsanalys år 1	41
Tabell 17 - Korrelationsanalys år 2	41
Tabell 18 - Regressionsstatistik	42
Tabell 19 - Koefficient och p-värde för ROA	43
Tabell 20 - Koefficient och p-värde för ROE	43
Tabell 21 - Koefficient och p-värde för Tobin's Q	44

Diagramförteckning

Diagram 1 - Medelvärdet av storlek	39
Diagram 2 - Medelvärdet av andel kvinnor	39
Diagram 3 - Medelvärdet av oberoende	39
Diagram 4 - Medelvärdet av kunskap	39

1. Inledning

I det inledande avsnittet ges en introduktion till styrelsens roll i företaget och hur den hänger ihop med dess prestation vid en börsintroduktion. Vidare förs en diskussion om styrelsemedlemmars olika egenskaper och behovet av att analysera sambandet med lönsamheten. Slutligen presenteras studiens syfte, forskningsfrågor och avgränsning.

1.1 Bakgrund

Börsnoterade företags yttersta mål är ett ökat aktievärde (Rappaport 1986) vilket kan uppnås genom förbättrad prestation (Taouab & Issor 2019). Finansiell prestation ses därför som den mest betydelsefulla faktorn till investerares motivation för placering av kapital (Samiloglu & Demirgunes 2008). Trots begreppets relevans inom forskning råder oenighet om dess definition och mätning då olika aspekter innefattas som tillväxt, lönsamhet, avkastning, produktivitet och effektivitet (Taouab & Issor 2019). För objektiv mätning används lönsamhet (Dubey, Singh, Samar Ali, Venkatesh & Gupta 2014), betraktande som essentiell förutsättning för företagets långsiktiga framgång och existens (Samiloglu & Demirgunes 2008). Företag vilka inte verkar lönsamt riskerar således att tvingas överväga likvidering vilket får konsekvenser för alla inblandade (ibid.).

En effektiv bolagsstyrning kan hjälpa företag verka lönsamt genom att inkorporera rutiner och processer för styrelse, VD samt ledande befattningshavare, för styrning och kontroll av organisationen (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). Däremot är mindre känt om och vilka styrelseegenskaper som bidrar till en framgångsrik börsintroduktion utifrån ett lönsamhetsperspektiv (Brogi, Lagasio & Pesic 2020). Svensk kod för bolagsstyrning, hädan efter Koden, bidrar med vägledning för svenska börsföretag, i syfte att stärka förtroendet och främja positiv utveckling av bolagsstyrningen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2020). Koden kompletterar lagstiftning och andra regler men är inte tvingande, varpå den kan avstås från med motivering för avvikelser. Vidare betonar Koden att styrelsens sammansättning bör kännetecknas av mångsidighet. Den innefattar därmed rekommendationer för sammansättningen gällande styrelsens storlek, dess oberoende och könsfördelning (ibid.).

Enligt Aktiebolagen (SFS 2005:551) svarar styrelsen för bolagets organisation och förvaltning av dess angelägenheter. De ska bidra till att bolagets organisation är utformad så bokföring, medelsförvaltning och bolagets ekonomiska förhållanden i övrigt kontrolleras på betryggande sätt. Bolagsstyrelsen har således stor förpliktelse. Den ansvarar emellertid inte bara för styrning, kontroll av förvaltning och företagets angelägenheter. Enligt Hasselborn (2021) ska den dessutom garantera information till allmänhet och intressenter i form av diverse obligatoriska rapporter med syfte att bidra till en sanningsenlig bild av företaget. Vidare är styrelsens uppgift att tillföra ökat företagsvärde i form av bättre finansiella prestationer, för tillgodoseende av finansiärernas avkastning på investerat kapital (Shleifer & Vishny 1997). Denna ökning är viktig under hela företagets livscykel men anses extra aktuellt vid en börsintroduktion (Brogi, Lagasio & Pesic 2020).

Börsintroduktion är en viktig milstolpe i företagets livscykel (Choi, Eum, Kang & Lee 2022). Syftet kan vara flera, däremot ofta grundat i ett kapitalbehov (Avanza u.å). Vidare underlättar börsnoteringen kapitalinflödet från investerare vilket kan bidra till ökad tillväxt och utveckling (Fama & French 2004). För att behålla investerare behöver företaget enligt Tonning (2018) visa lönsamhet. Däremot skiljer sig denna förutsättning vid börsintroduktionen (Switzer, El Meslmani & Zhai 2022) och forskning har visat att börslista och branschtillhörighet är faktorer som påverkar (Wu, Li & Li 2013). I det avseendet spelar bolagsstyrelsen med sina medlemmar en viktig roll då det är en av deras uppgifter.

1.2 Problemformulering

Styrelsen ska vara med och bidra till positiva finansiella prestationer (Pucheta-Martinez & Gallego-Álvarez 2020). Emellertid finns studier som inte stödjer detta påstående (Choi, Eum, Kang & Lee 2022).

Forskare och beslutsfattare har kontroversiella åsikter om styrelsens inflytande på företagets prestation och resultatet är fortfarande ofullständigt (Shahrier, Ho & Gaur 2020). Jia och Zhang (2013) hävdar att styrelsens storlek kan kopplas till dess effektivitet men däremot finns ingen konsensus om optimalt antal styrelseledamöter (Shahrier, Ho & Gaur 2020). Liknande resonemang har förts angående kvinnliga ledamöter kring hur stor andel av styrelsen som bör bestå av kvinnor för att någon effekt av deras medverkan ska ges (Kanter

1977; Strydom, Au Young & Rankin 2017). I anslutning till en börsintroduktion menar Reber, Berry och Toms (2005) att en styrelsemedlem som besitter kunskap i form av högre utbildning bidrar till värdet som uppnås vid introduktionen. Samtidigt tyder forskning på att en högutbildad styrelse inte per automatik genererar bättre prestationer (Darmadi 2013). Gällande oberoende styrelseledamöters inflytande på företagets prestation har blandade samband identifierats (Shahrier, Ho & Gaur 2020). Även om Koden bidrar med riktlinjer (Svensk kod för bolagsstyrning 2020) är däremot inte säkerställt om det räcker att enbart följa dessa för att lyckas uppnå full effektivitet (Kanakriyah 2021).

Bolagsstyrning är ett välstuderat område inom litteraturen, däremot föreligger fortfarande delade meningar och få empiriska bevis angående hur enskilda styrelseegenskaper bidrar till en framgångsrik börsintroduktion (Brogi, Lagasio & Pesic 2020). Sambandet mellan styrelsen och företagets finansiella resultat anses mer komplext än tidigare studier antytt och ett fortsatt behov av forskning inom området finns (Rashid 2020). Dessutom fokuseras majoriteten av forskningen antingen ur ett redovisnings- eller marknadsbaserat perspektiv. Därför föreligger ett forskningsgap gällande studier som inkluderar båda aspekterna vid analysering av sambandet (ibid.).

Styrelsen spelar en avgörande roll för fortsatta tillväxtmöjligheter och övervinnande av komplexiteten i samband med övergången från privat till offentligt ägande (Zattoni et al. 2017). Baserat på omfattningen av styrelsens ansvar gällande strategi, att utvärdera och godkänna beslut vilka sammanlänkar med företagets resultat (Vairavan & Zhang 2020), kvarstår frågan om vilka styrelseegenskaper som i störst utsträckning kan bidra till ett positivt finansiellt resultat vid en börsintroduktion.

1.3 Syfte

Studien har som syfte att beskriva och analysera om styrelsesammansättningen har samband med företagets finansiella prestation vid börsintroduktion.

1.4 Forskningsfrågor

Hur ser sambandet ut mellan styrelsens sammansättning och finansiell prestation vid en börsintroduktion?

För att besvara studiens forskningsfråga undersöktes följande delfrågor:

- Vad finns det för samband mellan styrelsens storlek, andel kvinnor, kunskapsnivå, oberoende och lönsamhet vid en börsintroduktion?
- Hur förändras styrelsens sammansättning vid en börsintroduktion och vilken koppling finns till Koden?
- Hur skiljer sig styrelsesammansättningen avseende de utvalda variablerna mellan small- mid- och large cap listorna?
- Hur skiljer sig styrelsesammansättningen avseende de utvalda variablerna mellan branscherna?

1.5 Avgränsning

Då studien beskrev och analyserade sambandet mellan styrelsesammansättningen och företagets finansiella prestation ägnades ingen vikt vid att inkludera frågan hur styrelsen faktiskt utformas. Studien utgick från ett företagsperspektiv varpå andra intressenters synvinkel minimeras. Eftersom studien antog en kvantitativ strategi rangordnades kunskapsnivån. Det gjordes ingen särskiljning mellan olika utbildningars innehåll och inte heller den kunskap som erhållits innan högskoleutbildning. De variabler som exkluderats, men som benämns i Koden, är mångfald kopplat till etnicitet och tidigare erfarenhet samt att studera företagets VD.

2. Teoretisk referensram och tidigare forskning

I avsnittet ges en presentation av studiens begrepp, teorier och tidigare forskning som tillsammans utgör studiens teoretiska referensram. Utifrån dessa presenteras slutligen studiens hypoteser.

Inledningsvis presenteras begreppen finansiell prestation och styrelsesammansättning. Sedan presenteras tillämpade teorier innefattande agentteorin, resursbaserade teorin och teorin om den kritiska massan. Vidare redogörs tidigare forskning om styrelsens sammansättning, diskuterat utifrån styrelsens storlek, andel kvinnor, kunskapsnivån och oberoende. Detta följt av en diskussion av forskningens identifierade samband som studien ämnar analysera och hur teorierna tidigare använts som förklaring. Avsnittet avslutas med studiens hypoteser.

2.1 Finansiell prestation

Finansiell prestation ger en bild av hur effektivt företaget samordnar resurser och genererar vinst, vilket indikerar förmågan att överleva (Noja, Thalassinou, Cristea & Grecu 2021). Vid mätning av finansiell prestation hävdar Santos och Brito (2012) att lönsamhet måste inkluderas. Begreppet syftar till förmågan att utnyttja resurser och indikerar förhållandet mellan intäkter och kostnader. Begreppet beskriver således hur väl ett företag presterar och den potentiella tillväxten (Hofstrand 2009). Det är på denna grund som styrelsens arbete utvärderas (Haldar, Shah & Rao 2015).

Lönsamhet mäts vanligtvis med dels ett marknadsbaserat mått (Tobin's Q), dels två redovisningsmått, avkastning på eget kapital (ROE) och avkastning på tillgångar (ROA) (Sharma, Shukla & Raj 2023). De redovisningsbaserade måtten representerar standardiserad löpande vinst. Tobin's Q är däremot ett framåtblickande mått som representerar marknadens förväntningar på företagets framtida resultat och är mindre känsligt för strategisk manipulation av redovisningsintäkter (Dechow et al., 1996 se Sharma, Shukla & Raj 2023).

2.2 Styrelsesammansättning

Styrelsen kan användas som ett effektivt mått på bolagsstyrning då det representerar företagets övergripande styrning (Bhagat & Bolton 2019). En effektiv styrelse har stor inverkan på verksamheten och resultatet genom deras ledningsbeslut (Nguyen & Huynh

2023). De flesta företagsskandaler och misslyckanden har visat sig härröra från problem orsakade av underpresterande styrelser, varpå styrelsens sammansättning samt prestation blivit ett alltmer studerat område (ibid.). Hur styrelsen är utformad har resulterat i olika effekter på dess effektivitet (Noja et. al. 2021).

2.3 Teorier

Styrelserollen kan analyseras både utifrån agentteorin, där en styrelse tillhandahåller en övervakningsfunktion, och den resursbaserade teorin under vilken styrelsen ger råd, legitimitet för företaget samt sköter kommunikationen utåt (Anand & Singh 2019). Andelen kvinnor i styrelsen har i tidigare forskning dessutom diskuterats utifrån teorin om den kritiska massan, där vidden av kvinnors inflytande på beslutsfattande bestäms utifrån specifika nivåer (Kanter 1977).

2.3.1 Agentteorin

Den teoretiska grunden för styrelsens tillsynsfunktion härleds från agentteorin och är därför frekvent tillämpad inom forskning om företagsstyrning (Shleifer & Vishny 1997). Teorin grundas i agent-principal förhållandet, där en principal delegerar arbete till en agent som utför arbetet (Jensen & Meckling 1976). Gällande forskning om bolagsstyrning är vanligtvis principalen ägare och agenter styrelsen (Raelin & Bondy 2013). Teorin åskådliggör de potentiella intressekonflikter som kan uppkomma då en separation av ägande och kontroll i företag sker (Jensen & Meckling 1976). De olika parterna har olika inställningar till risk. Ägarna är risktagare då de investerat kapital och får ta del av eventuell vinst. De är inriktade på maximerad aktieutveckling och företagsvärde. Styrelsen är däremot riskaverta och handlar för att maximera personligt värde och upplever därmed inte samma risk som ägarna (Jensen & Meckling 1976). En konflikt uppstår därför kring fördelningen av knappa resurser när parterna riktar fokus i motsatta riktningar (Raelin & Bondy 2013). Enligt Fama och Jensen (1983) är styrelsen ett väsentligt inslag för att säkerställa kontroll av de problem som resulteras av principal- och agentrelationen och att aktieägarnas intressen i form av vinstmaximering uppnås.

Teorin åskådliggör företagets kostnader och identifierar ett antal styrningsmekanismer som anpassar agenterna och huvudmännens intressen, vilket minskar företagets kostnader (McKnight & Weir 2009). Iakttagande av bolagsstyrningen är ett sätt att minska dessa

kostnader och möjliggör ett ökat företagsvärde samt förbättrad finansiell prestation (Zhang & Philosophy 2012 se Khan, Al-Jabri & Saif 2021).

Syftet med teorin är därför att hantera de problem som uppstår mellan ledningen och aktieägarna (Jensen & Meckling 1976). Vid en börsintroduktion åskådliggörs dessa intressekonflikter då mål och incitament nu skiljer sig i större utsträckning. Därför får styrelsens roll en ökad betydelse (Bruton, Filatotchev, Chahine & Wright 2010). I denna studie används teorin för att åskådliggöra den övervakningsfunktion styrelsen tillhandahåller aktieägarna och deras intressen. Detta för att analysera om styrelsen i praktiken uppfyller sin roll med att öka företagsvärdet och åstadkomma ökad lönsamhet, vilket bör åskådliggöra sambandet mellan styrelsesammansättningen och företagets finansiella prestation.

Även om agentteorin har varit ett populärt tillvägagångssätt för tidigare empiriska studier som undersöker sambandet mellan olika styrelseegenskaper och företagets prestation, har resultaten varit blandade och motsägelsefulla (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). En rimlig förklaring är att studierna endast fokuserat på styrelsens övervakningsfunktion och ignorerat de resurser som styrelser ger företaget. Därför är tillämpningen av andra teorier som den resursbaserade teorin viktig (ibid.).

2.3.2 Den resursbaserade teorin

I enlighet med den resursbaserade teorin hjälper styrelsen till med förbättring av företagets prestation genom att minska beroendet av yttre miljö och oförutsedda händelser (Pfeffer & Salancik 1978). Teorin beskriver hur styrelsen är en väsentlig länk mellan företaget och de externa resurser som behövs för maximering av prestationen (ibid.). Då styrelsen interagerar med utomstående aktörer bidrar de till värdefulla resurser vid en börsintroduktion (Anand och Singh 2019). På det viset kan kostnaderna sänkas vilket kan öka företagets lönsamhet (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020).

Zahra och Pearce (1989) hävdar att när företag utser en styrelse förväntas styrelseledamöterna använda sina kunskaper, färdigheter och erfarenheter. Dels för att ge värdefulla råd till företaget, förbättra dess legitimitet och rykte, dels stödja företagets kapacitet för strategisk bedömning samt implementering (Hillman & Dalziel 2003). Antalet styrelseledamöter återspeglar de möjligheter som finns till fler förbindelser med omvärlden och därmed

tillgången till resurser. Ett större antal bidrar således till ökade möjligheter och resurser (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020).

