

# Är män imperiebyggare?

En studie över huruvida kvinnliga styrelseledamöter påverkar  
förvärvsbeslut ur ett goodwillperspektiv

Emilia Wikström

Pro gradu-avhandling i Redovisning

Handledare: Matti Skoog

Fakulteten för samhällsvetenskaper och ekonomi

Åbo Akademi

Åbo 2019

**ÅBO AKADEMI - FAKULTETEN FÖR SAMHÄLLSVETENSKAPER OCH EKONOMI**

Abstrakt för avhandling pro gradu

Ämne: Redovisning	
Författare: Emilia Wikström	
Arbetets titel: Är män imperiebyggare? En studie över huruvida kvinnliga styrelseledamöter påverkar förvärvsbeslut ur ett goodwillperspektiv	
Handledare: Matti Skoog	
<p>Abstrakt:</p> <p>Mycket av den tidigare forskningen om förvärv har bevisat att majoriteten av förvärven misslyckas med att medföra mervärde till aktieägarna. Misslyckade förvärv utförs ofta av företag vars styrelser består av överkonfidenta och imperiebyggande ledamöter. Dessa två karaktärsdrag ses oftare hos män än hos kvinnor. Detta öppnar frågan om styrelser med jämnare könsfördelning kunde fatta bättre beslut angående förvärv?</p> <p>Syftet med denna studie var att undersöka huruvida styrelser med jämnare könsfördelning genomför bättre förvärv ur ett goodwillperspektiv. Denna avhandling är det första försöket att fylla den existerande forskningsluckan angående kvinnliga styrelseledamöters bidrag till förvärvsbeslutfattandet. Om priset är högre än värdet av nettotillgångarna hos målföretaget uppstår goodwill. Överpriset motiveras ofta med förväntade synergieffekter. Om goodwillposten i ett senare skede nedskrivs signalerar detta att styrelsen överskattat värdet av synergieffekterna och därmed medförde förvärvet inte de fördelar som styrelsen hade trott. Därför används omfattningen av goodwillnedskrivningen som ett mått på misslyckade förvärv.</p> <p>Studien utfördes med hjälp av regressionsmodeller där både goodwillnedskrivningar och andelen kvinnor i styrelsen det år förvärvet har skett beaktats. Data har samlats in på den finska marknaden och består av förvärv som utförts av 40 börsnoterade bolag under tidsperioden 2004–2017. Totalt sett identifierades 75 goodwillnedskrivningar som hänförde sig till 59 förvärv. Inget samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och goodwillnedskrivningens omfattning kunde identifieras, därmed hittas inte bevis för att styrelser med jämnare könsfördelning skulle genomföra bättre förvärv. Dock ökar goodwillposten mer de räkenskapsperioder som styrelsen bestått enbart av män. Detta stämmer överens med att manliga styrelser är förknippade med ökad förvärvs aktivitet, större förvärv och högre budpremier som i sin tur bestyrker skillnaderna mellan könen gällande imperiebyggarteorin och hybrishypotesen. Även branschmässiga skillnader kunde identifieras, mansdominerade branscher nedskrev goodwill i större omfattning. Detta kunde i sin tur förklaras med att mansdominerade branscher förvärvar mer eller att kvinnor inte har inflytande i dessa branscher.</p>	
Nyckelord: förvärv, goodwill, goodwillnedskrivningar, könsfördelning, kvinnor i styrelser, imperiebyggarteorin, hybrishypotesen	
Datum: 9.5.2019	Sidoantal: 95

## Innehåll

<b>1. INTRODUKTION .....</b>	<b>1</b>
1.1 PROBLEMMOMRÅDE.....	3
1.2 SYFTE OCH AVGRÄNSNING.....	6
1.3 FORTSATT DISPOSITION.....	6
<b>2. CORPORATE GOVERNANCE OCH KVINNOR I STYRELSEN .....</b>	<b>7</b>
2.1 STYRELSENS ROLL I BOLAGSSTYRNINGEN .....	7
2.2 BESLUTFATTANDE I STYRELSEN .....	8
2.2.1 <i>Beslutsteori</i> .....	9
2.2.2 <i>Irrationalitet som inverkar vid beslutsfattande</i> .....	10
2.3 STYRELSENS SAMMANSÄTTNING OCH MÅNGFALD .....	12
2.3.1 <i>Styrelsens sammansättning</i> .....	12
2.3.2 <i>Styrelsens mångfald</i> .....	14
2.4 KVINNOR I STYRELSEN .....	18
2.4.1 <i>Varför kvinnor är underrepresenterade</i> .....	18
2.4.2 <i>Kvinnor som styrelseledamöter</i> .....	20
<b>3. FÖRVÄRV: MOTIV, VÄRDERING OCH KRITISKA FAKTORER .....</b>	<b>22</b>
3.1 BESLUTET OM FÖRVÄRV .....	22
3.1.1 <i>Motiv bakom förvärv</i> .....	22
3.1.2 <i>Due Diligence</i> .....	23
3.1.3 <i>Förankringsheuristik i samband med förvärv</i> .....	26
3.2 FÖRETAGSVÄRDERING OCH GOODWILL.....	28
3.2.1 <i>Goodwill</i> .....	28
3.2.2 <i>Goodwillnedskrivningar</i> .....	29
3.3 SKILLNADER MELLAN MÄN OCH KVINNOR SOM KUNDE INVERKA VID FÖRVÄRV .....	31
3.3.1 <i>Testosteron</i> .....	31
3.3.2 <i>Överkonfidens</i> .....	32
3.3.3 <i>Riskpreferens</i> .....	33
3.4 VARFÖR FÖRVÄRV MISSLYCKAS .....	35
<b>4. TIDIGARE FORSKNING .....</b>	<b>37</b>
4.1 KÖNSFÖRDELNING OCH DESS INVERKAN VID FÖRVÄRV .....	37
4.2 ÖVERKONFIDENS OCH DESS INVERKAN VID FÖRVÄRV .....	39
4.3 KVINNOR OCH BESLUTFATTANDE UNDER RISK.....	40
4.4 HORMONET TESTOSTERON OCH DESS INVERKAN PÅ EKONOMISKA BESLUT .....	42
4.5 ANDELEN KVINNOR OCH DESS INVERKAN PÅ FÖRETAGETS PRESTATION .....	44
4.6. SAMMANFATTNING.....	46
<b>5. METOD.....</b>	<b>47</b>
5.1 FORSKNINGSUPPGIFT.....	47
5.2 HYPOTESER .....	47
5.3 VAL AV METOD.....	50
5.4 DATAINSAMLING .....	51
5.5 VARIABLER .....	55
5.5.1 <i>Beroende och oberoende variabler</i> .....	56
5.5.2 <i>Kontrollvariabler</i> .....	56
5.6 UPPBYGGNADEN AV REGRESSIONSMODELLERNA .....	58
5.7 VALIDITET OCH RELIABILITET.....	59
<b>6. RESULTAT .....</b>	<b>61</b>
6.1 DESKRIPTIV STATISTIK.....	61
6.1.1 <i>Deskriptiv statistik över samplet</i> .....	61
6.1.2 <i>Deskriptiv statistik över variablerna</i> .....	63
6.2 MANN-WHITNEY U TEST .....	66