I denna studie har teorin tillämpats för att analysera om och hur styrelsemedlemmarnas egenskaper bidragit i deras arbete med att öka den finansiella prestationen vid en börsintroduktion. Då antalet medlemmar enligt teorin bör beskriva de tillgängliga resurser och den kunskap styrelsen besitter, är det något som därav torde visa sig i företagets finansiella prestationer.

2.3.3 Teorin om den kritiska massan

Ett område som undersökts i tidigare forskning är kvinnors medverkan till beslutsfattande där Kanter (1977) fördjupar sig med hjälp av teorin om den kritiska massan. Enligt den finns en viss balans mellan antalet kulturellt och socialt olika individer i en grupp, som behöver uppnås för att någon form av dynamik ska skapas. Exempelvis tenderar kvinnor i styrelser att representera en minoritet utifrån en position kallad *token position*. Detta innebär att de i en näst intill ensam position ska medverka till beslutsfattandet vilket tenderar att resultera i ett begränsat inflytande. För att kvinnor ska få ökat inflytande på de beslut som fattas i gruppen behöver deras token position uppnå en kritisk nivå genom att öka i antal. Den kritiska nivån är enligt Kanter (1977) 20–40%.

Teorin är tillämpad i denna studie för att närmare analysera andelen kvinnor i styrelsen. Detta för att beskriva det eventuella sambandet mellan andel kvinnor och företagets finansiella prestation vid en börsintroduktion, samt om eventuella skillnader kan förklaras av de olika nivåerna teorin benämner.

2.4 Tidigare forskning

Styrelsens sammansättning diskuteras ofta utifrån de mest betydelsefulla egenskaperna definierade som styrelsens storlek, dess oberoende, kunskap samt struktur och mångfald (Noja et. al. 2021). Därav grundas studiens tidigare forskning med utgångspunkt i dessa.

2.4.1 Styrelsens storlek

Det finns olika krav på antalet styrelsemedlemmar mellan publika och privat aktiebolag. De sistnämnda behöver en styrelse med en eller flera styrelseledamöter medan publika har krav

på minst tre ledamöter (SFS 2005:551). Med tanke på att styrelsen svarar för många strategiska beslut kopplat till verksamheten kan därför dess storlek påverka beslutsprocessen (Fodio & Oba 2012). Denna aspekt är därav en viktig dimension av styrelsestrukturen (Noor & Fadzil 2013).

Styrelsens storlek är en avvägning mellan fördelar och kostnader kopplat till ökat antal styrelsemedlemmar (Boone, Field, Karpoff & Raheja 2007). Den skiljer sig mellan företag och förändras över tid för att tillgodose företagets specifika beskaffenhet som tillväxt, behov av övervakning och önskade ledningsegenskaper. Företag med hög tillväxttakt kan gynnas av färre styrelseledamöter då kostnaden för styrelsens övervakning blir för hög (Lehn, Patro & Zhao 2005 se Boone et. al. 2007). En större styrelse kan emellertid minska effektiviteten i övervakningsfunktionen på grund av den större möjligheten att ledamöter nyttjar företagets resurser och ökar kostnaderna utan bidrag till företagets värde (Boone et. al. 2007).

Tidigare forskning (t.ex Almoneef & Samontaray 2019; Shahrier Ho, & Gaur 2020; Noja et. al. 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020) har visat ett positivt samband mellan styrelsens storlek och lönsamhet. Likaså Brogi, Lagasio och Pesic (2020) som undersökte sambandet vid en börsintroduktion styrker detta. De menade att större styrelser bidrar till ökad lönsamhet i samband med börsintroduktionen, men att storleken bör anpassas över tid för att behålla sin förmåga att effektivt övervaka företaget (ibid.). Enligt Pucheta-Martínez och Gallego-Álvarez (2020) är styrelser med ett stort antal styrelseledamöter mer effektiva vad gäller att hantera och kontrollera ledningen. Med hjälp av separationen mellan ägande och kontroll blir bolagsstyrningen ett sätt att minska kostnaderna då aktieägarnas behov tillgodoses (ibid.). Vidare tenderar en större styrelse vara mer diversifierad och kan därmed bidra med ökat kunskapskapital. Något som medverkar till kvaliteten på det strategiska beslutsfattandet och i slutändan på företagets lönsamhet i positiv bemärkelse (Arosa, Iturralde & Maseda 2010). Denna positiva relation verkar härröra från det faktum att fler ledamöter ger större variation av åsikter och erfarenheter (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). På så vis underlättas erhållandet av resurser som har gynnsam inverkan på företagets värdeskapande och i slutändan på prestationen (Guest 2009 se Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020).

2.4.2 Andel kvinnor i styrelsen

Förekomsten av kvinnliga styrelseledamöter är ett ämne som under de senaste åren har fått större relevans (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). Inom styrelsens sammansättning beskrivs könsmångfald som ett av de mest kontroversiella och omdebatterade ämnena, diskuterat utifrån flertalet teorier och perspektiv (Noja et. al. 2021).

Andelen kvinnor i styrelsen har visat många samband med företagets lönsamhet, där främst positiva identifierats. I Sverige har företag rapporterat att de kvinnliga styrelseledamöterna har genererat ett positivt inflytande på företagets lönsamhet (Noja et. al. 2021). Samtidigt visar liknande studier (Anand & Singh 2019; Singh, Singhania & Sardana 2019) det motsatta.

Pucheta-Martínez och Gallego-Álvarez (2020) undersökte sambandet mellan kvinnliga styrelseledamöter och företagets lönsamhet. Resultatet visade ett positivt samband vilket de beskrev med att kvinnliga styrelseledamöter bidrar med unika och värdefulla resurser samt relationer. En kvinnlig styrelseledamot anses bidra till mer engagemang, hängivenhet och motivation men ses också som mindre självcentrerad (Huse & Solberg 2006). De kan tillföra bredare perspektiv i beslutsfattandet, något som ökar styrelsens oberoende och samtidigt minskar agentkostnader, vilket ökar företagsvärdet (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). Dessutom bidrar det till att både män och kvinnor i företaget kan känna sig representerade i ledningen (Seierstad 2016). Solimene, Coluccia och Fontana (2017) påstod att kvinnliga styrelseledamöter skaffat sig högre utbildning under de senaste åren, såsom magisterexamen eller andra forskarutbildningar och därför anses mycket professionella samt erfarna när de fattar viktiga beslut i styrelserna.

Kvinnliga styrelseledamöters samband med företagets lönsamhet har analyserats utifrån teorin om den kritiska massan (Strydom, Au Young & Rankin 2017). Forskarna i en australiensisk studie påstod att för kvinnliga styrelseledamöters inflytande på lönsamhet krävs att de representerar tillräckligt stor andel av den totala styrelsen. Deras resultat stödjer teorin om den kritiska massan då studien menar att denna minimumgräns representeras av en andel på minst 30 % kvinnliga styrelseledamöter för att inflytande ska uppnås.

2.4.3 Styrelsens kunskapsnivå

Styrelseledamöter bör individuellt och kollektivt besitta lämplig erfarenhet och kunskap (Boadi & Osarfo 2019) för att uppfylla sin strategiska funktion (Kanakriyah 2021). Detta för att kunna utöva en objektiv bedömning av företagets angelägenheter (Boadi & Osarfo 2019).

Enligt Boadi och Osarfo (2019) definieras kunskap dels som en icke-observerbar förmåga som grundas i tidigare erfarenhet och bakgrund, dels en observerbar förmåga som baseras på utbildnings- och kunskapsnivå. Icke-observerbar kunskap är svår att fastställa utsträckningen av och därför bör observerbara förmågor beaktas vid tillsättande av styrelseledamöter (ibid.).

Shahrier, Ho och Gaur (2020) undersökte sambandet mellan styrelsens kunskapsnivå och företagets lönsamhet genom uppdelning av olika nivåer på kunskap i kandidatexamen, magisterexamen och andra typer av examen. Studien visade ett positivt samband vilket stämde överens med den resursbaserade teorin, att högre kunskap hos styrelseledamöter medför större kompetenser, förmågor och strategiska resurser för ledning av företaget (ibid.). Sambandet förklarades bero på att styrelseledamöter med högre kunskapsnivåer tillhandahåller strategiska resurser och förmågor för att kunna utföra styrningsfunktionen (Carpenter & Westphal 2001 se Shahrier, Ho & Gaur 2020).

Samtidigt tyder forskning på att en högutbildad styrelse inte per automatik genererar bättre prestationer då högpresterande företag ofta styrs av ledningar med lägre kunskapsnivå (Darmadi 2013). Kanakriyah (2021) studerade kunskapsnivån genom att analysera kopplingen mellan högre utbildningsnivåer, master och doktorandexamen med företagets lönsamhet. Till skillnad från tidigare studiers positiva samband indikerade resultatet på negativt samband mellan kunskapsnivån och företagets lönsamhet. Sambandet förklarades som en effekt av hur ledamöter som besitter högre utbildningsnivåer istället saknar erfarenhet och kompetens verksamheten kräver (ibid.). Liknande resultat erhöles av Boadi och Osarfo (2019) vars studie bekräftade att kandidatexamen bidrog till ökad lönsamhet, i motsats till högre utbildning som magister eller forskarexamen.

2.4.4 Styrelsens oberoende

Den styrelseledamot som inte står i beroendeställning i förhållande till bolaget eller bolagets ledning kallas för en oberoende styrelseledamot. Enligt Kodexen bör majoriteten av styrelsens ledamöter vara oberoende i förhållande till företaget och dess ledning. Vidare bör minst två av dessa vara oberoende i förhållande till den röstmässigt största aktieägaren eller grupp aktieägare (Svensk kod för bolagsstyrning 2020).

Vad gäller förhållandet mellan oberoende styrelseledamöter och lönsamhet tyder resultaten från tidigare forskning på ett positivt samband (Brogi, Lagasio & Pesic 2020; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020; Shahrier, Ho & Gaur 2020). Detta kan förklaras av att styrelser med hög andel oberoende ledamöter är mer effektiva vad gäller att styra, hantera och kontrollera ledningen (Fama & Jensen 1983; Jensen & Meckling 1976; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). En oberoende ledamot kan ha ett betydande positivt inflytande på företagets värdeskapande aktiviteter och resultat på grund av dess strategiska beslutsfattande (Gabrielsson 2007). Sambandet beskrivs som en effekt av den professionalitet utan koppling till företagets ledning som gör det osannolikt för inblandning av personliga åsikter i företagsbeslut (Agrawal & Knoeber 1996 se Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). Dalton, Daily, Ellstrand och Johnson (1998) hävdar att oberoende styrelseledamöter bidrar med erfarenhet och objektivitet vilket styrks av Kanakriyah (2021). Han hävdar att det finns ett positivt samband mellan styrelseledamöternas oberoende och lönsamheten då styrelsen berikas med ny kompetens och kunskap som inte finns tillgänglig i bolaget och är nödvändig för utförande av uppdragen.

En högre andel oberoende styrelseledamöter kan leda till större ökning av företagets interna kontroll, större avslöjande av information och mer effektivt sökande efter åtgärder samt beslut för att tillgodose aktieägarnas bästa (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020). Oberoende styrelseledamöter är därför en relevant kontrollmekanism för företag då nya synpunkter framförs och mer objektiva beslut kan fattas (Zahra och Stanton 1988 se Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020; Kanakriyah 2021).

Emellertid anser andra forskare att styrelseledamöter med koppling till företaget minskar risken för konflikt inom styrelsen och gör beslutsprocessen effektivare då samtliga besitter god kunskap om företagets styrkor och svagheter (Shahrier, Ho & Gaur 2020).

Däremot anser Almoneef och Samontaray (2019) att sambandet varierar beroende på vilket mått lönsamheten studeras med. Resultatet av deras studie visar hur andel oberoende styrelseledamöter inte påverkar företagets lönsamhet mätt med ROA, vilket går i linje med forskning av Anand och Singh (2019). De hävdar istället att andelen oberoende styrelseledamöter har en positiv effekt när lönsamheten mäts med Tobin's Q, men ger motsatt negativ effekt med ROE (Almoneef & Samontaray 2019).

I tabell 1 nedan presenteras en sammanställning av studiens forskningsöversikt med utgångspunkt i tidigare forskning.

Tabell 1 - Sammanställning av forskningsöversikt

Författare & år	Land/område	Styrelsevariabel	Ämne	Teorier	Mått	Resultat
Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)	Afrika, Asien, Europa, Amerika och Oceanien.	Storlek Oberoende Kvinnor	Styrelsens sammansättning och finansiell prestation	A R	Tobin's Q	+
Brogi, Lagasio & Pesic (2020)	Europa	Storlek Oberoende	Styrelsestorlek, andel oberoende och finansiell prestation	A	Tobin's Q	+
Shahrier Ho, & Gaur (2020)	Malaysia	Storlek Oberoende Kunskap	Styrelsens sammansättning och finansiell prestation	A R	ROA ROE	+
Singh, Singhania & Sardana (2019)	Indien	Kvinnor	Andel kvinnliga styrelseledamöter och finansiella prestation	K	Tobin's Q	0
Kanakriyah (2021)	Jordanien	Kunskap Oberoende	Utbildningsnivån, andel oberoende och finansiell prestation	A	ROA ROE	Kunskap: - Oberoende: +
Noja et al. (2021)	Europa	Storlek Kvinnor	Styrelsens storlek, andel kvinnor och finansiell prestation	-	ROA	+
Boadi & Osarfo (2019)	Ghana	Kunskap	Kunskapsnivå och finansiell prestation	A	ROA ROE	Kandidatexamen: + Högre examens: -
Gabrielsson (2007)	Sverige	Oberoende	Andel oberoende och finansiell prestation	A R	ROE	+
Almoneef & Samontaray (2019)	Saudiarabien	Storlek Oberoende	Styrelsens storlek, andel oberoende och finansiell prestation	-	ROA ROE Tobin's Q	Blandat beroende på lönsamhetsmått
Anand & Singh (2019)	Indien	Oberoende Kvinnor	Andel oberoende, kvinnor och finansiell prestation	-	Annat mått	0
Strydom, Au Young & Rankin (2017)	Australien	Kvinnor	Kvinnor och finansiell prestation	A R K	ROA ROE	+

Källa: Tidigare forskningsartiklar med egen bearbetning. **Noter:** A representerar agentteorin, R står för den resursbaserade teorin och K för den kritiska massan. - står för annan tillämpad teori. Vidare hänvisar + till ett positivt samband, - för ett negativt och 0 för inget samband.

2.5 Studiens hypoteser

Då studien syftar till att beskriva och analysera sambandet mellan styrelsesammansättning och företagets finansiella prestation vid en börsintroduktion, tillämpas studiens teorier för att diskutera detta från olika perspektiv.

Agentteorin betonar rollen av styrelsens arbete mot ökat företagsvärde i form av att minska de olika intressekonflikter som uppstår då företaget börsintroduceras. Resursbaserad teori åskådliggör de ökade resurser och förmågor styrelsen tillhandahåller i deras arbete för ökad lönsamhet. Som närmare förklaring av andel kvinnor i styrelsen tillämpas teorin om den kritiska massan för analysering av eventuellt samband med lönsamheten. Gemensamt för teorierna är att alla berör styrelsens roll och arbete kring bidragande av ökade finansiella prestationer. Vidare bör en ökning av antal styrelsemedlemmar, andel kvinnor i styrelsen, andel oberoende och kunskapsnivån sannolikt visa positiv koppling till företagets lönsamhet. Tillsammans med bevis från tidigare forskning har därför följande hypoteser formulerats:

Hypotes 1:

H₀: Det finns inte ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelsestorlek och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion

H₁: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelsestorlek och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion

Hypotes 2:

H₀: Det finns inte ett positivt statistiskt signifikant samband mellan förekomsten av kvinnliga styrelseledamöter i styrelsen och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.

H₁: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan förekomsten av kvinnliga styrelseledamöter i styrelsen och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.

Hypotes 3:

H₀: Det finns inte ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelseledamöter med högre utbildningsnivå och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion

H₁: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelseledamöter med högre utbildningsnivå och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.

Hypotes 4:

H₀: Det finns inte ett positivt statistiskt signifikant samband mellan närvaron av oberoende styrelseledamöter och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.