6.3 REGRESSIONSMODELLER .....	68
6.3.1 Resultat ur de huvudsakliga regressionsmodellerna .....	68
6.3.2 Stegvisregression .....	72
6.4 REGRESSIONSDIAGNOSTIK.....	73
6.4.1 Test för heteroskedasticitet .....	73
6.4.2 Test för multikollinearitet .....	74
6.5 SAMMANFATTNING.....	76
<b>7. DISKUSSION OCH SAMMANFATTNING .....</b>	<b>78</b>
7.1 RESULTAT GENTEMOT HYPOTESER .....	78
7.2 RESULTATDISKUSSION MED UTGÅNGSPUNKT I TIDIGARE FORSKNING .....	79
7.3 STUDIENS BEGRÄNSNINGAR .....	84
7.4 SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER.....	85
7.5 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING .....	87
<b>KÄLLOR .....</b>	<b>89</b>

#### TABELLFÖRTECKNING

TABELL 1: DATASAMPEL .....	54
TABELL 2: FÖRETAGENS BRANSCHTILLHÖRIGHET .....	62
TABELL 3: KVINNliga STYRELSELEDAMÖTER .....	62
TABELL 4: DESKRIPTIV STATISTIK ÖVER VARIABLER .....	64
TABELL 5: MANN-WHITNEY U TEST .....	67
TABELL 6: REGRESSIONSRESULTAT .....	69
TABELL 7: FRAMLÄNGES STEGVISREGRESSION (SAMMANFATTNING) .....	72
TABELL 8: KORRELATIONSMATRIS .....	75
TABELL 9: VIF .....	75

#### BILAGOR

BILAGA 1: DE FÖRVÄRV SOM INGÅR I SAMPLET .....	96
--	----

## 1. Introduktion

Kvinnor har i allmänhet svårare att ta sig till lednings- och styrelseposter. Den så kallade glastakseffekten har blivit ett etablerat problem. Denna effekt beskriver de svårigheter kvinnor upplever då de försöker klättra uppåt på karriärstegen. (Farrel & Hersch, 2005) Underrepresentation av kvinnor i bolagsstyrelser har varit ett omstritt ämne under de senaste åren (Chen, Crossland, & Huang, 2016). Även om andelen kvinnor på dessa poster har ökat under de senaste åren så är andelen fortfarande väldigt liten, speciellt i jämförelse med andelen kvinnor bland den totala arbetskraften. (Smith, Smith, & Verner, 2006)

Många länder har försökt ta sig an dessa problem genom lagstadgade könskvoter för börsbolag. Norge var ett av de länder som var först med att införa en 40 %:s könskvot. Detta innebär att 40 % av styrelseledamöterna ska representeras av det underrepresenterade könet. (Bøhren & Staubo, 2014) Andra länder som hakat på denna trend är bland annat Belgien, Italien, Frankrike, Spanien och Nederländerna (Marinova, Plantenga, & Remery, 2016). I Finland har lagstadgade könskvoter diskuterats men ännu inte införts för börsnoterade bolag. Kvoter har dock visat sig vara negativt associerade med företagets värde, eftersom aktieägarna nödvändigtvis inte uppskattar att en styrelseledamot tillsätts endast för hennes kön och inte för att hon är kvalificerad. (Fitzsimmons, 2012)

Andelen kvinnor, och mångfald i överlag, har varit ett väl debatterat ämne. En del förespråkar mångfald för att de anser att jämlikhet är det rätta och andra förespråkar mångfald för att de genuint tror att det kan medföra mervärde till företaget. (Carter, Simkins, & Simpson, 2003) Styrelser med endast en kvinna ses ofta som bevis för att företaget endast vidtagit så kallade symboliska åtgärder, det vill säga företaget har endast tillsatt en kvinna i styrelsen för att samhället uppskattar eller kräver detta och inte för att de tror att det kunde påverka prestationen (Adams & Ferreira, 2009). Det finns ett behov av att förstå hur kvinnor kan bidra till prestationen i ett företag (Rose, 2007). En förståelse av hur kvinnor kan bidra med mervärde kunde leda till att företag väljer att tillsätta kvinnor självmant och inte genom kvotsystem, som dessutom kan vara väldigt kostnadsdryga (Bøhren & Staubo, 2014).

Om kvinnor och män inte agerar på olika sätt kommer varken företags prestation eller bolagsstyrning att påverkas av andelen kvinnor i styrelsen. Då handlar mångfaldsfrågan endast om ett socialt samhällsligt dilemma angående jämställdhet. Om det däremot existerar ett positivt samband mellan andelen kvinnor och företags prestation eller bolagsstyrning kan argumentet för att tillsätta fler kvinnor i bolagsstyrelser även motiveras ekonomiskt. (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010)

Mycket av den tidigare forskningen på området behandlar relationen mellan andelen kvinnor i styrelsen och företags finansiella prestation. Eftersom bolagsstyrelsen inte tar del i beslut som fattas dagligen angående företags löpande verksamhet kan det vara problematiskt att hitta ett samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och företags allmänna prestation (Levi, Li, & Zhang, 2014). Detta kan vara orsaken till de väldigt varierande resultaten angående sambandet mellan andelen kvinnor i styrelsen och den finansiella prestationen. Det är mer sannolikt att se betydelsen av styrelsens sammansättning i större och mer betydande beslut som kräver styrelsens godkännande (Levi et al., 2014). Beslut angående förvärv och fusioner hör till de beslut som går till styrelsen för godkännande och Redor (2016) påpekar att styrelsens effektivitet är speciellt synlig i dessa beslut.

På en perfekt kapitalmarknad skulle beslutsfattarna alltid välja de investeringar som maximerar företags marknadsvärde. Under dessa omständigheter borde varken beslutsfattarnas preferenser eller karaktärsdrag få inverka på ett beslut om en investering. Men Faccio, Marchica och Mura (2016) konstaterar att på grund av att informationsasymmetri råder på marknaden spelar individers karaktärsdrag och preferenser en betydande roll vid beslutsfattandet. Karaktärsdrag och preferenser som inverkar är bland annat riskpreferens och överkonfidens. (Faccio et al., 2016)

Överkonfidens och ett behov av imperiebyggande är karaktärsdrag som förekommer oftare hos män än kvinnor (Croson & Gneezy, 2009; Huang & Kisgen, 2013; Levi et al., 2014). Dessa karaktärsdrag i samband med beslut om förvärv och fusioner förutspår ökad förvärvsaktivitet som missgynnar aktieägarna (Malmendier & Tate, 2008). Detta öppnar frågan om man kunde dämpa dessa karaktärsdrag genom att tillsätta flera kvinnor i styrelsen. Skulle då en styrelse med jämnare könsfördelning kunna fatta bättre beslut och därmed genomföra bättre förvärv?