H₁: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan närvaron av oberoende styrelseledamöter och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.

3. Metod

I det här avsnittet redogörs studiens metodologiska tillvägagångssätt för att beskriva hur studien utförts. Avslutningsvis förs en diskussion om studiens kvalitet.

Följande avsnitt inleds med presentation av studiens tillvägagångssätt i form av forskningsstrategi och -design. Sedan följer en redogörelse och diskussion av studiens population, urval samt bortfall som uppstått. Vidare redovisas den datainsamlingsmetod som använts och hur bearbetning samt analys av insamlad data gått till. Därefter förs resonemang gällande kvalitet utifrån begreppen validitet och reliabilitet som avslutas med diskussion om studiens metod och källor.

3.1 Forskningsstrategi och -design

En kvantitativ forskningsstrategi använder siffror och variabler som analysenheter där analysen sker efter datainsamlingen (Denscombe 2018). Därav har en kvantitativ strategi valts då syftet är att beskriva och analysera sambandet mellan styrelsesammansättningen och företagets finansiella prestation vid börsintroduktion.

Den kvantitativa forskningen förknippas vanligtvis med ett deduktivt tillvägagångssätt, där insamling och analys av data genomförs i syfte att testa studiens teorier (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Deduktion är dessutom ett vanligt tillvägagångssätt vid sökande efter förklaring av orsakssamband mellan begrepp och variabler (ibid.). Studien använder därav en deduktiv metod i syfte att söka eventuella samband mellan styrelsens sammansättning och finansiell prestation.

Vidare beskriver longitudinella studier hur fokus ligger på ett bestämt urval under en tidsperiod för att analysera förändringar över tid (Cohen, Manion & Morrison 2017). Då denna studie undersöker företag som börsnoterats mellan perioden 2017–2019, för att analysera finansiell prestation vid börsintroduktionstillfället, antar studien därav en longitudinell design.

3.2 Population, urval och bortfall

3.2.1 Population

Det eller de som kan bidra med den data som krävs för att kunna genomföra en studie representerar populationen (Denscombe 2018). I Sverige finns två reglerade marknadsplatser innefattande OMX Nordic Exchange Stockholm och Nordic Growth Market. Det finns dessutom ett flertal handelsplattformar med mindre krav på vilka regler som måste följas (Nasdaq OMX Nordic u.å.). Då högre krav ställs på de reglerade marknadsplatserna angående öppenhet och redovisning (ibid.) har studien därför valt att utgå från dessa. Detta då kvaliteten av deras rapporter kan anses högre och för att enklare kunna jämföra data då företagen förhåller sig till samma regelverk. Populationen består således av börsintroduktioner på OMX Nordic Exchange Stockholm och Nordic Growth Market mellan 2017–2019. Denna tidsperiod valdes då tillräcklig information relaterat till studiens valda variabler behövde finnas tillgängliga i företagens årsredovisningar vilket inte upplevdes för företag noterade innan 2016. Orsaken beror på EU direktivet som kom 2017 vilket innebar en skyldighet för vissa företag att i sin årsredovisning medföra en hållbarhetsrapport (Bolagsverket 2019).

3.2.2 Urvalsram

Urvalsramen utgör en förteckning av de enheter vilka ingår i undersökningspopulationen (Greve 2021). Den representeras av en lista, vanligtvis innefattande databaser eller register, som underlättar identifiering av studiens urval (Greve 2021). I studien har underlaget hämtats från Nyemissioner.se som inkluderar svenska börsintroduktioner genomförda på Nasdaq Stockholms small,- mid,- och large cap samt Nordic Growth Market mellan 2017–2019 (Nyemissioner u.å.b). Detta resulterade i en urvalsram med 66 företag, alla noterade på Nasdaq Stockholms small,- mid,- och large cap listor, vilken redogörs för i tabell 2 nedan.

Tabell 2 - Studiens urvalsram

År	Antal börsintroduktioner
2017	26 st
2018	24 st
2019	16 st
Totalt:	66 st

Källa: Nyemissioner (u.å.a) och egen bearbetning

3.2.3 Urval

Ett urval består av den delmängd separerad från populationen och avgörs av studiens design, syfte, frågeställning, populationens storlek och den representativitet som eftersträvas (Cohen, Manion & Morrison 2017). Urvalet i studien bestod av 41 företag noterade på Nasdaq Stockholms small-, mid- eller large cap lista mellan 2017–2019. Small cap listar företag med ett börsvärde under 150 miljoner euro, mid cap ett börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro samt slutligen large cap med börsvärden över 1 miljard euro (Nasdaq OMX Nordic u.å.). Vidare bestod urvalet enbart av svenska företag. Dels då ingen jämförelse skulle göras mellan olika länder, dels då studien utgick från Koden som tillämpas av svenska företag. Studien fokuserade också på företag som fortsatt vara noterade och inte blivit uppköpta, för att möjliggöra analys av prestation efter börsintroduktion.

Då studien inkluderar samtliga börsnoterade företag, med relevanta egenskaper, inom den valda tidsperioden utgörs denna av en totalundersökning (Eliasson 2013). En sådan undersökning gör det således möjligt att uttala sig om målgruppen under den valda tidsperioden (Greve 2021) varpå denna typ ansågs bäst lämpad för studien och dess forskningsfrågor.

Urvalsmetod påverkas av graden för genomförbarhet kopplat till tillgång av resurser där tiden är en viktig aspekt att beakta (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Vid ett icke-sannolikhetsurval ges inte samma möjlighet till inkludering av deltagarna och urvalet används istället för att göra generaliseringar till vissa teorier eller för att illustrera en viss aspekt snarare än att dra generella slutsatser till populationen (ibid.). Studien har därav

tillämpat ett icke-sannolikhetsurval genom att fokusera på åren 2017–2019 och börsintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm. Nedan presenteras studiens urval i tabellerna 3, 4 och 5.

Tabell 3 - Börsintroduktioner 2017

Lista	Antal	Bransch	Antal
Small Cap	6 st	Data/IT	2 st
Mid Cap	5 st	Läkemedel/Medicin	6 st
Large Cap	9 st	Industri	6 st
		Detaljhandel	1 st
		Tjänster	3 st
		Skönhet/hälsa	1 st
		Mode/kläder	1 st
Totalt:			20 st

Källa: Nyemissioner (u.å.a) och egen bearbetning

Tabell 4 - Börsintroduktioner 2018

Lista	Antal	Bransch	Antal
Small cap	8 st	Data/IT	1 st
Mid Cap	5 st	Läkemedel/Medicin	5 st
Large Cap	0 st	Industri	1 st
		Detaljhandel	1 st
		Tjänster	3 st
		Fastighet	2 st
Totalt			13 st

Källa: Nyemissioner (u.å.a) och egen bearbetning

Tabell 5 - Börsintroduktioner 2019

Lista	Antal	Bransch	Antal
Small cap	2 st	Finans	1 st
Mid Cap	4 st	Läkemedel/Medicin	2 st
Large Cap	2 st	Fastighet	3 st
		Media	2 st
Totalt			8 st

Källa: Nyemissioner (u.å.a) och egen bearbetning

3.2.4 Bortfall

I studier syftas bortfall till data som inte lyckats samlas in, eller medvetet väljs bort då den inte når upp till studiens urvalskriterier (Eurostat u.å.). Bortfallet i studien bestod av 25 företag som av olika anledningar inte nådde upp till urvalskriterierna. Företag som inte noterats på small-, mid- eller large cap listorna, inte var svenska, som avnoterats, köpts upp, bytt noteringslista eller börsnoterades annat år än det databasen angav exkluderades. Bortfallen redogörs i tabell 6 nedan.

Tabell 6 - Presentation av studiens bortfall

Urvalskriterier	Antal företag
Börsintroduktioner 2017–2019 på Stockholmsbörsen	66
Noterade på annan lista än small-, mid- eller large cap	-3
Ej svenska företag	-9
Avnoterade	-2
Uppköpta	-2
Listbyte	-5
Börsnoterat annat år	-2
Avknoppningar	-2
Totalt antal företag för studien	41

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

3.3 Datainsamlingsmetod

3.3.1 Innehållsanalys

Då undersökningen ämnar samla in data genom företags årsredovisningar, mer beskrivet i avsnitt 3.3.4 nedan, har metoden innehållsanalys valts för datainsamling. Detta då den används för att kvantifiera innehållet genom kategorisering och kodning vilket minskar mängden text och möjliggör analys av data (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Innehållsanalysen avslöjar dessutom vad texten framställer som relevant genom att bryta ned och mäta innehållet i ord, meningar eller stycken (Denscombe 2018). Denna data kommer vidare att samlas in och analyseras med hjälp av ett kodningsschema.

3.3.2 Kodningsschema

I denna studie har kodningsschemat, presenterat i tabell 7 nedan, utformats i syfte att inhämta och sammanställa studiens variabler. Genom förutbestämda kategorier och regler för dess definition och tillämpning (Denscombe 2018) kodas relevanta ord och meningar till data vilket möjliggör analys av samband (Cohen, Manion & Morrison 2017). Informationen har inhämtats för varje studerat företag från ett år före börsintroduktionen fram till två år efter, totalt fyra år. Året före börsintroduktionen benämns i kodningsschemat som år -1, året för börsintroduktionen som år 0, ett år efter börsintroduktionen som år 1 och 2 år efter börsintroduktionen som år 2.

Tabell 7 - Studiens kodningsschema

	Företag:		Bransch:	
	År -1	År 0	År 1	År 2
Variabler				
Storlek				
Oberoende				
Kvinnor				
Kunskap				
Finansiell prestation				
Tobin's Q				
ROA				
ROE				
Kontrollvariabler				
Företagsstorlek				
Företagsålder				

Källa: Egen bearbetning

3.3.3 Börsintroduktioner

Information avseende börsintroduktioner som genomförts på de svenska handelsplatserna mellan 2017–2019 har inhämtats från hemsidan nyemissioner.se. Tjänsten är idag Sveriges ledande informationskälla gällande börsnoteringar och nyemissioner som används av privata- och verksamma investerare samt finansmedia (Nyemissioner u.å.b). Listor för genomförda börsintroduktioner mellan 2017–2019, på Nasdaq Stockholm listorna small-, mid- och large cap har tagits fram med hjälp av hemsidans sökfunktion, vilka lagt grunden för studiens population. Dessa har bidragit med information avseende branschtillhörighet. Tjänsten har använts då den smidigt och överskådligt presenterar information om genomförda börsintroduktioner.

3.3.4 Årsredovisningar

När listor för genomförda börsintroduktioner under studiens valda tidsperiod tagits fram, inhämtades företagens årsredovisningar från plattformen Retriever Business. Databasen tillhandahåller information om existerande svenska företag, med en historik på tio år (Retriever Business u.å.). Alla aktieföretag i Sverige behöver enligt lag redovisa årsbokslut till Bolagsverket. Retriever Business är en mottagare av dessa inskannade originaldokument (ibid.). Tjänsten användes då den snabbt och smidigt tillgängliggjort den data som behövts i studien. I och med tjänstens koppling till Bolagsverket har en uppfattning avseende det inhämtade materialets trovärdighet legat till grund för användandet.

3.4 Operationalisering

Operationalisering innebär utformning av studiens begrepp för att beskriva det tillvägagångssätt som används för mätning av begreppen (Bryman & Bell 2017). Processen innebär att bryta ned abstrakta begrepp till oberoende och beroende variabler i mätbara termer (Cohen, Manion & Morrison 2017). Studien använde de abstrakta begreppen finansiell prestation, styrelsens storlek, oberoende, kvinnor och kunskapsnivå.

Finansiell prestation mättes med tre lönsamhetsmått, vilka beskrivs i nästkommande avsnitt. Styrelsens storlek representerades av antal styrelsemedlemmar. Oberoende och kvinnor dividerades med totalt antal styrelsemedlemmar och angavs i procentuella termer. Kunskapsnivån kodades för att göra begreppet mätbar. Studien antog samma koncept som tidigare forskning (t.ex. Kamukama, Kyomuhangi, Akisimire & Orobias 2017; Shahrier, Ho & Gaur 2020) för att rangordna kunskapen på en skala mellan noll och fem, där högre rangordning representerade fler studieår. För de ledamöter som innehöll fler utbildningar adderades poängen till ett slutvärde. Värdet dividerades sedan med totalt antal styrelsemedlemmar för att representera ett medelvärde likt studien från Brogi, Lagasio och Pesic (2020).

Tabell 8 nedan redogör för studiens operationalisering i en översiktstabell. Denna sammanställer mätning av begreppen, syftet med utförandet och tidigare forskning som använt liknande tillvägagångssätt.

Tabell 8 - Studiens operationalisering i översikt

Variabler	Operationalisering	Användning	Källa
Styrelsens storlek	Totalt antal styrelsemedlemmar	H ₁	Almoneef & Samontaray 2019; Brogi, Lagasio & Pesic 2020; Kanakriyah 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020; Shahrier, Ho & Gaur 2020
Andel oberoende	Antal oberoende / totala styrelsemedlemmar	H ₄	Almoneef & Samontaray 2019; Anand & Singh 2019; Kanakriyah 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020
Andel kvinnor	Antal kvinnor / totala styrelsemedlemmar	H ₂	Anand & Singh 2019; Gul, Srinidhi & Ng 2011; Kanakriyah 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020; Singh, Singhania & Sardana 2019
Kunskapsnivå	0: ingen eftergymnasial kunskap 1: kandidat 2: civilekonom 3: master & civilingenjör 4: magister 5: doktorand	H ₃	Kamukama et al. 2017; Kanakriyah 2021; Shahrier, Ho & Gaur 2020

Källa: Egen bearbetning

3.4.1 Mätning av variabler

Beroende variabler

En beroende variabel påverkas av förändringar från de oberoende variablerna (Denscombe 2018) och är således de parametrar studien är intresserad av att analysera. Lönsamhet används ofta som beroende variabel (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020) och mäts vanligtvis med Tobin's Q, ROA och ROE (Almoneef & Samontaray 2019). Nedan beskrivs dessa tre mått som studien tar användning av mer ingående.

Tobin's Q

Tobin's Q är ett mått på företagets lönsamhet och en bra indikator på prestationen vid en börsintroduktion (Brogi, Lagasio & Pesic 2020). Måttet är marknadsbaserat och används för

observation av långsiktig effekt då det återspeglar marknadens förväntningar på företagets framtida resultat (Jardak & Hamad 2022). Ett kvotvärde över ett innebär en lönsam investering i företaget då marknadsvärdet på tillgångar är högre än återanskaffningskostnaden. Ett kvotvärde under ett tyder på motsatsen, en icke lönsam investering (Jardak & Hamad 2022).

$$Tobin's Q = \frac{\text{Marknadsvärde eget kapital} + \text{bokförda skulder}}{\text{Bokfört värde av totala tillgångar}}$$

Källa: Jardak & Hamad 2022

Räntabilitet på totala tillgångar (ROA)

Det redovisningsbaserade måttet ROA mäter företagets lönsamhet genom beräkning av förhållandet mellan rörelseintäkter och totala tillgångar (Sharma, Shukla & Raj 2023). ROA används för identifiering av företagets förmåga att generera vinst från tillgångarna (Tanriverdi 2006) och används för bedömning både ur ett kort- och långsiktigt perspektiv (Benson & Davidson 2010). Däremot fokuserar det främst på lönsamheten under innevarande räkenskapsår (Tanriverdi 2006).

$$ROA = \frac{\text{Resultat före finansiella kostnader}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Källa: Jardak & Hamad 2022

Räntabilitet på eget kapital (ROE)

ROE är ett redovisningsbaserat mått på företagets prestation som anger förhållandet mellan nettovinst och bokfört värde på eget kapital (Sharma, Shukla & Raj 2023). Måttet anger hur effektivt ledningen använder eget kapital för att generera vinst (Jardak & Hamad 2022).

$$ROE = \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Bokfört värde på eget kapital}}$$

Källa: Jardak & Hamad 2022

Oberoende variabler

De variabler som eventuellt orsakar förändring av den beroende variabeln definieras som oberoende (Denscombe 2018). Studiens fyra oberoende variabler är styrelsens storlek, andel kvinnliga styrelseledamöter, kunskapsnivån och styrelsens oberoende.