## 1.1 Problemområde

En organisations framgång är mer eller mindre beroende av styrelsens och ledningens förmåga att kunna fatta beslut (Johnson & Powell, 1994). Huruvida en bra struktur och sammansättning av styrelsen kan påverka prestationen i ett företag samt minimera konflikter mellan ledning och aktieägare har debatterats (Redor, 2016). Styrelsens sammansättning och effektivitet kan vara beroende av styrelseledamöternas enskilda kompetens och hur väl dessa kompetenser kompletterar varandra inom styrelsen (Carter et al., 2003).

Finland är ett land där män och kvinnor har lika möjligheter gällande utbildning och arbetsliv, trots detta är kvinnor underrepresenterade i styrelser (Virtanen, 2012). På grund av detta är det svårt att använda kompetenskillnader som förklaring till glastakseffekten. Könsfördelningen i styrelser och ledningsgrupper är något som diskuterats såväl inom politik som inom den akademiska världen. Ännu har forskare misslyckats med att föra fram ett övertygande argument över hur kvinnor kunde bidra till företagets framgång i dessa positioner (Arena et al., 2015). Därmed förblir det en öppen fråga huruvida kvinnor kan bidra till styrelsens arbete.

Majoriteten av den tidigare forskningen har försökt hitta ett samband mellan andelen kvinnor representerade i styrelser och företagets finansiella prestation. Dessa resultat har hittills varit väldigt tvetydiga. Det finns de som funnit ett positivt samband (Carter et al., 2003; Arena et al., 2015), de som funnit ett negativt samband (Adams & Ferreira, 2009) och de som inte funnit något samband alls (Marinova et al., 2016; Rose, 2007). Eftersom styrelsen endast är delaktig i beslutsfattandet av mer betydande beslut kunde det vara mer troligt att sambandet mellan andelen kvinnor och en av styrelsens uppgifter existerar. Kvinnor bidrar till styrelsearbetet på ett komplext sätt gällande olika uppgifter styrelsen sköter (Virtanen, 2012) och därmed kan det vara enklare att se bidraget kvinnor gör genom att fokusera på en uppgift eller ett beslut som styrelsen står inför. En forskningslucka existerar gällande styrelsens könsfördelning och förvärvsbeslut.

Eftersom förvärv är något som tillhör de flesta företags tillväxtstrategi går dessa beslut via styrelsen (Wuebker, 2016). Förvärvsaktiviteten varierar från företag till företag, men vissa företag genomför flera företagsköp varje år (Schoenberg & Reeves, 1999). Kombinationen av mängden förvärv som sker och den ekonomiska betydelsen ett

förvärv har resulterat i att dessa beslut är ytterst viktiga. Ett av styrelsens egoistiska motiv bakom förvärv som ofta förklarar varför vissa företag har en väldigt hög förvärvsaktivitet är motivet att bygga stora imperier. Imperiebyggarmotivet resulterar dock sällan i ett välgrundat förvärv som gynnar aktieägarna. (Shoenberg & Reeves, 1999) Män anses vara imperiebyggare i större utsträckning än kvinnor (Levi et al., 2014). Om detta stämmer och män de facto är imperiebyggare borde en skillnad i förvärvsbesluten ur ett goodwillperspektiv existera. Om kvinnor har en positiv effekt på beslutsfattandet och en styrelse med jämnare könsfördelning därmed fattar bättre beslut är detta ett välgrundat motiv för företag att tillsätta fler kvinnor i styrelsen.

Män tenderar till större utsträckning vara risktagande, överkonfidenta och imperiebyggare (Huang & Kisgen, 2013; Levi et al., 2014), om man kombinerar dessa slags karaktärsdrag med förvärv ökar sannolikheten för högre förvärvsaktivitet samt överskattande av värdet på målföretaget (Malmendier & Tate, 2008). Överskattande av målföretagets värde och synergieffekter leder i sin tur till att ett överpris betalas och en stor goodwillökning tillkommer i bokföringen. Goodwillposten är ofta betydande summor i företagets balansräkning, därmed är det viktigt att posten är rättvisande. Om värdet på goodwill i sin tur överskattas leder detta troligtvis till en goodwillnedskrivning i framtiden. (Olante, 2013)

Mått för misslyckade förvärv har varierat mycket mellan studier (Meglio & Risberg, 2011). Eftersom flera forskare konstaterat att goodwillnedskrivningar kan ses som ett dåligt förvärvsbeslut (Olante, 2013; Gu & Lev, 2011) och sambandet mellan omfattningen av goodwillnedskrivningar och könsfördelningen i styrelsen inte har forskats i tidigare kommer detta bli fokuset i denna avhandling. Utgångspunkten är att kvinnor med sina karaktärsdrag kunde dämpa de karaktärsdrag som anses vara typiskt maskulina och därmed möjligtvis genomföra färre riskabla förvärv, eller åtminstone betala en mer realistisk summa för målföretaget.

Den tidigare forskningen inom området förvärv och könsfördelning har främst fokuserat på budpremiens storlek eller förvärvsaktiviteten. Dessa studier har funnit bevis för att budpremien är mindre då fler kvinnor suttit i styrelsen som fattat beslutet (Levi et al., 2014). Detta tyder alltså på att män oftare betalar ett högre pris, vilket kunde vara ett ogrundat överpris. Dessutom var förvärvsaktiviteten högre i företag med färre kvinnor i styrelsen, vilket stämmer överens med imperiebyggarmotivet och att



män i större utsträckning är imperiebyggare. (Levi et al., 2014; Chen et al., 2016) Dessa resultat kunde även antyda på att goodwillnedskrivningarna är mindre i bolag var fler kvinnor suttit i styrelsen då förvärvsbeslutet har fattats. Därmed kommer goodwillnedskrivningen användas som indikator på sämre förvärv i denna avhandling, alltså anses goodwillnedskrivningar i större omfattning vara indikator på ett sämre förvärvsbeslut än mindre goodwillnedskrivningar.

Det finns tre skillnader mellan män och kvinnor, generellt sett, som denna avhandling kommer basera sitt ramverk på. Den första skillnaden är skillnader i riskpreferens eftersom utfall med hög potentiell avkastning, så som förvärv, ofta är förknippade med risk (Deng & Ji, 2014). Den andra skillnaden som beaktas är överkonfidens, eftersom detta i samband med förvärv tyder på ett högre överpris som inte kommer avkasta som förväntat (Malmendier & Tate, 2008). Överkonfidens är även lätt att koppla ihop med hybrishypotesen (Roll, 1986) och imperiebyggarteorin (Schoenberg & Reeves, 1999). Slutligen kommer skillnaden i testosteronnivå även ses som en bidragande faktor till beteendeskilnader mellan män och kvinnor (Sapienza, Zingales, & Maestripieri, 2009).

Med tanke på hur jämställt samhället i Finland är i jämförelse med andra länder är Finland ett intressant land att undersöka kvinnor på styrelseposter. Kompetens är ett kärnord då det handlar om att välja styrelseledamöter. Dock är det svårt att tro att det finns en så liten andel kompetenta kvinnor i Finland, speciellt i jämförelse med hur många kvinnor som avlägger högre examen. (Pesonen, Tienari, & Vanhala, 2009) Kompetens har använts som ett slagord emot könskvotering men i dagens samhälle präglas styrelserna av nepotism, vilket inte återspeglar mer kompetens än kvotering. I ett land med jämställda möjligheter för könen gällande utbildning och karriär kunde man tänka sig att personlighetsdrag är mer avgörande i beslutsfattandet eftersom bakgrundskillnader är minimerade.

## 1.2 Syfte och avgränsning

Syftet med denna avhandling är att undersöka huruvida styrelser med fler kvinnliga ledamöter genomför bättre förvärv ur ett goodwillperspektiv. Detta kommer undersökas genom att kontrollera till vilken omfattning den mängd goodwill som uppstått vid förvärvet måste nedskrivas i ett senare skede. Och därmed kontrollera om det finns ett samband mellan mindre goodwillnedskrivningar och högre andel kvinnor representerade i styrelsen. I avhandlingen kommer även goodwillpostens tillväxt att beaktas och jämföras mellan styrelser bestående enbart av män och styrelser var kvinnor varit närvarande.

Denna avhandling har avgränsats till finska börsnoterade bolag och de förvärv som genomförts av dessa. Orsaken till denna avgränsning är att börsnoterade bolag ska utge en årsredovisning där IFRS standarderna och därmed nedskrivningsomprövningen av goodwill har tillämpats. Ytterligare avgränsningar är att förvärvet ska ha skett efter mars 2004, detta eftersom IFRS 3 med nya goodwillregleringar trädde i kraft 2005 och måste tillämpas på de förvärv som genomförts efter mars 2004.

## 1.3 Fortsatt disposition

De två kommande kapitlen kommer tillsammans utgöra den teoretiska referensramen för denna avhandling. I dessa kapitel tas upp relevant information om styrelsens sammansättning och könsfördelning samt diskuteras naturen av förvärv. Utgående från dessa två kapitel ska läsaren få en inblick i hur en jämnare könsfördelning kunde påverka förvärvsbeslutet. Avhandlingens fjärde kapitel behandlar tidigare forskning som finns på liknande områden, detta för att kunna förklara det potentiella sambandet. Därefter behandlas hypoteser, den valda metoden och datainsamlingen i avhandlingens metodkapitel. I det sjätte kapitlet presenteras avhandlingens resultat, detta är resultaten ur regressionsmodellerna och u-testet. I det avslutande kapitlet diskuteras resultaten med utgångspunkt i hypoteser, teori och tidigare forskning, i detta skede diskuteras även avhandlingens begränsningar. Slutligen sammanfattas avhandlingen och förslag till fortsatt forskning diskuteras.

## 2. Corporate Governance och kvinnor i styrelsen

Detta kapitel kommer behandla corporate governance, vilket ofta översätts till bolagsstyrning. Först framförs styrelsens roll i bolagsstyrningen, i detta skede presenteras även beslutsteori, för att sedan övergå till vad som beaktas då styrelseledamöterna väljs för att uppnå en optimal sammansättning. Detta presenteras med utgångspunkt i finsk bolagsstyrningskod. Slutligen diskuteras mer djupgående mångfald i styrelsen och hur mångfald möjligtvis påverkar styrelsens arbete. Slutligen presenteras hur kvinnor är som styrelseledamöter och varför de är underrepresenterade på dessa poster.

### 2.1 Styrelsens roll i bolagsstyrningen

God bolagsstyrning är förknippat med utvecklandet av system och förfaringsätt som säkerhetsställer ledningens ansvarsskyldighet och därmed gynnar företagets finansiella prestation (Brammer, Millington, & Pavelin, 2007). Värdepappersmarknadsföreningen i Finland har utgett en så kallad kod för bolagsstyrning som innehåller olika rekommendationer för finska noterade börsbolag. Denna kod trädde i kraft 2010 och finns till för att förse bolagen med rekommendationer för hur god bolagsstyrning ska skötas. Denna kod är inte obligatorisk men följer principen ”tillämpa eller förklara”, vilket innebär att bolaget ska ha en förklaring till varför de inte följer alla rekommendationer. I Finland styrs i allmänhet börsnoterade bolag av en bolagsstämma, en styrelse och en verkställande direktör. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015) För säkerhetsställandet av god bolagsstyrning är styrelsens effektivitet och arbetssätt kritiskt (Brammer et al., 2007).

Styrelsen är ett av de organ som ingår i bolagsstyrning. Enligt finsk bolagsstyrningskod (2015) ansvarar styrelsen för bolagets förvaltning. Styrelsen ska därmed övervaka verksamheten och garantera att bolagets sköts på ett ändamålsenligt sätt. En av styrelsens huvudsakliga uppgifter är att tillsätta den verkställande direktören. Styrelsen har även behörighet att avsätta den verkställande direktören. Utöver detta ansvarar styrelsen för bolagets strategi och beslutsfattandet för mer betydande affärsbeslut. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

Agentteorin har ofta en betydande roll inom forskning om bolagsstyrning och styrelsens samband med prestation (Carter et al., 2003). Ett agentproblem i bolag är att det inte är samma personer som äger bolaget och som förvaltar bolaget (Fama & Jensen, 1983). Den operativa ledningen står för förvaltningen av bolaget och innehar därmed möjlighet att agera på ett riskfyllt sätt utan att själva behöva riskera att förlora sina pengar. Det är aktieägarna som utsätts för risken att förlora sina pengar då ledningen agerar på ett för optimistiskt sätt. (Onetto, 2007)

Styrelsen är det organ som kan minimera dessa agentproblem mellan ledningen och aktieägare (Carter et al., 2003). En av de viktigaste uppgifterna som styrelsen har är att bevaka aktieägarnas intresse (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015). Detta leder till att ett principal-agentförhållande uppstår. I detta förhållande finns två parter: principalen och agenten. Förhållandet går ut på att agenten anställs av principalen för att förvalta principalens intressen och får kompensation för att göra detta. Detta innebär att styrelsen är tillsatt för att bevaka aktieägarnas intressen gentemot ledningens intresse. (Onetto, 2007) Därför blir en huvudsaklig uppgift hos styrelsen att övervaka den operativa ledningen och dess arbete (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015). Ett av de effektivare sätten att övervaka den operativa ledningen är genom att en del beslut måste gå via styrelsen för godkännande innan de förverkligas. I nästa kapitel behandlas styrelsens beslutsfattande mer ingående.