Kontrollvariabler

En kontrollvariabel hålls konstant för att undvika att det observerade sambandet är ett spuriöst samband (Greve 2021). Dessa inkluderas för att undvika att samvariationen av studiens variabler egentligen inte beror på sambandet med varandra utan påverkas av en tredje variabel. Företagsstorlek används vanligtvis som kontrollvariabel då många företagsspecifika egenskaper ofta korrelerar med storleken (ibid.). Likt tidigare forskning (t.ex. Anand & Singh 2019; Kanakriyah 2021; Shahrier, Ho & Gaur 2020) använder studien därför företagsstorlek och företagsålder som kontrollvariabler. De inkluderas då de kan tänkas påverka studiens variabler vilket minskar risken för överskattning av det undersökta sambandet (Greve 2021).

Likt tidigare forskning (Kanakriyah 2021; Shahrier, Ho & Gaur 2020) definierades företagets storlek som den årliga omsättningen. Anledningen var att ökad omsättning tenderar leda till mer komplexa aktiviteter vilket anses kräva skickligare styrelser (Kanakriyah 2021). Företagets ålder mättes som antal år sedan grundandet, med stöd från Brogi, Lagasio och Pesic (2020), Choi, Eum, Kang och Lee (2022), Kanakriyah (2021) samt Shahrier, Ho och Gaur (2020). En ökad ålder kan bidra till att komplexiteten i företagets prestanda ökar (Shahrier, Ho & Gaur 2020), samtidigt som företaget samlar erfarenhet och kunskap (Choi, Eum, Kang & Lee 2022).

3.5 Bearbetning och analys

De tester som studien använt redogörs i tabell 9 nedan, följt av förklaringar.

Tabell 9 - Studiens statistiska tester

Önskad analys	Typ av data	Statistik test	Tidigare forskning och litteratur
Säkerställa att data är normalfördelad	Mätdata	Shapiro-Wilk	Körner & Wahlgren 2015; Kanakriyah 2021
Säkerställa att ingen multikollinearitet föreligger	Mätdata	Korrelation	Kanakriyah 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020
Analysera eventuella samband mellan variabler	Mätdata	Multipel linjär regression	Almoneef & Samontaray 2019; Boadi & Osarfo 2019; Kanakriyah 2021; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2020

Källa: Egen bearbetning

3.5.1 Statistiska tester

Inom forskning betraktas ett samband som statistiskt enbart om sannolikheten att det beror på en tillfällighet är mindre än 5 % (Denscombe 2018). Ett test är därför enbart tillförlitligt om det påvisar en signifikansnivå på mindre än 5 %. För att vidare undvika skevhet i sambanden behöver data uppvisa normalfördelning, vilket enligt Körner och Wahlgren (2015) är en teoretisk modell som beskriver hur mätvärden i en undersökning kan variera.

En ökning av urvalet tenderar att gynna chanserna för normalfördelning, där 30 enheter anses minimum för att uppnå detta (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Då 41 företag ingår i studien kan datan anses normalfördelad. Däremot är en undersöknings observationer i praktiken aldrig exakt normalfördelade. Därför betonas vikten gällande test av observationernas normalfördelning innan eventuella samband studeras (Körner & Wahlgren 2015).

Av normalitetstester anses Shapiro-Wilk-testet mest kraftfullt vid urvalsstorlekar under 50 (Razali & Wah 2011). Därav har testet tillämpats i studien. Resultatet av testet kan variera mellan noll och ett. Ett värde mindre än 0,05 leder till att antagandet om normalfördelning förkastas, medan ett värde över 0,05 indikerar en normalfördelad data (Razali & Wah 2011). De variabler som visade ett värde mindre än 0,05 och därmed inte var normalfördelade över samtliga fyra år var företagets storlek samt ålder. Det finns flera sätt att uppnå eller förbättra normaliteten av data. Antingen genom exkludering av extremvärden, eller via logaritmering för att transformera data som inte är normalfördelad (Osborne & Waters 2002). Då studien inte ville utesluta ytterligare företag logaritmerades dessa för att förbättra normaliteten.

3.5.2 Korrelation

Innan genomförandet av multipel linjär regression bör det genom en korrelationsanalys säkerställas att ingen korrelation förekommer mellan de oberoende variablerna i testet (Lind, Marchal & Wathen 2021). Om korrelation förekommer mellan flera oberoende variabler finns risk för multikollinearitet, de förklarar variationen gentemot den beroende variabeln på samma sätt och blir överflödiga. Däremot är det omöjligt att välja oberoende variabler som inte i någon utsträckning korrelerar med varandra. Ett allmänt mått har därav tagits fram som accepterar en korrelation mellan -0,7 och 0,7 (ibid.). I studien genomfördes fyra korrelationsanalyser, en för varje studerat år, för att utesluta multikollinearitet. Dessa redogörs för i resultatet, avsnitt 4.2.

3.5.3 Multipel linjär regression

Multipel linjär regression är en multivariat analys som bedömer sambandets styrka mellan en beroende och två eller fler oberoende variabler. Testet möjliggör identifiering av vilken eller vilka oberoende variabler som orsakar förändringen av den beroende (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Genom att studera variationen av variablerna i modellen ges en övergripande blick av modellen (Greve 2021). Hur stor del av variationen i den beroende variabeln som kan förklaras av de oberoende variablerna analyseras genom förklaringsgraden (R^2), som kan anta ett värde mellan noll och ett. Ju närmare observationerna förbinder sig till regressionslinjen desto högre blir förklaringsgraden (ibid.). Tidigare forskning anser att en förklaringsgrad över 69 % är stark, 33 % måttlig och ett värde under 19 % svagt (Sheskin 2020). Justerad förklaringsgrad tar hänsyn till antalet oberoende variabler i regressionen och föredras av forskare för att undvika överskattning av sambandets styrka när antal observationer är begränsade (Greve 2021). Den del av variationen som inte kan förklaras av modellen (ϵ) är ett mått på den kvarvarande oförklarade variationen och uttrycker övriga faktorer som influerar den beroende variabeln (ibid.).

I studien används multipel linjär regression med syfte att testa om samband föreligger mellan den beroende variabeln lönsamhet och studiens oberoende variabler kopplat till styrelsens sammansättning. Sammanlagt har tolv regressioner utförts, en för varje beroende variabel per studerat år. Ekvationen som används för studiens multipla regressionslinje är följande:

$$y = a + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 \dots + \beta_6 x_6 + \varepsilon$$

y = beroende variabel

a = konstant

β_i = regressionskoefficient

x_i = oberoende variabler

ε = error

Källa: Greve (2021) och egen bearbetning

Hur stor del av variationen som förklaras i modellen benämns som ANOVA och hänvisar till testet som helhet (Greve 2021). Resultatet redogör för variansen mellan variablerna och beskriver sannolikheten att sambandet uppstår av en slump. Om sannolikheten att den observerade skillnaden inträffar av en slump är mindre än 5 % kommer resultatet av testet således vara statistiskt signifikant (Saunders, Lewis & Thornhill 2019).

I multipel linjär regression genomförs ett t-test för att beräkna sambandet mellan den beroende- och varje enskild oberoende variabel (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Ur testet presenteras en konstant som visar det genomsnittliga värdet av y när x antar värdet noll (Greve 2021). Vidare beskriver regressionskoefficienter (β) sambandet mellan den beroende och den oberoende variabeln (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Denna förklarar hur den beroende variabeln påverkas när övriga värden hålls konstanta. Endast om regressionskoefficienten har ett värde skilt från noll föreligger ett samband. Koefficientens riktning, positiv eller negativ, anger därav riktningen på sambandet (Greve 2021). P-värdet för koefficienten representerar sannolikheten att sambanden inträffar av en slump, där ett p-värde på mindre än 5 % indikerar ett statistiskt signifikant samband (Saunders, Lewis & Thornhill 2019).

3.6 Studiens kvalitet

3.6.1 Reliabilitet

Reliabilitet syftar till undersökningens pålitlighet och är betydelsefull för att kontrollera den data studiens slutsatser bygger på (Eliasson 2013). Ofta särskiljs begreppet i intern och extern reliabilitet (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Nedan förs en diskussion om dessa för att ta ställning till studiens reliabilitet.

Intern reliabilitet kan uppnås då studiens insamlade data tolkas och omvandlas till värden på liknande sätt för att undvika misstolkningar (Bryman & Bell 2017). I studien har tydlig kodning bestämts innan datainsamlingen påbörjades, för att öka den interna reliabiliteten. Bedömning av studiens variabler har testats empiriskt med statistiska program där resultatet ger ett värde motsvarande Cronbachs alfavärde (Thrane 2019). En koefficient på 0,6 är vanligtvis det lägsta godkända värdet när studien använder sig av frågor eller variabler utformade av skribenterna själva. Ett värde på 0,7 är framtaget vid användning av variabler utvecklade i tidigare forskning (ibid.). Tabell 10 nedan visar hur de flesta värdena understiger gränsen på 0,6, endast ett fåtal har accepterade värden. Trots det behölls variablerna för fortsatt analys. Detta då Tavakol och Dennick (2011) förklarar att inkludering av fler variabler bidrar till ett ökat alfavärde. Lägre antal variabler leder därför till lägre alfavärde, vilket förklarar studiens låga resultat varpå de fortsatt inkluderats.

Tabell 10 - Cronbachs alfa

Testade kategorier	Antal	År -1	År 0	År 1	År 2
Totalt	9	0,476	0,565	0,654	0,561
Oberoende + kontroll	6	0,407	0,425	0,502	0,47
Oberoende	4	0,579	0,442	0,434	0,493
Beroende	3	0,743	0,677	0,748	0,578

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

Extern reliabilitet avser graden av konsekventa resultat vid replikering av studiens datainsamlingsmetod. För att uppnå en hög extern reliabilitet bör utformningen och

genomförandet av studien beskrivas noggrant (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Innehållsanalys möjliggör därav en tydligt utformad metod (Denscombe 2018) då den karakteriseras av systematisk och regelstyrd karaktär vilket ökar reliabiliteten (Cohen, Manion & Morrison 2017). Data hämtad från rapporter och dokument, i form av permanent text, förenklar dessutom verifiering (Cohen, Manion & Morrison 2017). För studien ansågs reliabiliteten hög då tillvägagångssättet beskrivs utförligt. Dessutom är använd data inhämtad från företagens årsredovisningar, innebärande att innehållet förblir oförändrat oavsett vem som hämtar den.

3.6.2 Validitet

Noggrannheten och relevansen i studiens data bedöms ofta utifrån begreppen intern och extern validitet. Dessa hänvisar till den insamlade datans relevans, riktighet och exakthet (Denscombe 2018) samt att ett visst instrument mäter vad det avser (Cohen, Manion & Morrison 2017). Nedan förs en diskussion om dessa för att ta ställning till studiens validitet.

Intern validitet syftar till hur studiens data har relevans för forskningsfrågorna och att denna beskriver det undersökta fenomenet korrekt (Cohen, Manion & Morrison 2017). Genom användning av data hämtad från företagens årsredovisningar ges tillgång till relevant och faktisk data som behövs för jämförelse mellan företag eller över tidsperioder (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). De tre lönsamhetsmått studien tagit användning av är inom tidigare forskning definierade som bra lönsamhetsmått. Vidare är begreppen kopplade till styrelsens sammansättning hämtade från forskning inom liknande område varpå studiens begrepp kan anses vara av hög intern reliabilitet.

Extern validitet handlar om i vilken utsträckning studiens resultat kan generaliseras från ett urval till den bredare populationen (Cohen, Manion & Morrison 2017). Studiens population utgörs av de två reglerade marknadsplatserna OMX Nordic Exchange Stockholm och Nordic Growth Market mellan 2017–2019. Då inga börsintroduktioner ägde rum på Nordic Growth Market under dessa år går det inte med säkerhet att generalisera resultatet till marknadsplatsen. Vidare har studien inte tillämpat ett sannolikhetsurval då undersökningen är avgränsad till en specifik tidsperiod. Därför finns en medvetenhet kring att studiens resultat kan bli annorlunda om en annan tidsperiod hade beaktats. Däremot, då enheterna utgör en mindre grupp vilket möjliggör för utförandet av en totalundersökning, bidrar det till ökad

tillförlitlighet och ett representativt resultat (Greve 2021). Det går därmed att med säkerhet uttala sig om studiens population under den valda tidsperioden.

3.6.3 Metodkritik

Då företagen analyserades under en period som sammanföll med coronapandemin (AJMC 2021), fanns en medvetenhet avseende den eventuella effekt pandemin hade på företagens finansiella prestationer. Riksbanken (2020) rapporterade hur minskade intäkter och lönsamhet blev ett faktum för majoriteten av företag i och med pandemin. Däremot redogörs för de åtgärder som satts in för att motverka denna negativa utveckling samt hur dessa genererat goda resultat (ibid).

Inom longitudinella studier finns risk för avhopp av urvalets deltagare, speciellt vid undersökning av samma individer över längre tidsperiod. Den interna validiteten påverkas därav negativt då effekten av variablerna kan förvirras (Cohen, Manion & Morrison 2017). Vid beslutsfattandet av urvalet gjordes en översiktlig undersökning om vilka företag som avnoterats, köpts upp eller bytt noteringslista under vald tidsperiod. Studien exkluderade därför dessa företag vilket möjliggjorde tydligare jämförelse av sambandet mellan styrelsens sammansättning och företagens prestation verksamma inom samma förutsättningar.

Begränsningen med innehållsanalys som datainsamlingsmetod är att innehållet lyfts från ursprunglig kontext. Det som tidigare nämnts, ska nämnas eller inte nämnas hanteras därför inte. Metoden förlorar av den orsaken värde när texten innehåller invecklade och subtila innebörder (Denscombe 2018). Då studien främst undersöker siffror och enstaka ord är svagheten inte ett påtagligt problem för kvaliteten, eftersom de studerade variablerna går att bryta ut från texten utan att förlora dess innebörd.

3.6.4 Källkritik

Källorna bör granskas kritiskt då trovärdigheten behöver fastställas genom utvärdering av fyra kriterier (Denscombe 2018). Det första benämns som *auktoritet* och behandlar dokumentets äkthet och ursprung. Vidare ska dokumenten vara *representativa*, innebärande att de är typiska för sitt slag och fullständiga. Det tredje betonar *innebörden*, vilket syftar till att dokumenten är tydligt utformade och entydiga. Det sista kriteriet berör *validiteten* i dokumenten, att innehållet är riktigt och felfritt (ibid.). Studiens data har inhämtats från

databasen Retriever Business, en källa som uppfyller dessa fyra kriterier. Därmed anses inhämtad data från årsredovisningarna vara trovärdig.

Vidare bygger studien främst på vetenskapliga artiklar hämtade från SöderScholar, Business Source Premier och Google Scholar. Dessa genomgår en granskningsprocess av andra forskare eller fackfolk vilka granskat artikeln och verifierat kvaliteten som tillräckligt hög (Reinecker & Jørgensen 2018). Därefter revideras texten utifrån erhållna kommentarer innan publicering vilket bidrar till att teorier och modeller sannolikt tillämpats på ett trovärdigt och lämpligt sätt. Däremot kan inte samma kvalitet på tidskrifterna säkerställas (Saunders, Lewis & Thornhill 2019). Därför tog studien användning av norska listan för säkerställande att tidskriften var vetenskapligt godkänd med tillräckligt hög kvalitet (Norwegian Directorate for Higher Education and Skills u.å.). Artikeln från Razali och Wah (2011) kunde inte hittas i listan. Däremot var den citerad av närmare 6000 andra publikationer, varpå många av dessa återfanns i listan. Därav valdes fortsatt referering till artikeln.

Studien har tagit användning av flertalet böcker. Dessa är inte likvärdiga vetenskapliga skrifter då de inte granskas på samma sätt. Då enbart böcker utgivna av universitetsförlag eller i utbildningssyfte använts till studien anses de däremot vara av god kvalitet. Detta då böckerna rimligen anses ha genomgått någon typ av granskning (Reinecker & Jørgensen 2018).