## 2.2 Beslutsfattande i styrelsen

Som tidigare nämnts ska styrelsen ta ställning till de mest betydande affärsbesluten. Till dessa beslut hör exempelvis företagsförvärv och fusioner, betydande avtal samt investeringar och finansieringsarrangemang. I beslutsfattandet gäller principen om majoritet, det vill säga beslut ska fattas på basen av vad majoriteten röstat om inte annat anges i lag eller i företagets egna stadgor. Om rösten faller jämn är det ordförandes röst som avgör beslutet. För att kunna fatta dessa beslut ska styrelseledamöterna sammanträda på möten och delta i kommittéarbete. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015) För att få en bättre bild av vad som påverkar beslutsfattande presenteras beslutsteori och heuristik här näst.

### 2.2.1 Beslutsteori

Beslutsteori delas vanligen in i normativteori och deskriptivteori. Normativa beslutsteorier beskriver hur ett beslut borde fattas och kallas därmed ofta rationella teorier. Till skillnad från normativa teorier beskriver deskriptiva beslutsteori hur beslut verkligen fattas, detta eftersom människan sällan är en rationell varelse. Det existerar dock inte en helt klar gräns mellan denna uppdelning av beslutsteori. (Hansson, 2005)

Beslutsprocessen handlar ofta om att diskutera och framföra olika handlingsalternativ för situationen, för att sedan välja ett alternativ. De alternativ som läggs fram bygger ofta på den bakgrundsinformation som beslutfattarna har till hands. Då ett beslut ska fattas stävar beslutfattarna ofta efter ett så bra utfall som möjligt. Vad som är ett bra utfall är en subjektiv upplevelse och är ofta kopplat till värde. Beslutfattarna värderar de olika möjliga utfallen för att kunna avgöra vilket utfall och därmed vilket alternativ som är lämpligt. Värderingen av alternativ sker ofta i förhållande till varandra, där ett alternativ föredras framför ett annat. Ett vanligt begrepp inom beslutsteori är nytta. Nyttan av ett utfall eller beslut ska uppskattas. (Hansson, 2005)

Enligt rationell beslutsteori kommer beslutfattarna alltid välja det alternativ som ger den största nyttan. Det finns de teorier som betonar maximerad nytta och de teorier som betonar tillfredsställande nytta, d.v.s. beslutfattarna kan välja vilket som helst av de alternativ var nyttan överstiger den nivån att den tillfredsställer behoven. Många av de ekonomiska teorierna bygger på att individen ska maximera nyttan, som exempelvis kunde vara avkastning. (Hansson, 2005)

Det finns beslut där man vet med säkerhet utfallen för de olika alternativen och de besluten var man inte vet utfallen med säkerhet. De besluten var utfallen inte är säkra kan ytterligare delas in i tre kategorier, beslut under risk, beslut under osäkerhet och beslut under ignorans. Beslut under säkerhet är då beslutfattaren med säkerhet vet vilket utfall ett handlingsätt kommer medföra. Beslut under risk handlar om att det finns flera möjliga utfall med en viss sannolikhet för varje utfall. Till skillnad från beslut under risk handlar beslut under osäkerhet om utfall var sannolikheterna är totalt okända eller irrelevanta. (Hansson, 2005)

En vanlig beslutsteori bygger på förväntad nytta. Förväntad nytta är den nyttan som ett utfall kunde ge men den är viktad med sannolikheten för att det utfallet kommer ske. (Hansson, 2005) Detta kan vara så gott som omöjligt gällande beslut under

osäkerhet där varken utfallen eller sannolikheterna är kända. Då beslut fattas under osäkerhet är det inte ovanligt att människan vänder sig till andra beslutsprocesser som inte är baserade på rationalitet, exempelvis heuristik.

### 2.2.2 Irrationalitet som inverkar vid beslutsfattande

Traditionellt sett har beslut fattats med hjälp av logik, statistik eller heuristik. Logik och statistik är sammankopplat med rationella beslutsmodeller medan heuristik är sammankopplat med irrationalitet. Heuristik kan ses som en effektiv kognitivprocess som gör att beslutsfattaren ignorerar en del av informationen, detta kan ske medvetet men ofta omedvetet. Heuristik ses ofta som en deskriptiv beslutsprocess eftersom dessa oftare används av folk. (Gigerenzer & Gaissmaier, 2011)

Heuristik är en strategi för beslutsfattande där en del av informationen ignoreras, det kan ses som olika sorters tumregler (Tversky & Kahneman, 1974). Orsaken till att heuristik används är för att kunna göra beslutsfattandet snabbare jämfört med att använda sig av komplexa beslutsprocesser. Klassiskt sett har det ansetts att heuristikstrategin offerar en del av precisionen av beslutet för att snabba på beslutsprocessen, men detta behöver nödvändigtvis inte stämma. Det finns olika sorters heuristik. (Gigerenzer & Gaissmaier, 2011)

Beslutsfattare vänder sig lätt till olika heuristikprocesser då beslutet ska fattas under osäkerhet. Beslutsfattande inom organisationer involverar ofta heuristiskprocesser, detta eftersom rationella modeller sällan är användbara i en osäker miljö (Gigerenzer & Gaissmaier, 2011). De vanliga heuristikprocesserna som används för att uppskatta värde eller sannolikheter är de så kallade representativness, availability och anchoring and adjust (Tversky & Kahneman, 1974).

Representativheuristik (representativness) handlar om att människor uppskattar sannolikheten för exempelvis en händelse att orsakas av en viss process beror på hur representativ processen är för händelsen. För att beskriva denna heuristik använder sig Tversky och Kahneman (1974) av exemplet där människor ska uppskatta ett företags vinst baserat på en beskrivning av företaget. Beskrivningen av företaget är totalt irrelevant för att kunna uppskatta vinsten men trots det tenderade människor uppskatta att företag med en positiv beskrivning hade högre vinst än ett företag med negativ

beskrivning. Detta förklaras med att en positiv beskrivning skulle representera ett företag som det går bra för och därmed genererar mer vinst. (Tversky & Kahneman, 1974)

Tillgänglighetsheuristik (availability) handlar om att människor uppskattar sannolikheten för en händelse att inträffa baserat på hur tillgänglig den händelsen är för personen i fråga. Hur tillgänglig händelsen är betyder alltså hur enkelt den kommer i tankarna hos personen som ska uppskatta sannolikheten. Detta varierar med hur nyligen personen varit i kontakt med information som berör en liknande händelse. Exempelvis om beslutsfattarna ska uppskatta sannolikheten för att ett förvärv misslyckas kommer sannolikheten variera beroende på hur många orsaker till misslyckande personen i fråga kommer på just då. Om personen direkt tänker på flertal orsaker varför förvärvet kunde misslyckas kommer denna person övervärdera sannolikheten jämfört med en person som inte kom att tänka på flertal orsaker. Det är vanligt att vid användandet av denna heuristik tar personen enklare i beaktande nyare information som hen påträffat och lättare ignorerar äldre information som ändå kunde vara relevant. Människor tenderar på grund av denna effekt undervärdera sannolikheten för misslyckande, detta eftersom sannolikheten för alla enskilda orsaker till misslyckande är mycket lägre än den totala sannolikheten att något misslyckas. (Tversky & Kahneman, 1974)

Förankringsheuristik (anchoring and adjust) baserar sig på en utgångspunkt ur vilken personen sedan uppskattar värdet en sak. Utgångspunkten, alltså ankaret, kan exempelvis vara en summa som sedan används som jämförelse och därmed är till hjälp för att kunna värdera ett objekt. Ofta faller värderingen nära utgångspunkten eller det så kallade ankaret. Då två grupper ska utföra samma värdering men ena gruppen förses med en hög utgångspunkt och andra gruppen med en låg utgångspunkt kommer gruppernas värdering skilja sig åt väsentligt då värderingen ligger närmare den utgångspunkt gruppen har haft. (Tversky & Kahneman, 1974)

Användandet av heuristik kan till och med leda till ett mer noggrant beslut än komplexa beslutsstrategier, även om heuristikprocessen ofta beaktar mindre information. Det är även värt att notera att samma heuristikstrategi kan användas såväl medvetet som omedvetet. (Gigerenzer & Gaissmaier, 2011) Förankringsheuristik kan

spela en avgörande roll vid prissättning av målföretaget, även om detta sker omedvetet (Malhotra, Zhu, & Reus, 2015).

Styrelseledamöterna använder sig högst antagligen av drag som finns i dessa heuristiker i sitt beslutsfattande, oberoende om detta sedan sker medvetet eller omedvetet. Beslutsfattande är en av styrelsens viktigaste uppgifter och kortfattat kunde man säga att styrelsens arbete involverar möten, planering, beslutsfattande samt utövande av makt och andra sociala förfaranden. Personlighet och erfarenhet spelar därmed roll för att kunna utföra arbetet effektivt. Styrelsens sammansättning och individernas roller inom styrelsen inverkar på styrelsearbetet. (Virtanen, 2012) Styrelsens sammansättning presenteras här näst, följt av en genomgång av styrelsens mångfald som en del av sammansättningen.

### 2.3 Styrelsens sammansättning och mångfald

De beslut som går via styrelsen är ofta beslut som är av högsta betydelse för företagets framtid och på grund av detta är det väldigt viktigt att styrelsen kan fatta så bra beslut som möjligt. Eftersom styrelsen är en grupp individer som tillsammans ska fatta beslut är styrelsens sammansättning en viktig faktor som påverkar kvaliteten på beslutet. Beslutsfattande i grupp skiljer från individuellt beslutsfattande, och på grund av detta ökar även relevansen av grupp sammansättningen. (Deng & Ji, 2014) Mångfald behandlas som en viktig del av styrelsesammansättningen (Smith et al., 2006).

#### 2.3.1 Styrelsens sammansättning

Styrelsens sammansättning är en viktig komponent inom bolagsstyrning (Rose, 2007). Styrelsen består av olika styrelseledamöter som valts in på bolagsstämman. Vem som väljs in till styrelsen och hur många som väljs in ska möjliggöra att styrelsen effektivt ska kunna utföra de uppgifter som styrelsen har. Styrelsen ska bestå av tillräckligt många ledamöter så att det finns mångsidigt kunnande och erfarenheter som kompletterar varandra. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

Det finns både så kallade interna och externa styrelseledamöter. I Finland består i de flesta fall majoriteten av styrelsen av externa styrelseledamöter. Enligt finsk kod för bolagsstyrning (2015) definieras en extern styrelseledamot som en person som inte är



anställd av företaget eller har ett befattningsförhållande med bolaget. Det är inte helt ovanligt att bolagets verkställande direktör sitter med i bolagsstyrelsen som en intern ledamot (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015).

Förutom externa och interna styrelseledamöter finns det även beroende och oberoende styrelseledamöter. Majoriteten av styrelseledamöterna ska vara oberoende av bolaget. Carter et al. (2003) menar att styrelsens oberoende är en kritisk faktor för att styrelsen ska kunna agera i enighet med aktieägarnas intresse. Ledamöternas oberoende ska bedömas årligen och rapporteras i bolagsstyrningsrapporten. I rapporten ska även framgå huruvida en ledamot är beroende av bolaget eller en betydande aktieägare. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

Interna styrelseledamöter är alltid beroende ledamöter eftersom de har ett anställnings- eller befattningsförhållande till bolaget. För att vara oberoende ska ett sådant förhållande ha upphört för minst tre år sedan. Oberoendet kan ifrågasättas om ledamoten hör till ledningsgruppen i ett annat bolag som har ett betydande förhållande till bolaget hen är styrelseledamot i. Ledamoten får heller inte höra till den operativa ledningen för ett bolag som kunde orsaka ett korsvis övervakningsförhållande. Styrelseledamoten får inte ha varit bolagets revisor under de senaste tre åren eller vara anställd av eller kompanjon till den nuvarande revisorn. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

Förutom att vara oberoende av bolaget måste minst två styrelseledamöter vara oberoende av betydande aktieägare. En betydande aktieägare är en person som äger minst 10 % av bolagets aktier. Detta innebär att en styrelseledamot själv inte får vara en betydande aktieägare och får inte heller ha ett anställningsförhållande hos en betydande aktieägare. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

Utöver detta görs ännu en helhetsbedömning angående personens oberoende där några saker ännu ska beaktas. Om ledamoten hör till samma resultatbundna belöningsystem som ledningen och denna belöning är av betydande summa ska beaktas för att avgöra oberoende. Dessutom anses en styrelseledamot som suttit i bolagets styrelse i tio på varandra följande år vara beroende. Även ledamotens familjekrets tas i beaktande som privatpersoner och juridiska personer. Utöver detta avgörs ännu om det finns några andra omständigheter som skulle försvåra styrelseledamotens förmåga att vara självständig och representera alla aktieägare. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

Till styrelsens sammansättning hör även mångfald, vilket också är en viktig aspekt av god bolagsstyrning (Smith et al., 2006). Eftersom styrelsens mångfald och dess inverkan på beslutsfattande är en central del av denna avhandling kommer detta diskuteras skilt från styrelsens sammansättning och mer djupgående i nästa stycke.