Vid utvärdering av dokument hämtade från internet behöver noggrann utvärdering genomföras gällande källornas trovärdighet då kraven för publikationer där är begränsade. Utöver dokumentära källors trovärdighetskriterier bör webbsidor granskas från fyra ytterligare kriterier. Det första benämns som *auktoritet*, där en hemsida från regering eller universitet ger en viss trovärdighet medan privata sidor bör utvärderas med större försiktighet. Granskning av *trovärdigheten* används för avgörande om syftet är legitimt och seriöst. Hemsidans *uppdatering* och om denna gjordes nyligen anses vidare viktigt. Sista kriteriet berör hemsidans *popularitet*, där högre intresse och antal besökare indikerar hög uppskattning, vilket kan mätas i antalet "träffar" (Denscombe 2018).

Hemsidorna studien använt har utvärderats från ovan nämnda kriterier. De härrör från etablerade, välkända aktörer som bidrar med auktoritet och brukas av branschfolk samt

etablerade institutioner i legitimt syfte. Därav anses källorna trovärdiga. I de fall det ansetts relevant har hänsyn tagits till om hemsidan uppdaterats med aktuell information.

4. Resultat

I följande avsnitt presenteras studiens resultat med utgångspunkt i studiens variabler, uppdelat både i de studerade åren, de olika börslistorna och i branscher. Slutligen presenteras resultaten av studiens statistiska tester.

Resultatavsnittet inleds med en presentation av studiens deskriptiva statistik i tabell 11–13, både uppdelat efter börslistor och bransch. Detta för att i senare avsnitt ta ställning till, utifrån studiens forskningsfrågor, om styrelsens sammansättning skiljer sig beroende på lista och bransch. Vidare tydliggörs genom diagram 1–4 utvecklingen av styrelsens sammansättning för de studerade åren för att se hur företagen förhåller sig till Kodens rekommendationer. Därefter presenteras resultatet av korrelationsanalysen i tabellerna 14–17, för undersökning och diskussion av eventuell multikollinearitet. Avsnittet avslutas med resultatet av de statistiska testerna i form av tabell 18–21. Här ligger fokus på förklaringsgrad, justerad förklaringsgrad, koefficienter och p-värde väsentliga för analysen.

4.1 Deskriptiv statistik

Som introduktion av studiens resultat presenteras inledningsvis studiens deskriptiva statistik för att på överskådligt vis presentera minimum-, maximum- och medelvärden av studiens inhämtade data.

De observerade företagen visar relativt stor skillnad i lönsamhet. Både gällande spridningen av enskilda måtten men större skillnad vid jämförelse med varandra. Tabell 11 nedan visar ett negativt medelvärde av ROA under samtliga år. Det är däremot som högst två år efter börsintroduktionen och lägst ett år före. Medelvärdet för ROE är som högst ett år efter börsintroduktionen, vilket är det enda år som indikerar en positiv utveckling för företagen, men är som lägst två år efter börsintroduktionen. Medelvärdet av Tobin's Q är som högst året för börsintroduktionen och som lägst två år efter. En närmare förklaring av resultaten för de oberoende variablerna redogörs för nedan i avsnitt 4.1.2, diagram 1–4.

Tabell 11 - Deskriptiv statistik över samtliga variabler samtliga år

	År -1			År 0			År 1			År 2		
	Min	Max	Medel	Min	Max	Medel	Min	Max	Medel	Min	Max	Medel
ROA	-3,689	0,337	-0,147	-1,182	0,399	-0,0407	-1,452	0,691	-0,073	-1,082	0,708	-0,039
ROE	-44,923	2,164	-1,201	-1,307	0,645	-0,008	-3,941	8,414	0,088	-65,134	1,996	-1,565
Tobin's Q	0,090	1,046	0,944	0,744	1,052	0,993	0,678	1,001	0,989	-0,452	1,001	0,937
Storlek	4	8	5,609	5	9	6,585	4	10	6,585	4	9	6,463
Oberoende	0	1	0,705	0,083	1	0,748	0	1	0,778	0	1	0,792
Kvinnor	0	0,625	0,234	0	0,6	0,284	0,125	0,625	0,302	0	0,625	0,312
Kunskap	0	4,857	2,468	1,166	5	2,718	1,166	5,6	2,833	1	6,333	2,777
Företagsstorlek	0	1,714 E+11	41825 42585	0	1,09E+ 11	4,38E+ 09	0	4,53E +10	2,81E +09	0	4,83E +10	3,62E+ 09
Företagsålder	1	151	31,024	2	152	32	3	153	33,024	4	154	34,024

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

Tabell 12 nedan presenterar utfallet av de beroende- och oberoende variablerna mellan börslistorna. Här undersöks vilken lista som har högst lönsamhet och hur styrelsen är utformad. Det högsta medelvärdet av Tobin's Q påträffas i small cap-listan där likaså högst andel oberoende, kvinnor och kunskapsnivå återfinns. Högst medelvärde av ROA och ROE träffas i large cap-listan med den genomsnittligt högsta styrelsestorleken.

Tabell 12 - Deskriptiv statistik uppdelat efter börslista

	Small cap			Mid cap			Large cap		
	Min	Max	Medel	Min	Max	Medel	Min	Max	Medel
ROA	-2,057	0,185	-0,177	-3,689	0,350	-0,159	-0,050	0,708	0,154
ROE	-4,343	8,414	0,075	-65,134	0,947	-2,134	-0,045	2,164	0,235
Tobin's Q	0,553	1,052	0,992	-0,452	1,021	0,935	0,090	1,046	0,965
Storlek	4	9	6,296	4	8	6,089	4	10	6,977
Oberoende	0,375	1	0,813	0	1	0,713	0	1	0,760
Kvinnor	0	0,6	0,295	0,125	0,6	0,273	0	0,625	0,281
Kunskap	0	5,6	2,971	0,5	6,333	2,682	0	4	2,447

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

Tabell 13 nedan presenterar en branschuppdelning av lönsamheten och styrelsens sammansättning. Detta för att utläsa eventuella skillnader mellan branscherna. Lönsamheten varierar mellan branscherna där mode/kläder har högst medelvärde för ROA samtidigt som media visar högst ROE. Gällande Tobin's Q påträffas det högsta medelvärdet inom skönhet/hälsa, mode/kläder och finans.

Avseende styrelsens sammansättning syns skillnader mellan branscherna. Styrelsens storlek har högst medelvärde i branscherna skönhet/hälsa och finans. Vidare är styrelsens oberoende i genomsnitt högst inom media och andel kvinnor inom data/IT. Slutligen har styrelsens kunskap störst medelvärde inom branschen läkemedel och medicin.

Tabell 13 - Deskriptiv statistik uppdelat per bransch

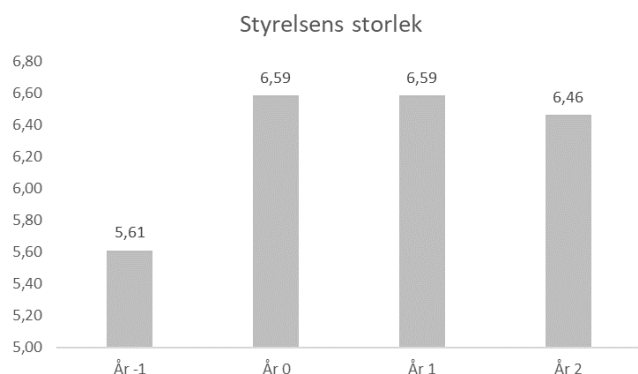
Bransch	Läkemedel/ medicin	Data/IT	Tjänster	Industri	Fastighet	Detaljhandel	Skönhet/hälsa	Mode/kläder	Finans	Media
ROA	-0,4	-0,1	0,088	0,143	0,058	0,026	-0,012	0,218	0,196	0,060
ROE	-1,179	-5,517	0,209	0,162	0,159	0,045	-0,267	0,202	0,28	0,416
Tobin's Q	0,943	-0,999	0,98	0,988	0,984	0,833	1	1	1	0,979
Storlek	6,39	5,67	6,13	6,75	6	6,88	7	5,75	7	5,63
Oberoende	0,72	0,83	0,7	0,83	0,7	0,87	0,61	0,65	0,71	1
Kvinnor	0,3	0,36	0,26	0,32	0,19	0,23	0,29	0,16	0,3	0,35
Kunskap	3,7	2,58	1,99	2,24	1,83	2,51	1,71	2,37	2,95	3,03

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

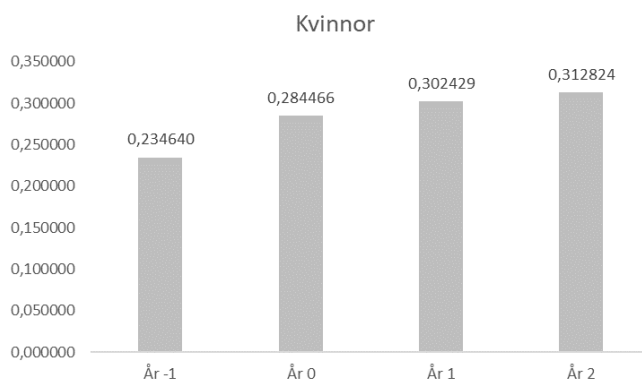
4.1.2 Utveckling av styrelsens sammansättning

Diagram 1–4 nedan tydliggör medelvärdet av variablerna kopplade till styrelsens sammansättning ett år före börsintroduktionen fram till två år efter.

Diagram 1 redogör hur styrelsens storlek är som lägst året före börsintroduktionen. Detta för att sedan öka till samma nivå de två följande åren och slutligen sjunka år två. I diagram 2 visas en konstant ökning av andel kvinnor i styrelsen för studiens år, där andel kvinnor är lägst året före börsintroduktionen och högst två år efter.

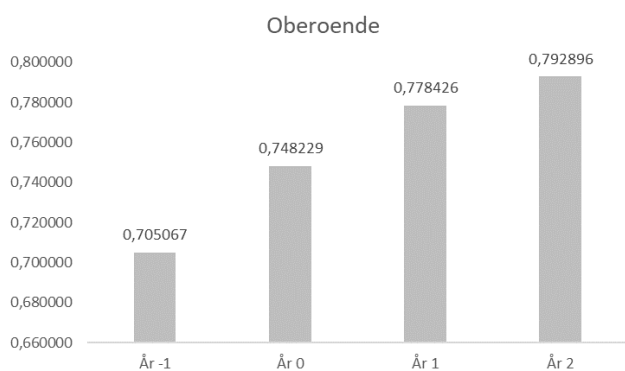
Diagram 1 - Medelvärdet av storlek

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

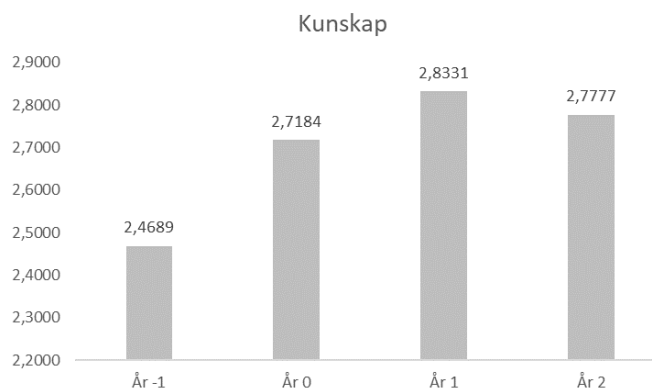
Diagram 2 - Medelvärdet av andel kvinnor

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

Diagram 3 nedan visar en konstant ökning av antal oberoende styrelseledamöter där störst ökning sker mellan året före och börsintroduktionsåret. Slutligen, i diagram 4 nedan, framgår att kunskapsnivån är lägst året före börsintroduktionen. En konstant ökning sker fram till ett år efter börsintroduktionen där kunskapsnivån antar det högsta värdet. Därefter följer en minskning år två.

Diagram 3 - Medelvärdet av oberoende

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

Diagram 4 - Medelvärdet av kunskap

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning

4.2 Korrelationsanalys

Testerna i korrelationsanalysen utfördes i syfte att utesluta multikollinearitet och därför ägnas uppmärksamhet åt värden större än 0,7 eller mindre än -0,7 (Lind, Marchal & Wathen 2021). I tabellerna 14–17 nedan presenteras inga sådana värden. Därav finns ingen risk för multikollinearitet i studiens data. Alla oberoende variabler kan därmed användas i de statistiska testerna.

Tabell 14 - Korrelationsanalys år -1

	Storlek	Oberoende	Kvinnor	Kunskap	Företagsstorlek	Företagsålder
Storlek	1					
Oberoende	0,697	1				
Kvinnor	0,343	0,432	1			
Kunskap	0,314	0,384	0,335	1		
Företagsstorlek	-0,087	-0,060	-0,111	-0,439	1	
Företagsålder	-0,133	-0,105	0,105	-0,330	0,088	1

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning. **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

Tabell 15 - Korrelationsanalys år 0

	Storlek	Oberoende	Kvinnor	Kunskap	Företagsstorlek	Företagsålder
Storlek	1					
Oberoende	0,114	1				
Kvinnor	0,032*	0,124	1			
Kunskap	0,110	0,118	0,051	1		
Företagsstorlek	-0,097	-0,046*	0,056	-0,357	1	
Företagsålder	0,111	0,076	0,365	-0,271	0,114	1

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning. **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

Tabell 16 - Korrelationsanalys år 1

	Storlek	Oberoende	Kvinnor	Kunskap	Företagsstorlek	Företagsålder
Storlek	1					
Oberoende	0,179	1				
Kvinnor	-0,134	0,194	1			
Kunskap	0,037*	0,140	0,128	1		
Företagsstorlek	-0,056	-0,123	0,092	-0,391	1	
Företagsålder	-0,156	0,135	0,419	-0,203	0,165	1

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning. **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

Tabell 17 - Korrelationsanalys år 2

	Storlek	Oberoende	Kvinnor	Kunskap	Företagsstorlek	Företagsålder
Storlek	1					
Oberoende	0,045*	1				
Kvinnor	0,197	0,385	1			
Kunskap	0,353	0,154	0,224	1		
Företagsstorlek	-0,095	-0,104	-0,012*	-0,373	1	
Företagsålder	-0,076	0,011*	0,324	-0,160	0,202	1

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning. **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

4.3 Regressionsanalys

Nedan presenteras resultaten från studiens 12 regressioner. Inledningsvis redogör tabell 18 testernas övergripande resultat i ANOVA-tablån som hänvisar till modellens helhet. Sedan presenteras resultatet av varje utförd test för lönsamhetsmåten i tabell 19–21, där enskilda sambands riktning och signifikansnivå undersöks.

4.3.1 Regressionssummering

Tabell 18 visar att ROA har statistisk signifikans under samtliga år då värdena understiger 5 %. Måttet har högst förklaringsgrad och justerad förklaringsgrad jämfört med övriga lönsamhetsmått. ROE har statistisk signifikans børsintroduktionsåret med en förklaringsgrad

på 41,31 % och justerad förklaringsgrad på 30,95 %, innebärande att mindre än hälften av variationen för beroende variabeln kan förklaras med de oberoende. Slutligen visar inget av testerna med Tobin's Q statistisk signifikans. Samtliga har en låg förklaringsgrad vilket tyder på att det finns faktorer som inte förklaras av modellen.