### 2.3.2 Styrelsens mångfald

Enligt rekommendation åtta i finsk kod för bolagsstyrning (2015) bör båda könen vara representerade i styrelsen, detta eftersom man vill uppnå mångfald inom styrelsen. Rekommendation nio behandlar styrelsens mångfald, inte enbart styrelsens könsfördelning. Mångfald uppmuntras i finsk bolagsstyrningskod för att den anses stöda utvecklingen av bolagets affärsverksamhet. Det ska finnas mångfald beträffande kunskap, erfarenhet och åsikter och detta uppnås genom mångfald när det gäller exempelvis ålder, kön, utbildning samt internationell bakgrund. Bolaget ska redogöra för sina mångfaldsprinciper och dessa ska i alla fall inkludera målsättningar för båda könen representation och de åtgärder bolaget planerar vidta för att förverkliga målsättningarna. (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015)

#### 2.3.2.1 Fördelar med mångfald

Det finns många fördelar med mångfald i styrelser och bolag ska utnyttja dessa fördelar för att skapa konkurrensfördelar på marknaden (Cox & Blacke, 1991). Carter et al. (2010) konstaterar att om styrelsen blir effektivare av mångfald ska detta användas som argument för att tillsätta flera kvinnor i bolagsstyrelser. Ingen teori föreslår ett direkt samband mellan mångfald och styrelsens prestation men fler teorier kan förse en med en djupare inblick i det potentiella sambandet. Exempelvis tyder resursberoendeteorin och humankapitalteorin på att ett positivt samband kunde existera. (Carter et al., 2010)

Ett grundläggande argument är att kvinnor och män skiljer sig åt vad gäller utbildning, bakgrund och erfarenhet och att dessa skillnader kommer att påverka styrelsens agerande (Carter et al., 2003). Detta argument grundar sig i *humankapitalteorin* som betonar en persons humankapital i form av utbildning, erfarenhet och kompetens samt hur dessa faktorer kan användas för att gynna en organisation. Enligt denna teori har

olika människor, därmed även kvinnor och män, olika humankapital. På detta sätt kan företagets prestation påverkas av andelen kvinnor i styrelsen eftersom dessa styrelseledamöter kommer förse företaget med unikt humankapital. (Carter et al., 2010)

Skillnader i sig bidrar till större spridning i tänkandet inom styrelsen, vilket potentiellt ökar idéer och alternativ som i sin tur gynnar beslutsfattandet. När beslut fattas baserat på en bredare diskussion med fler infallsvinklar kan kvaliteten på beslutsfattande även öka. (Carter et al., 2003) Det är inte enbart beslutsfattandet i sig som påverkas av mångfald, det har även visat sig att mångfald ofta skapar kreativitet och innovation. Kreativitet och innovation kan även vara bra vid problemlösning. (Carter et al., 2010) Chen et al. (2016) påpekar att en styrelse med mer kvinnlig representation är förknippat med mer omfattande utvärderingar av strategiska beslut.

Argument för mångfald kan även hittas i *resursberoendeteorin* eftersom en funktion som styrelsen ska fylla är att vara en länk mellan företaget och dess externa miljö (Hillman & Dalziel, 2003). Genom att skapa kopplingar till den externa miljön kan styrelseledamöterna bidra med olika resurser. Dessa resurser kan exempelvis vara information, expertis, kommunikationskanaler och stöd från externa organisationer samt etablerade förhållanden med institut som kan vara betydande för företaget. På detta vis skapar företaget legitimitet i dess externa miljö samt skapar detta ett beroendeförhållande mellan företaget och dess externa miljö. Olika människor kan bidra med olika resurser, alltså kan olika styrelseledamöter förse företaget med olika sorters resurser. Detta skulle i sin tur innebära att en mer heterogen styrelse kunde bidra med resurser som inte en homogen styrelse skulle klara av och därmed öka styrelsens samt företagets prestation. Kvinnor har annorlunda humankapital och annorlunda bakgrund än sina manliga kollegor, vilket resulterar i att de kan förse företaget med annorlunda resurser. Genom detta förbättrar mångfald kvaliteten och den information som finns tillgänglig för beslutsfattandet. (Carter et al., 2010)

Styrelsen oberoende är, som tidigare nämnts, en avgörande faktor för styrelsens effektivitet. Mångfald ökar oberoendet i styrelsen eftersom ledamöter av ett annat kön eller en annan etnicitet eller med en annan kulturell bakgrund tenderar ställa andra frågor än traditionella styrelseledamöter. Därmed kan en styrelse med mer mångfald utmana ledningen bättre. (Carter et al., 2003; Adams & Ferreira, 2009)

Dessutom kan kvinnor ha en djupare förståelse av exempelvis vissa segment där majoriteten av konsumenterna är kvinnor. Förståelse av de olika segmenten kan vara avgörande för ett företags prestation. Mångfald i styrelsen kan även förbättra företagets rykte och därmed förbättra prestationen. (Carter et al., 2003) Mångfald sänder positiva signaler till både arbets- och produktmarknaden, vilket kan bidra med ökad kompetens i urvalet på arbetsmarknaden (Carter et al., 2003; Carter et al., 2010). Positiva signaler på arbetsmarknaden kan gynna framtida prestation genom att attrahera kvalificerade kandidater till lednings- och styrelseposter som annars inte skulle ingå i det vanliga urvalet av kandidater. Genom att attrahera fler kvinnor till företaget kan den interna konkurrensen öka då de anställda är medvetna om att kvinnor inte längre utesluts från de högre posterna. (Rose, 2007)

#### *2.3.2.2 Nackdelar med mångfald*

Trots att fördelarna som skapas genom mångfald är många och betydande finns det även nackdelar orsakade av mångfald. En heterogen grupp tenderar ha svårare att fatta ett beslut i konsensus. På grund av detta kan beslutsfattandet inom styrelsen bli mer tidskrävande och därmed mer ineffektivt. Detta kan vara avgörande för företag som är verksamma i en väldigt omväxlande miljö som präglas av konkurrens. I dessa affärsmiljöer är det av största betydelse att kunna vara snabb och effektiv i sitt beslutsfattande för att kunna konkurrera på marknaden. (Carter et al., 2003)

Att ha svårigheter med att fatta beslut som alla är överens om leder inte bara till en långsammare beslutsprocess utan kan även öka sannolikheterna för konflikter inom styrelsen. Konflikter i sin tur skapar dålig stämning mellan ledamöterna och kan minska kvaliteten på beslutsfattandet. (Carter et al., 2003) Ökade konflikter leder även till en mer splittrad styrelse, vilket kan försvåra även andra uppdrag utöver beslutsfattandet. (Rose, 2007)

Även om kvaliteten på besluten som fattas inom styrelsen ökar behöver denna fördel inte väga upp de negativa effekterna av en heterogen styrelse. Dessutom finns det en risk att företag inte lyckas maximera den potential som kvinnor har och därmed uteblir fördelarna (Appelbaum, Audet, & Miller, 2003) Nielsen och Huse (2010b) påpekar att kvinnor och män inte ses som jämlika styrelseledamöter, vilket reducerar kvinnornas

potential att bidra till styrelsearbetet. Det finns en risk att de negativa effekterna leder till att mångfald inte är lönsamt att sträva efter. (Carter et al., 2003)