Tabell 18 - Regressionsstatistik

		Multipel R	R²	Justerad R²	Standard-error	Signifikans ANOVA	n
År -1	ROA	0,550	0,303	0,180	0,636	0,043*	41
	ROE	0,358	0,128	-0,025	7,164	0,552	41
	Tobin's Q	0,420	0,176	0,031	0,171	0,321	41
År 0	ROA	0,698	0,488	0,398	0,194	0,0005**	41
	ROE	0,642	0,413	0,309	0,271	0,003**	41
	Tobin's Q	0,289	0,083	-0,077	0,044	0,789	41
År 1	ROA	0,662	0,438	0,339	0,337	0,002**	41
	ROE	0,289	0,083	-0,078	1,584	0,790	41
	Tobin's Q	0,369	0,136	-0,016	0,053	0,509	41
År 2	ROA	0,583	0,340	0,223	0,304	0,020*	41
	ROE	0,235	0,055	-0,111	10,741	0,914	41
	Tobin's Q	0,318	0,101	-0,056	0,245	0,696	41

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning. **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

4.3.2 Regressionsstatistik

Tabell 19 synliggör sambandet mellan styrelsens sammansättning och lönsamhetsmålet ROA. Företagsstorlek är enda variabeln med statistiskt säkerställt positivt samband samtliga år. Vidare är ett negativt samband med kunskapsnivån statistiskt säkerställt året för börsintroduktionen. Styrelsens storlek har ett statistiskt säkerställt samband året efter börsintroduktionen. Därutöver visas inga statistiskt signifikanta samband med styrelsens oberoende, andel kvinnor och företagsålder. De icke statistiskt signifikanta variablerna varierade mellan positiva och negativa.

Tabell 19 - Koefficient och p-värde för ROA

ROA	År -1		År 0		År 1		År 2	
	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	-0,816	0,188	0,068	0,795	-1,035	0,033	-1,019	0,027
Styrelsens storlek	0,067	0,368	0,005	0,829	0,082	0,040*	0,079	0,117
Oberoende	0,090	0,876	-0,096	0,567	-0,167	0,574	0,079	0,764
Kvinnor	0,070	0,915	-0,073	0,780	0,126	0,815	0,644	0,153
Kunskap	-0,168	0,092	-0,121	0,001**	-0,075	0,213	-0,076	0,142
Företagsstorlek	0,038	0,038*	0,012	0,020*	0,035	0,001**	0,021	0,017*
Företagsålder	-0,020	0,808	0,017	0,596	0,030	0,629	0,004	0,935

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

Tabell 20 nedan visar sambandet mellan styrelsens sammansättning och lönsamhetsmättet ROE. Styrelsens kunskapsnivå och företagets storlek har statistiskt säkerställda samband året för börsintroduktion. Kunskapsnivån visar negativt och företagets storlek positivt. Därutöver visas inga statistiskt signifikanta samband med styrelsens oberoende, storlek, andel kvinnor och företagsålder. De icke statistiskt signifikanta variablerna varierade mellan positiva och negativa.

Tabell 20 - Koefficient och p-värde för ROE

ROE	År -1		År 0		År 1		År 2	
	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	-2,824	0,683	0,288	0,439	0,669	0,762	-9,602	0,541
Styrelsens storlek	0,508	0,545	-0,015	0,696	-0,024	0,900	-0,268	0,879
Oberoende	4,331	0,514	-0,028	0,903	0,904	0,517	1,083	0,907
Kvinnor	-0,509	0,946	0,079	0,828	2,004	0,432	10,413	0,507
Kunskap	-1,779	0,113	-0,153	0,003**	-0,112	0,689	1,634	0,369
Företagsstorlek	0,044	0,827	0,015	0,035*	-0,062	0,193	0,095	0,759
Företagsålder	-0,200	0,835	-0,021	0,642	-0,096	0,748	-0,201	0,922

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

I tabell 21 nedan redogörs sambandet mellan styrelsens sammansättning och Tobin's Q. Ingen variabel visar statistiskt signifikanta samband något av åren. De icke statistiskt signifikanta variablerna varierade mellan positiva och negativa.

Tabell 21 - Koefficient och p-värde för Tobin's Q

Tobin's Q	År -1		År 0		År 1		År 2	
	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	1,358	1,09E-09	1,009	7,68E-18	1,033	1,05E-15	1,132	0,003
Styrelsens storlek	-0,028	0,163	0,001	0,873	-0,008	0,212	-0,055	0,176
Oberoende	0,035	0,823	-0,052	0,186	-0,026	0,567	-0,033	0,873
Kvinnor	0,064	0,721	0,028	0,642	0,114	0,184	0,320	0,373
Kunskap	-0,030	0,258	-0,002	0,767	-0,0003	0,969	-0,004	0,909
Företagsstorlek	-0,008	0,074	-0,0001	0,933	-0,0004	0,786	0,005	0,473
Företagsålder	-0,022	0,322	0,005	0,477	0,001	0,846	0,003	0,947

Källa: Företagens årsredovisningar och egen bearbetning **Noter:** *signifikans på 5 % och under, **signifikans på 1% och under

Sammanfattningsvis observeras stora skillnader i företagens lönsamhet och styrelsens sammansättning. Företagsstorlekens positiva samband säkerställs statistiskt samtliga år med ROA. Samtidigt visas, med motsvarande mått, ett negativt statistiskt signifikant samband med kunskapsnivån året för börsintroduktionen och ett positivt med styrelsens storlek året efter. Sambandet mellan företags storlek och ROE säkerställs statistiskt året för börsintroduktionen medan kunskapsnivån visar ett negativt. Ingen av studiens variabler visar samband med lönsamheten mätt i Tobin's Q. Observationerna tas vidare i analysen för fortsatt diskussion.

5. Analys

I detta avsnitt analyseras studiens presenterade resultat i kombination med besvarande av hypoteserna. Det görs dessutom återkoppling och jämförelse med tillämpade teorier samt tidigare forskning.

Avsnittet inleds med diskussion och analys av företagets lönsamhet, grundad i genomförda signifikanstest. Vidare följer ingående diskussion av styrelsens storlek, andel kvinnor, kunskap och oberoende samt de bevisade sambanden med lönsamhet. Med hjälp av denna besvaras delfrågorna och hypoteserna antas eller förkastas.

- *Vad finns det för samband mellan styrelsens storlek, andel kvinnor, kunskapsnivå, oberoende och lönsamhet vid en börsintroduktion?*
 - *H₁: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelsestorlek och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion*
 - *H₂: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan förekomsten av kvinnliga styrelseledamöter i styrelsen och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.*
 - *H₃: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelseledamöter med högre utbildningsnivå och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.*
 - *H₄: Det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan närvaron av oberoende styrelseledamöter och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.*

För mer ingående analys och beskrivning av sambandens skillnad besvaras studiens sista delfrågor.

- *Hur förändras styrelsens sammansättning vid en börsintroduktion och vilken koppling finns till Koden?*
- *Hur skiljer sig styrelsesammansättningen avseende de utvalda variablerna mellan small- mid och large cap listorna?*
- *Hur skiljer sig styrelsesammansättningen avseende de utvalda variablerna mellan branscherna?*

Resultatet analyseras med utgångspunkt från agentteorin, den resursbaserade teorin och teorin om den kritiska massan där likheter och skillnader knyts till tidigare forskning. Slutligen diskuteras och analyseras sambandet mellan studiens kontrollvariabler, företagets storlek och ålder samt lönsamheten.

5.1 Analys av företagens lönsamhet

Lönsamhetsmättet ROA visar statistiskt signifikanta värden för ANOVA-testet samtliga år. Vidare har ROE ett säkerställt samband året för börsintroduktion. Trots att båda måtten redovisar statistiskt signifikanta värden det året erhåller ROA högre förklaringsgrad. Då värdena överstiger gränsen på 33 % Sheskin (2020) nämner, anses de ge en måttlig förklaring av lönsamheten. Året före börsintroduktionen understiger däremot denna gräns då den enbart uppgår till 30,3 %. Ingen av regressionerna har emellertid en stark förklaringsgrad då inget värde överstiger gränsen på 69 %. ROE indikerar enbart måttlig förklaringsgrad året för börsintroduktionen. Övriga år syns en låg förklaringsgrad, mindre än 19 %, som Sheskin (2020) anser svag och sambandet förklaras därför av andra faktorer. De oberoende variablerna visar ett samband med lönsamheten i större utsträckning mätt med ROA än ROE, innebärande att studiens oberoende variabler har störst samband med lönsamheten mätt med ROA.

Avseende Tobin's Q uppvisas inget statistiskt signifikant värde gällande ANOVA-testet för någon av de studerade åren. Därav konstateras ingen av studiens oberoende variabler samvariera med lönsamheten mätt med Tobin's Q. Att studien enbart undersöker två år efter börsintroduktion kan anses vara förklaringen. För säkerställda samband behövs eventuellt längre tidsperiod.

Ur resultatet kan fastställas att om lönsamheten mäts med ROA ökar den efter börsintroduktion och ger därmed positiv effekt på företagets lönsamhet. Vid användning av ROE eller Tobin's Q minskar istället lönsamheten efter börsintroduktionen. Därmed konstateras att en börsintroduktion ger olika effekt på lönsamhet beroende på användning av lönsamhetsmått.

Vad gäller genomförda regressioner uppvisar en del koefficienter statistiskt signifikanta p-värden. Diskussion och analys av dessa redogörs för, varje oberoende variabel för sig, i avsnitt 5.2 nedan.

5.2 Analys av styrelsens sammansättning, företagsstorlek och företagsålder

5.2.1 Styrelsens storlek

Det statistiskt säkerställda sambandet mellan styrelsens storlek och lönsamheten, mätt med ROA, innebär att ökat antal styrelsemedlemmar bidrar till ökad lönsamhet. Därav antas H_1 , *det finns ett positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelsestorlek och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion*. Resultatet kan förklaras av agentteorin då fler ledamöter leder till ökad effektivitet och tillsynskapacitet. Således kan en större styrelse bidra till minskade agentkostnader och förbättrad finansiell prestation. Kopplat till resursbaserad teori möjliggör fler ledamöter större variation av åsikter och erfarenhet samt tillgång till ökade resurser. De möjliggör även fler interaktioner med utomstående aktörer vilket kan bidra till ökad legitimitet och förbättrat rykte vilket resulterade i ökad lönsamhet enligt studiens resultat. Sambandet var i enlighet med tidigare forskning (t.ex Noja, Thalassinou, Cristea & Grecu 2021; Shahrier Ho, & Gaur 2020). Trots det påträffades mestadels negativa koefficienter med ROE och Tobin's Q. Resultatet går emot tidigare forskning som tagit användning av dessa lönsamhetsmått. Däremot var sambanden inte statistiskt säkerställda vilket kan förklara den påträffade skillnaden. Argument kan ändå föras i linje med forskning av Boone et. al. (2007). När fler ledamöter tillsätts minskar personligt ansvar för enskild styrelsemedlem och kan således bidra till avtagande effektivitet i styrelsen. Det blir därav enklare att ignorera arbetsuppgifter som andra förväntas utföra, vilket kan förklara den minskade lönsamheten.

Medelvärde för styrelsens storlek skiljdes inte märkbart över åren, en variation mellan fem och sex ledamöter, där störst antal återfanns året för börsintroduktion samt året efter. Störst storlek påträffades året efter börsintroduktionen bestående av tio styrelseledamöter. Ledamöternas ökade antal vid börsintroduktionen kan bero på Choi, Eum, Kang och Lees (2022) argument, att händelsen anses som en viktig och kritisk vändpunkt med förändringar inom samtliga delar av företaget. Koden nämner hur styrelsens storlek ska säkerställa dess förmåga för effektiv förvaltning av företagets angelägenheter, med hänsyn till företagets

utvecklingsskede (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2020). Storleken under dessa år kan därav bero på att företagen förhåller sig till Koden och ökar antalet för att säkerställa effektivitet vid introduktionen. Samtliga år bestod styrelsen lägst av fyra ledamöter, undantaget året för börsintroduktionen där lägst antal var fem. Detta styrker argumentet ovan då samtliga företag ökar sin styrelse vid börsintroduktionen för ökad effektivitet och tillgång till fler resurser vid denna viktiga tidpunkt.

Vid jämförelse mellan branscherna visas i tabell 13 det högsta medelvärdet för antalet styrelsemedlemmar inom branscherna finans och skönhet/hälsa. Att finansföretaget är listat på large cap kan förklara styrelsens stora storlek, medan företaget inom skönhet/hälsa tillhör small cap. Resultatet tyder därför på att styrelsens storlek influeras av andra faktorer än enbart företagets storlek.

5.2.2 Andel kvinnor

Andel kvinnor i styrelsen visade inget statistiskt signifikant samband med lönsamheten. Därav förkastas H_2 , *det finns inget positivt statistiskt signifikant samband mellan förekomsten av kvinnliga styrelseledamöter och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion*. I studien har begreppet definierats från könsaspekten men däremot kan mer djupgående definitioner antas. Genom närmare undersökning med inkludering av aspekter som nationalitet skulle statistiskt signifikanta resultat kunna påvisas. Variabeln kan således anses för bred att enbart definieras utifrån könsaspekten och kan kräva specifika definitioner för ett säkerställt samband med lönsamhet.

Diagram 2 visade konstant ökning av andel kvinnor de studerade åren. Koden rekommenderar en jämn könsfördelning kännetecknad av bredd och mångsidighet (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2020). Därmed representerar Koden enbart rekommendationer varpå företagen inte behöver följa dessa. Däremot kan antas att studiens företag tagit hänsyn till Koden då medelvärdet av andelen kvinnor i styrelsen ökat från 23,4 % – 31,2 % vilket tyder på att företagen närmar sig en jämnare fördelning.

Enligt teorin om den kritiska massan (Kanter 1977) behöver andel kvinnor nå upp till 20–40% för att åstadkomma inflytande i en grupp. Samtidigt påstår Strydom, Au Young och Rankin (2017) att den ligger omkring 30 %. Utifrån tabell 13 var det enbart fem av tio branscher vars styrelser nådde upp till gränsen på minst 30 %. Då andelen kvinnor i styrelsen

inte visade signifikant samband med lönsamheten kan resultatet styrka Kanter resonemang. Den kritiska gränsen anses därav ligga över 30 %. Då Kanter (1977) och Strydom, Au Young och Rankin (2017) inte undersökt gränsen på samma geografiska område kan den kritiska massan skilja sig geografiskt. Det kan därav krävas mer djupgående studier kring dess tillämpning ur ett globalt perspektiv innan applicering på studier likt denna.

Vid jämförelse av andelen kvinnor i styrelsen hos företag noterade på de olika listorna visade tabell 12 hur högsta medelvärdet (29,5 %) återfanns hos företag på small cap. Detta följt av företag på large cap (28,1 %) och slutligen företag noterade på mid cap (27,3 %). Mindre företag följer därav Koden i större utsträckning vilket är i linje med resursbaserad teori samt Hillman och Dalziels (2003) argument att kvinnor i styrelsen används för förbättrad legitimitet. För större företag kan detta anses mindre väsentligt då de redan uppnått legitimitet och är etablerade.

Avseende skillnad mellan branscherna redogörs högst medelvärde i tabell 13 ligga inom data/IT följt av mediebranschen. Trots att branschen växer rapporterar Akavia (2021) däremot hur andelen kvinnor minskar. En möjlig orsak kan vara att data/IT kräver kvalificerad personal. Studien visar däremot motsatsen, vilket kan förklaras av Solimene, Coluccia och Fontanas (2017) argument, att kvinnor skaffat sig högre utbildning under senare år jämfört med tidigare och blivit mer attraktiva samt efterfrågade av branschen. Resultatet kopplas till teorin om den kritiska massan då ökad andel kvinnor bidrar till ökad representativitet av kvinnliga ledamöter. Fler kvinnor blir därav villiga att anta en styrelseroll och den trend som Akavia (2021) diskuterar är enligt studien på väg att vända.

5.2.3 Kunskap

Kunskapsnivån visade negativt samband med lönsamheten, mätt med ROA och ROE, som säkerställs året för börsintroduktionen. Sambandet med ROA hade en signifikansnivå på 0,14% medan den för ROE låg på 0,37%. Det här innebär att kunskapsnivån samvarierar med företagets lönsamhet negativt i större utsträckning mätt genom ROA än ROE. Det negativa sambandet tyder på att en ökning av kunskapsnivån minskar företagets lönsamhet. Därav förkastas H_3 , *det finns inget positivt statistiskt signifikant samband mellan styrelseledamöter med högre utbildningsnivå och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.*

Sambandet kan inte förklaras av studiens teorier. Sett till agentteorin genererade inte högre kunskapsnivå en ökad övervakningsfunktion. Snarare indikerade studiens resultat att en styrelse med högre kunskapsnivå är mer inriktad på personlig värdemaximering än att beakta aktieägarnas intressen för vinstmaximering. Rimligtvis bör högre kunskap, enligt resursbaserad teori, leda till ett bättre utbud av kompetenser och förmågor som borde gynna lönsamheten. Däremot går resultatet i linje med tidigare forskning av Boadi och Osarfo (2019) samt Kanakriyah (2021) vilka bekräftade negativt samband mellan de högre kunskapsnivåerna och lönsamheten. Förklaringen kan vara att ökad kunskapsnivå istället leder till en minskad arbetslivserfarenhet kopplat till verksamheten. Däremot har en diskussion förts kring om tidsspannet på fyra år är för kort för att kunna påvisa ett potentiellt positivt samband.

Eftersom ROA enligt Tanriverdi (2006) har ett snävt fokus på lönsamheten innevarande år riskerar måttet att inte i lika stor utsträckning ta hänsyn till eventuella samband som en ökad kunskapsnivå kan generera i framtiden. Då Tobin's Q enligt Jardak och Hamad (2022) är en mer framåtblickande representation av marknadens förväntningar, använt för undersökning av långsiktig effekt, kan måttet anses mer rättvisande för kunskapsnivån. Däremot förelåg inget samband med Tobin's Q vilket indikerade att kunskapsnivån under studiens tidsperiod mättes bättre med de redovisningsbaserade.

Kunskapsnivåns medelvärde varierade enligt diagram 4 mellan 2,47 och 2,83, innebärande att styrelseledamöterna i genomsnitt hade en civilekonom-, master- eller civilingenjörsexamen. Genomsnittliga längden för kunskapsnivå uppgick därmed till mellan fyra och fem år. Högst medelvärde återfanns i small cap följt av mid- och large cap, betydande att i större företag besitter varje enskild ledamot mindre kunskap. I takt med att företag växer kan andra variabler, exempelvis kontakter och nätverk, bli viktigare medan kunskapen hos enskild ledamot blir av mindre betydelse.

Det högsta medelvärdet på 3,7 visades inom branschen läkemedel/medicin. Orsaken kan förklaras av att styrelseledamöterna där besitter längre utbildning förknippad med forskning och utveckling. Inom branschen innehar styrelsemedlemmarna i genomsnitt en kunskapsnivå mellan master-, civilingenjör- och magisterexamen vilket tyder på att genomsnittliga längden för kunskapsnivån istället varierar mellan fem och sex år jämfört med övriga branscher.

Sammanfattningsvis ligger resultatet delvis i linje med resursbaserad teori, vilken betonar variation av personer och egenskaper för uppnående av en lönsam verksamhet. Denna variation kan däremot anses mer eller mindre betydelsefull beroende på företagets storlek och bransch. Företag inom läkemedel/medicin prioriterar sannolikt välutbildad personal medan de inom skönhet/hälsa eller fastighet snarare värdesätter andra kompetenser och förmågor som kontakter samt nätverk.

5.2.4 Oberoende

Styrelsens oberoende visade inget säkerställt samband med företagets lönsamhet. Därav förkastas H_4 , *det finns inget positivt statistiskt signifikant samband mellan närvaron av oberoende styrelseledamöter och företagets lönsamhet vid en börsintroduktion.*

Trots att inget samband visades med ROE var de flesta koefficienter positiva vilket bekräftar tidigare studier (t.ex. Gabrielsson 2007; Shahrier, Ho & Gaur 2020; Kanakriyah 2021). Förklaringen kan kopplas till agentteorin då andel oberoende kan bidra till ökad effektivitet gällande styrning, hantering och kontroll av ledningen. Regressionen med Tobin's Q visade däremot negativa koefficienter och motsäger tidigare forskares resultat. Med ROA varierade koefficienternas riktning och kan inte förklara den positiva tendens som Pucheta-Martínez och Gallego-Álvarez (2020) påstår. Dessa skillnader kan argumenteras med hjälp av Almoneef och Samontarays (2019) studie, vilken tillämpade liknande tillvägagångssätt där samtliga lönsamhetsmått undersöktes. Således kan utfallet antas bero på vilka lönsamhetsmått som används.

Resursbaserad teori redogör för hur oberoende styrelseledamöter kan generera positiva samband gentemot företagets värdeskapande aktiviteter (Gabrielsson 2007). Däremot styrker inte studiens resultat detta, vilket kan förklaras med att begreppet presenteras som "ja eller nej" i studiens årsredovisningar. Frågan är om ställningstagandet kan presenteras så kortfattat. En djupgående analys kan behövas för tydliggörande av begreppets egentliga innebörd och om alla som hävdar sig vara oberoende verkligen är det. Möjligtvis kan relationer utöver familjeband bidra till kopplingar och hämma oberoendet.

Medelvärde, presenterat i diagram 3, visade en konstant ökning av andel oberoende styrelseledamöter. Då den största ökningen inträffade mellan året före och året för börsintroduktionen kan koppling till Koden göras. Denna ger rekommendationer för hur

majoriteten av ledamöterna bör vara oberoende i förhållande till företaget och dess ledning (Svensk kod för bolagsstyrning 2020). Då företagens styrelse består av majoriteten oberoende ledamöter anses de därför ta hänsyn till Koden vid börsintroduktionen. Däremot väljer en del företag på mid- och large cap att inte inkludera oberoende ledamöter i styrelsen trots rekommendationerna. Utfallet bekräftar återigen faktumet att mindre företag i större utsträckning tenderar att beakta Koden.

Slutligen kan jämförelse mellan branscher göras. I tabell 13 redogörs hur högsta medelvärdet för oberoende hittas i mediebranschen medan det lägsta återfinns inom skönhet/hälsa. Vad orsaken beror på förklaras inte av studiens teorier varpå enbart ett konstaterande kan göras utan vidare analys.

5.2.5 Företagets storlek

Kontrollvariabeln företagets storlek var den enda variabel som visade säkerställda positiva samband med ROA samtliga år och ROE året för börsintroduktionen. Sambandet visar att företagets storlek är den variabel som i störst utsträckning samvarierar med lönsamheten, innebärande att större företag genererar högre positiv lönsamhetsökning. Eftersom det högsta statistiskt signifikanta sambandet visades med ROA har därför företagets storlek större samband med lönsamheten mätt med ROA än ROE.

Då ingen av regressionerna med Tobin's Q visade statistisk signifikans finns inget samband mellan företagets storlek och lönsamhetsmättet. Däremot konstateras företagen i genomsnitt omsätta 4,38 miljarder kronor vid börsintroduktion. Likväl förekommer företag som börsintroduceras utan någon omsättning, och vilka fortsättningsvis inte lyckats öka den efter. Generellt omsätter företagen som mest året för börsintroduktionen, med ett avtagande åren efter. Detta visar på hur syftet med introduktionen möts i form av ökat kapitalinflöde, om än i ett kortsiktigt perspektiv.

5.2.6 Företagets ålder

Studiens andra kontrollvariabel, företagets ålder, visade inget statistiskt säkerställt samband med företagets lönsamhet mätt med något av de tre måtten. Detta innebär att företagets ålder inte behöver beaktas för att uppnå en lönsam verksamhet vid en börsintroduktion. Vid regressionen med ROE var koefficienterna negativa samtliga år medan de med Tobin's Q och

ROA var positiva undantaget året före börsintroduktionen. Om sambandet kunnat säkerställas hade det inneburit att lönsamheten varierat beroende på lönsamhetsmått.

Resultatet tyder på stor variation av företagens ålder vid börsintroduktionen i form av ett spann på 2–152 år. Genomsnittlig ålder uppgår till 32 innebärande att företagen vid börsintroduktion är väletablerade med spårbar bakgrund och historia. Således avgör inte företags ålder chansen att uppnå lönsamhet. Ett yngre företag kan därmed ha lika stor chans att verka lönsamt vid börsintroduktion jämfört med ett äldre.

6. Slutsatser

I följande avsnitt presenteras de slutsatser som kan dras utifrån studiens resultat och analys.

I näst sista avsnittet redogörs slutsatser identifierade från resultat och analys. Dessa är kopplade till studiens syfte och delfrågor för besvarande av övergripande frågeställning “Hur ser sambandet ut mellan styrelsens sammansättning och finansiell prestation vid en börsintroduktion?”

Enligt litteraturen är styrelsens sammansättning ett omdiskuterat ämne och viktig dimension av bolagsstyrningen för uppnående av lönsam verksamhet. Studien har fastställt att en börsintroduktion bidrar till förändring inom alla undersökta delar av styrelsens sammansättning. Slutsatserna presenteras inledningsvis baserade på studiens empiriska resultat följt av de teoretiska.

6.1 Empiriska slutsatser

Bevisligen ökade samtliga studerade styrelseegenskaper efter börsintroduktionen. Studien beskriver hur styrelsens sammansättning varierade beroende på börslista. Den genomsnittligt högsta andelen oberoende, kvinnor och kunskapsnivå fanns bland small cap-segmentet, medan styrelsens storlek var störst bland large cap. Mindre företag visades därmed följa Kodens i större utsträckning vilken kan anses mindre väsentlig för större företag som redan uppnått legitimitet och etablering. Trots det hade listan lägst lönsamhet mätt med ROA, betydande att Kodens rekommendationer inte bidrog till lönsamhet innevarande år. Däremot genererades högst Tobin's Q indikerande att Kodens istället ökade positiva framtidsutsikter och bidrog till långsiktig effekt på lönsamhet.

Samtidigt varierade sammansättningen dessutom beroende på branschtillhörighet. I genomsnitt hade finans och skönhet/hälsa högst antal ledamöter parallellt som skönhet/hälsa hade lägst andel oberoende och kunskapsnivå. Mediabraschen hade genomsnittligt lägst styrelsestorlek medan oberoende ledamöter var 100 %. Högst andel kvinnor fanns bland data/IT och lägst inom mode/kläder. Detta samtidigt som högst kunskapsnivå identifieras inom läkemedel/medicin. I och med sammansättningens variation belyses företagens olika

förutsättningar och prioriteringar resulterande att styrelsen utformas och anpassas efter specifika behov.

Studien kan konstatera samband mellan styrelsens sammansättning och företagets finansiella prestation. Två av fyra variabler hade statistiskt signifikanta samband med lönsamheten. Den mest betydande faktorn var styrelsens storlek med ett positivt samband till lönsamheten. Vidare hade kunskapsnivån negativt samband med lönsamheten, betydande att styrelser innehavande högre kunskapsnivå försämrade företagets lönsamhet vid börsintroduktion. Sambandet tyder på motsatsen till det förväntade. Däremot avgjorde också bransch och företagsspecifika egenskaper utfallet i lönsamheten. Orsaken kan vara att andra typer av kompetenser och förmågor anses mer betydelsefulla. Då utbildning däremot är väsentligt för vissa företag och branscher kan den inte uteslutas. Därmed bör företagen istället utvärdera om en långsiktig effekt kan uppnås eller vilken typ av utbildning som ska prioriteras för positivt samband med lönsamheten.

6.2 Teoretiska slutsatser

Variationen orsakad av företagets specifika behov leder till att olika intressekonflikter uppstår då företaget går från privat till publikt. Företagets styrelse behöver enligt agentteorin därför anpassas för att minska kostnaderna och bidra till lönsamhet. Däremot är styrelsens storlek och kunskapsnivå de enda som visat koppling till lönsamheten och är således de som bör anpassas. Det positiva sambandet med styrelsens storlek kan förklaras av den övervakningsfunktion teorin refererar till. Dessutom kan härledning göras till resursbaserad teori, då utbudet av förmågor och resurser ökar i takt med styrelseantalet. Den andra variabeln som bör anpassas är kunskapsnivån då den visade ett negativt samband med lönsamheten. Resursbaserad teori betonar variationen av personer och egenskaper för att uppnå lönsamhet. Därav kan olika sorters kunskap vara betydande. I enlighet med Boadi och Osarfos (2019) slutsats är det möjligt att den icke-observerbara kunskapen, såsom bransch- och företagskunskap, är av större betydelse än förväntat. De som tillsätts styrelsen bör således tillsammans besitta ett varierat kunskapskapital för ökade chanser till lönsamhet.

Varken oberoende ledamöter eller andel kvinnor i styrelsen hade samband med lönsamheten. Andel oberoende visades delvis ha motsatt effekt från vad teorierna hävdar. Då denna varierade beroende på lönsamhetsmått krävs därför djupare analys för hur variabeln kan bidra

till ökad lönsamhet. Att inget samband med andel kvinnor kunde utläsas ligger delvis i linje med teorin om den kritiska massan. Enbart fem av tio branscher nådde upp till 30 %, vilket förklarar hur gränsen snarare ligger i Kanters (1977) övre gräns samt att inget samband kunde påvisas. Studien validerar därav teorin om den kritiska massan då det fastställts finnas en betydande gräns för kvinnors influerande. Företagen bör därför beakta Kodens rekommendationer och ståva efter en jämn könsfördelning för en positiv lönsamhetsutveckling.

Sammanfattningsvis kan företagens finansiella prestation gynnas av att frågan om styrelsens sammansättning beaktas. En börsintroduktion leder till ökning av ledamöter, andel oberoende, kvinnor och kunskapsnivån. Detta indikerar att viss hänsyn tas till Koden vilket både ökar övervakningsfunktionen och utbudet av förmågor samt resurser. Börsintroduktionen kan konstateras ge olika effekt på lönsamheten beroende på val av lönsamhetsmått. Vid användning av ROA ökar företagets lönsamhet efter börsintroduktionen. Med ROE och Tobin's Q leder en börsintroduktion istället till minskad lönsamhet. Med lönsamheten i åtanke bör företagen, enligt studiens resultat, lägga störst fokus på utformandet av styrelsens storlek samtidigt som de bör överväga frågan om den kunskapsnivå styrelsen besitter.

7. Slutdiskussion

I sista avsnittet förs en diskussion avseende studiens helhet innehållande reflektioner och lärdomar som frambringats. Avslutningsvis presenteras förslag på framtida fortsatt forskning.

Efter genomförandet av studien visades komplexiteten i dess variabler. Det klargjordes att dessa innehåller ytterligare aspekter som bör beaktas för säkerställande av samband med lönsamheten. I enlighet med Boadi och Osarfos (2019) slutsats är det möjligt att den icke-observerbara kunskapen är av större betydelse än väntat jämfört med den kopplat till utbildning avseende sambandet med lönsamhet. Som Boadi och Osarfo (2019) förklarar är icke-observerbar kunskap däremot svår mätt. Genom inkludering av denna kunskapsstyp kan positiva samband möjligtvis genereras. Därför behövs noggrannare analysering för eventuellt påvisande av positiva resultat.

Då flera samband inte gick att säkerställas kan längre tidsperiod behöva beaktas. Vid datainsamlingen uppmärksammades att många av styrelseledamöterna ingick i styrelsen samtliga studerade år. En längre tidsperiod skulle därför möjliggöra mer ingående analys av styrelsesammansättningens förändring och samband med lönsamhet. Det skulle dessutom kunna bidra till mer likartade resultat tidigare forskning och teorier bekräftat.

Då pandemin pågick de undersökta åren fanns en medvetenhet kring dess eventuella negativa koppling till företagets lönsamhet vid börsintroduktion. En möjligt bidragande faktor till hur vissa av studiens samband inte kunnat säkerställas och anledning till varför resultatet skildes från tidigare forskning.

Då studiens kontrollvariabel företagets storlek visade statistiskt signifikant positivt samband med ROA samtliga år konstaterades variabeln ha störst samband med lönsamheten. Däremot, då regressionens förklaringsgrad inte nådde upp till den starka nivå på 67% Sheskin (2020) nämner, finns ytterligare variabler med koppling till företagets lönsamhet emellertid inte inkluderade i studien. Faktumet att vissa regressioner med ROE och Tobin's Q visade negativ förklaringsgrad kan vara av betydelse. Förklaringsgrad med negativt värde tyder enligt Chicco, Warrens och Jurman (2021) på dåligt fungerande regression. Varför utfallet blev

sådant är svårförklarat. Det är därför möjligt att styrelsens sammansättning visar större samband med lönsamheten om fler styrelsevariabler inkluderas.

7.1 Förslag till framtida forskning

Grundat i den komplexitet som i efterhand visades i studiens variabler är förslag på framtida fortsatt forskning att inkludera den icke observerbara kunskapen. Detta för att tillsammans med den kopplat till utbildning söka samband med lönsamheten. Genom inkluderingen minimeras risken att bortse från en del av kunskapen, samtidigt som en djupgående analys av det eventuella sambandet med lönsamhet kan genomföras.

Vidare upplevdes vissa begränsningar kopplat till studiens tidsperiod och analysen av det eventuella sambandet till lönsamheten. Med denna insikt ges förslaget att framtida fortsatt forskning ska tillämpa ett längre tidsspann, för att kunna genomföra en analys av mer ingående slag.

Med dessa förslag önskas ett lycka till med den framtida forskning som förhoppningsvis kommer genomföras inom ämnet styrelsesammansättning.

Källförteckning

Litteratur

- Almoneef, A. & Samontaray, D. P. (2019). Corporate governance and firm performance in the Saudi banking industry. *Banks and Bank Systems*, 14(1), s. 147.
- Anand, R. & Singh, B. (2019). Effect of composition of board and promoter group retained ownership on underpricing of Indian IPO firms: an empirical study. *Indian Journal of Corporate Governance*, 12(1), ss. 21-38.
- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), ss. 236-245.
- Benson, B. W. & Davidson, W. N. (2010). The relation between stakeholder management, firm value, and CEO compensation: A test of enlightened value maximization. *Financial Management*, 39(3), ss. 929-964.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*, 58, ss. 142-168.
- Boadi, I. & Osarfo, D. (2019). Diversity and return: the impact of diversity of board members' education on performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(4), ss. 824-842.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M. & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), ss. 66-101.
- Brogi, M., Lagasio, V. & Pesic, V. (2020). Can governance help in making an IPO "successful"? New evidence from Europe. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(3), ss. 239–269. doi:10.1111/jifm.12116

- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S. & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic management journal*, 31(5), ss. 491-509.
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3 uppl., Stockholm: Liber AB.
- Chicco, D., Warrens, M. J. & Jurman, G. (2021). The coefficient of determination R-squared is more informative than SMAPE, MAE, MAPE, MSE and RMSE in regression analysis evaluation. *PeerJ Computer Science*. 7:e623 doi:10.7717/peerj-cs.623
- Choi, Y., Eum, W., Kang, T. & Lee, J. D. (2022). Impacts of entrepreneurial experience on firm performance in IPO firms. *Managerial and Decision Economics*, 43(8), ss. 4064-4076.
- Cohen, L., Manion, L. & Morrison, K. (2017). *Research methods in education*. Routledge.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), ss. 269-290.
- Darmadi, S. (2013). Board members' education and firm performance: evidence from a developing economy. *International Journal of Commerce and Management*, 23(2), ss. 113-135.
- Denscombe, M. (2018). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. 4 uppl., Lund: Studentlitteratur.
- Dubey, R., Singh, T., Samar Ali, S., Venkatesh, V. G. & K. Gupta, O. (2014). Exploring dimensions of firm competencies and their impact on performance: some exploratory empirical results. *Benchmarking: An International Journal*, 21(6), ss. 1003-1022.

- Eliasson, A. (2013). *Kvantitativ metod från början*. 3 uppl., Lund: Studentlitteratur.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2004). New lists: Fundamentals and survival rates. *Journal of Financial Economics*, 73(2), ss. 229-269. doi: 10.1016/j.jfineco.2003.04.001
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), ss. 301-325.
- Fodio, M. I. & Oba, V. (2012). Gender diversity in the boardroom and corporate philanthropy: evidence from Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(8), ss. 63-69.
- Gabrielsson, J. (2007). Correlates of board empowerment in small companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31(5), ss. 687-711.
- Greve, J. (2021). *Uppsats med kvantitativ ansats*. Lund: Studentlitteratur.
- Gul, F. A., Srinidhi, B. & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of accounting and Economics*, 51(3), ss. 314-338.
- Haldar, A., Shah, R. & Rao, S. N. (2015). Gender diversity in large listed Indian companies. *Corporate Ownership & Control*, 12(13), ss. 1727-9232. doi: 10.22495/cocv12i3c5p8
- Hillman, A. J. & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management review*, 28(3), ss. 383-396.
- Hofstrand, D. (2009). Understanding profitability. *Ag Decisions Makers*, 2, C3–C24.
- Huse, M. & Solberg, A. G. (2006). Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review* 21(2), ss. 113-130.

- Jardak, M. K. & Ben Hamad, S. (2022). The effect of digital transformation on firm performance: evidence from Swedish listed companies. *Journal of Risk Finance*, 23(4), ss. 329-348. doi:10.1108/JRF-12-2021-0199
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), ss. 305-360.
- Jia, M. & Zhang, Z. (2013). Managerial ownership and corporate social performance: Evidence from privately owned Chinese firms' response to the Sichuan earthquake. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(5), ss. 257-274.
- Kamukama, N., Kyomuhangi, D. S., Akisimire, R. & Orobias, L. A. (2017). Competitive advantage: Mediator of managerial competence and financial performance of commercial banks in Uganda. *African Journal of Economic and Management Studies*, 8(2), ss. 221-234.
- Kanakriyah, R. (2021). The impact of board of directors' characteristics on firm performance: a case study in Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), ss. 341-350.
- Kanter, R. M. (1977). Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women. *American Journal of Sociology*, 82(5), ss. 965-990.
- Khan, M. T., Al-Jabri, Q. M. & Saif, N. (2021). Dynamic relationship between corporate board structure and firm performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), ss. 644-661.
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2015). *Statistiska metoder*. 3 uppl., Lund: Studentlitteratur.
- Lind, D. A., Marchal, W. C. & Wathen, S. A. (2021). *Statistical Techniques in Business & Economics*. 18 uppl., McGraw-Hill.
- McKnight, P. J. & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The quarterly review of economics and finance*, 49(2), ss. 139-158.

- Nguyen, V. C. & Huynh, T. N. T. (2023). Characteristics of the Board of Directors and Corporate Financial Performance-Empirical Evidence. *Economies*, 11(2), s. 53.
- Noja, G. G., Thalassinos, E., Cristea, M. & Grecu, I. M. (2021). The interplay between board characteristics, financial performance, and risk management disclosure in the financial services sector: new empirical evidence from Europe. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), s. 79.
- Noor, M. A. M. & Fadzil, F. H. (2013). Board characteristics and performance from perspective of governance code in Malaysia. *World Review of Business Research*, 3(3), ss. 191-206.
- Osborne, J. W. & Waters, E. (2002). Four assumptions of multiple regression that researchers should always test. *Practical Assessment, Research, and Evaluation*, 8(2), ss. 1-5.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Pike, S. & Roos, G. (2004). Mathematics and modern business management. *Journal of Intellectual Capital*, (5)2, ss. 243-256.
- Pucheta-Martínez, M. C. & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), ss. 1251-1297.
- Raelin, J. D. & Bondy, K. (2013). Putting the good back in good corporate governance: The presence and problems of double-layered agency theory. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), ss. 420-435.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: Free Press.

- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(4), ss. 719-737.
- Razali, N. M. & Wah, Y. B. (2011). Power comparisons of shapiro-wilk, kolmogorov-smirnov, lilliefors and anderson-darling tests. *Journal of statistical modeling and analytics*, 2(1), ss. 21-33.
- Reber, B., Berry, B. & Toms, S. (2005). Firm resources and quality signalling: evidence from UK initial public offerings. *Applied Financial Economics*, 15(8), ss. 575-586.
- Rienecker, L. & Jørgensen, P. S. (2018). *Att skriva en bra uppsats*. 4 uppl., Stockholm: Liber AB.
- Samiloglu, F. & Demirgunes, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 1(2), ss. 44-50.
- Santos, J. B. & Brito, L. A. L. (2012). Toward a subjective measurement model for firm performance. *Brazilian Administration Review*, 9(6), ss. 95-117.
- Saunders, M. N. K., Lewis, P. & Thornhill, A. (2019). *Research methods for business students*. 8 uppl., New York: Pearson Education Limited.
- Seierstad, C. (2016). Beyond the business case: the need for both utility and justice rationales for increasing the share of women on boards. *Corporate Governance: An International Review*, 24(4), ss. 390-405.
- SFS 2005:551. Aktiebolagslag. Justitiedepartementet L1.
- Shahrier, N. A., Ho, J. S. Y. & Gaur, S. S. (2020). Ownership concentration, board characteristics and firm performance among Shariah-compliant companies. *Journal of Management and Governance*, 24, ss. 365-388.

- Sharma, P., Shukla, D. M. & Raj, A. (2023). Blockchain adoption and firm performance: The contingent roles of intangible capital and environmental dynamism, *International Journal of Production Economics*, 256, ss. 1-15. doi:10.1016/j.ijpe.2022.108727
- Sheskin, D. J. (2020). *Handbook of parametric and nonparametric statistical procedures*. CRC Press.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), ss. 737-783.
- Singh, A. K., Singhania, S. & Sardana, V. (2019). Do women on boards affect firm's financial performance? Evidence from Indian IPO firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(2), ss. 53-68.
- Solimene, S., Coluccia, D. & Fontana, S. (2017). Gender diversity on corporate boards: an empirical investigation of Italian listed companies. *Palgrave Communications*, 3(1), ss. 1-7.
- Strydom, M., Au Young, H.H. & Rankin, M. (2017). A few good (wo)men? Gender diversity on Australian boards. *Australian journal of management*, 42(3), ss. 404-427.
- Switzer, L. N., El Meslmani, N. & Zhai, X. (2022). IPO performance and the size effect: Evidence for the US and Canada. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62. doi:10.1016/j.najef.2022.101744
- Tanriverdi, H.J. (2006). Performance effects of information technology synergies in multibusiness firms. *MIS Quarterly*, 30(1) ss. 57-77.
- Taouab, O. & Issor, Z. (2019). Firm performance: Definition and measurement models. *European Scientific Journal*, 15(1), ss. 93-106.
- Tavakol, M. & Dennick, R. (2011). Making sense of Cronbach's alpha. *International journal of medical education*, 2, ss. 53-55.

Thrane, C. (2019). *Kvantitativ metod. En praktisk introduktion*. Lund: Studentlitteratur.

Vairavan, A. & Zhang, G. P. (2020). Does a diverse board matter? A mediation analysis of board racial diversity and firm performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(7), ss. 1223-1241.

Wu, J., Li, S. & Li, Z. (2013). The contingent value of CEO political connections: A study on IPO performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), ss. 1087-1114.

Zahra, S. A. & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), ss. 291-334.

Zattoni, A., Witt, M. A., Judge, W. Q., Talaulicar, T., Chen, J. J., Lewellyn, K., ... & van Ees, H. (2017). Does board independence influence financial performance in IPO firms? The moderating role of the national business system. *Journal of World Business*, 52(5), ss. 628-639.

Elektroniska källor

AJMC (2021). *A Timeline of COVID-19 Developments in 2020*.

<https://www.ajmc.com/view/a-timeline-of-covid19-developments-in-2020> [2023-04-07]

Akavia (2021). *Jämställdhet inom IT-branschen minskar. Kompetensbristen rapport*.
rapport_jamstalldhet-inom-it-branschen-_2021.pdf (akavia.se) [2023-04-20]

Avanza (u.å.). *Vad är en börsnotering (IPO) och varför gör man det?*

<https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/borsintroduktioner-emissioner-foretagshandelser/vad-ar-en-borsnotering-och-varfor-gor-man-det.html> [2023-02-17]

Bolagsverket (2019). *Hållbarhetsrapport*.

<https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/arsredovisningforaktiebolag/delarochochbilagoriar-sredovisningen/hallbarhetsrapport.777.html> [2023-02-07]

Eurostat (u.å.). *Concepts and definitions*.

https://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=DSP_GLOSSARY_NOM_DTL_VIEW&StrNom=CODED2&StrLanguageCode=EN&IntKey=21231003&RdoSearch=BEGIN&TxtSearch=Non-response&CboTheme=&IsTer=&IntCurrentPage=1&ter_valid=0 [2023-03-29]

Hasselborn, L. (2021). Styrelseledamot - det här ingår i rollen! *Företagsbloggen - för dig som äger och driver företag* [blogg], 26 april.

<https://blogg.pwc.se/foretagarbloggen/styrelseledamot> [2023-02-18]

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

http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Koden/Svensk_kod_for_bolagsstyrning_gallande_fran_1_januari_2020.pdf [2023-03-06]

Nasdaq OMX Nordic (u.å.). *Var handlar man aktier?*

<https://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3> [2023-03-08]

Norwegian Directorate for Higher Education and Skills (u.å.). *About the Register for Scientific Journals, Series and Publishers*. About | Norwegian Register (hkdir.no) [2023-05-08]

Nyemissioner (u.å.a). *Börsnoteringar*.
<https://nyemissioner.se/foretag/planerad-noteringar/sok> [2023-02-23]

Nyemissioner (u.å.b). *Om oss*.
<https://nyemissioner.se/info/about> [2023-03-20]

Retriever Business (u.å.). *Sökmanual för Retriever Business*.
https://www.retriever-info.com/external/skandia/businessinfo_manual_090930_v2.pdf

Riksbanken (2020). *Coronapandemin ökar riskerna för den finansiella stabiliteten* [pressmeddelande], 20 maj.
<https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2020/coronapandemin-okar-riskerna-for-den--finansiella-stabiliteten/>

Tonning, P. (2018). Så lockar du investerare till ditt företag. *Företagsbloggen - för dig som äger och driver företag* [blogg], 23 oktober.
<https://blogg.pwc.se/foretagarbloggen/s%C3%A5-lockar-du-investerare-till-ditt-f%C3%B6retag> [2023-02-17]

Bilagor

Bilaga 1 - Företagen som ingår i studien

Företag	Bransch	Lista
Arjo AB	Läkemedel	Large cap
Ferronordic Machines AB	Industri	Small cap
BioArctic AB	Läkemedel	Mid cap
Balco Group Holding AB	industri	Small cap
Starbreeze AB	Data /IT	Mid cap
Alligo AB	Industri	Mid cap
Bonesupport Holding AB	Läkemedel	Mid cap
Saniona AB	Läkemedel	Small cap
Essity AB	Industri	Large cap
Evolution Gaming Group AB	Tjänster	Large cap
Boozt AB	Detaljhandel	Large cap
Medicover AB	Läkemedel/medicin	Large cap
Munters Topholding AB	Industri	Large cap
Instalco Intressenter AB	Tjänster	Large cap
Mattsson Mora Group AB	Industri	Mid cap
Actic Group AB	Skönhet och hälsa	Small cap
Christian Berner Tech Trade AB	Data/It	Small cap
Ambea AB	Tjänster	Mid cap
MIPS AB	Mode/kläder	Large cap
Oncopeptides	Läkemedel/Medicin	Small cap
Lime Technologies Sweden AB	Data/It	Small cap
Moment Group AB	Tjänster	Small cap

Brinova Fastigheter AB	Fastigheter	Small cap
Projektengagemang Sweden AB	Tjänster	Small cap
Cantargia AB	Läkemedel/Medicin	Small cap
Railcare Group AB	Tjänster	Small cap
Immunicum AB (Heter Mendus idag)	Läkemedel/Medicin	Small cap
NCAB Group AB	Industri	Small cap
Q-linea AB	Läkemedel/Medicin	Mid cap
Calliditas Therapeutics AB	Läkemedel/Medicin	Mid cap
Magnolia Bostad AB	Fastighet	Mid cap
Immunovia AB	Läkemedel/Medicin	Mid cap
BHG Group AB	Detaljhandel	Mid cap
Ascelia Pharma AB	Läkemedel	Small cap
K-Fast Holding AB	Fastighet	Mid cap
John Mattson Fastighetsföretagen	Fastighet	Mid cap
Karnov Group AB	Media	Mid cap
EQT AB	Finans	Large cap
Nordic Entertainment Group AB	Media	Large cap
Egetis Therapeutics AB	Läkemedel/Medicin	Small cap
K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB	Fastighet	Mid cap

Källa: Nyemissioner (u.å.a) och egen bearbetning