### 2.3.2.3 Den kritiska massan

Även om diversitet kan medföra mervärde, finns det hinder för att verkligen realisera dessa fördelar. Inom socialpsykologi finns det flera teorier som behandlar huruvida en minoritet har inflytande i en grupp och därmed förmåga att påverka beslutsfattandet. Majoritetsgruppen tenderar ha mer inflytande än minoriteter i beslut som ska fattas i grupp. (Carter et al., 2010) Minoriteten får inflytande först då den så kallade kritiska massan är uppnådd (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Den kritiska massan innebär att det finns ett specifikt antal för hur många minoritetsgruppen ska bestå av, som är avgörande för när fördelarna av diversitet blir synliga. Detta antal har visat sig vara tre, alltså krävs det minimi tre kvinnor i styrelsen för att de ska kunna påverka beslutsfattandet och öka innovationen. Forskning som beaktat den kritiska massan har kommit fram till att kvinnliga styrelseledamöter, då de överstigit tre, förbättrar gruppdynamiken och därmed beslutsfattandet i grupp (Fitzsimmons, 2012). Även samband mellan den kritiska massan och företagets finansiella prestation har hittats (Arena et al., 2015).

Då kritiska massan undersökt specifikt för kvinnor i bolagsstyrelser har forskare kommit fram till att det även gäller dessa fall (Arena et al., 2015). Dock påpekar Konrad, Kramer och Erkut (2008) att även en enda kvinna kan tillföra mervärde och två kvinnor ökar ytterligare detta mervärde, med det är först vid tre kvinnor som kvinnorna verkligen får inflytande. Detta beror på att det är vid tre kvinnor som kvinnliga styrelseledamöter normaliseras, före detta är det en tydligare skillnad på män och kvinnor samt respekten mot kvinnor som jämlika ledamöter. Dessutom anses ofta en kvinna i styrelsen vara svaret på samhällets krav, vilket gör att de manliga styrelseledamöterna även anser att kvinnan inte blivit tillsatt för sin kompetens utan för sitt kön. Om detta är fallet tenderar de övriga styrelseledamöterna förbise och ignorera åsikterna som kvinnan för fram. Gruppdynamiken ändrar vid tillsättandet av en tredje kvinna och ifrågasättande av kompetensen avtar, vilket i sin tur gör att alla åsikter beaktas på ett annat sätt än tidigare. (Konrad et al., 2008) Skillnaderna mellan

kvinnor och män gör att de kunde komplettera varandra i styrelsearbetet, nedan presenteras hurdana kvinnor är som styrelseledamöter.

## 2.4 Kvinnor i styrelsen

Kvinnor står inför en hel del hinder då de försöker klättra på karriärstegen (Fitzsimmons, 2012). Dessa hinder kan delvis ses som orsaken till varför kvinnor är underrepresenterade i ledande positioner än idag. Argumenten för mångfald i styrelsen är många och dessa baserar sig i stort sett på att kvinnor och män skulle skilja sig åt i sitt styrelsearbete (Carter et al., 2010). Här näst presenteras de hinder som kvinnor står inför och på vilket vis som kvinnor skiljer sig från män i styrelsearbetet.

### 2.4.1 Varför kvinnor är underrepresenterade

Kvinnor är underrepresenterade i styrelser än idag. Dock håller läget på att förbättras sakta men säkert. Det finns intresse för att förstå varför kvinnor är underrepresenterade och vilka barriärer företag måste överkomma för att uppnå en jämnare könsfördelning som kommer gynna företaget. (Fitzsimmons, 2012) Kortfattat har kvinnor ansett att problemen har varit att företag inte vet var de ska söka efter kvalificerade kvinnor, företag anser att kvinnor inte hör hemma i styrelsepositioner eller att företag är rädda att tillsätta kvinnor som inte har styrelseerfarenhet från tidigare (Virtanen, 2012)

Ett vanligt fenomen inom psykologin är att människor söker efter liknande människor med samma bakgrund och samma erfarenheter som en själv. Detta innebär att när en ny styrelse ska väljas tenderar de sittande styrelsemedlemmarna nominera och föredra liknande styrelsemedlemmar som de själva. Eftersom män historiskt sett dominerat styrelseposterna kommer det vara svårare för en kvalificerad kvinna att få en styrelsepost då män nominerar män. (Fitzsimmons, 2012) Även om kvinnor blir tillsatta av män kan detta bero på att de är likasinnade med de män som redan sitter i styrelsen, detta i sin tur leder till att mångfalden inte medför positiva effekter (Rose, 2007).

Det är även värt att nämna stereotyper som en orsak till underrepresentation. Den finska bolagsstyrningen har alltid varit och är ännu mansdominerad, vilket gör att affärsvärlden regleras med regler som är fördelaktiga för män och den stereotypiska

kvinnan passar inte in. Kvinnor i allmänhet kan uppfattas som mindre kompetenta styrelseledamöter då de saknar passande karaktärsdrag eller passande humankapital. (Pesonen et al., 2009) Stereotyper leder även till att kvinnor inte beaktas som likvärdiga styrelseledamöter och har därmed svårare att ta sig in i styrelser (Nielsen & Huse, 2010b).

En annan vanlig orsak varför kvinnor mer sällan kommer in på styrelseposter är att de saknar ett lika brett nätverk jämfört med män i samma situation. Detta fenomen kallas "old boys' network". Detta informella nätverk består alltså av sittande styrelsemedlemmar i olika bolagsstyrelser som kan rekommendera någon för en styrelsepost. Eftersom ett av de vanligaste sätten att få en styrelsepost är via en rekommendation av en redan sittande styrelseledamot är detta nätverk i viss mån avgörande för att lättare komma in i en styrelse. Kvinnors svårighet att komma in i detta informella nätverk är därmed en barriär för att nå en position i styrelsen (Fitzsimmons, 2012). Dessutom kan den minoritet av kvinnor som finns med i nätverket ha blivit så pass påverkade av majoriteten att de nu delar mycket av gruppens gemensamma värderingar (Rose, 2007). Styrelseledamöter väljs ofta ur en väldigt begränsad grupp av kandidater och andelen kvalificerade kvinnor i denna grupp är ofta mycket mindre än andelen kvalificerade män. (Fitzsimmons, 2012)

Underrepresentation av kvinnor på styrelseposter gör alltså att färre kvinnor kommer in på dessa poster och bildar därmed en ond cirkel. Det finns brist på kvinnliga förebilder och mentorer som kunde ta in fler kvinnor på högre poster och därmed få in flera kvinnor i de informella nätverken. (Fitzsimmons, 2012) När kvinnor sedan tillsätts i styrelser så ses det som en reaktion på samhällets krav på att se fler kvinnor i styrelser och inte som ett kompetent beslut (Pesonen et al., 2009).

Eftersom bolagsstyrningen i Finland är mansdominerad behövs även en förändring i attityden mot kvinnliga styrelseledamöter bland män. Män anser inte underrepresentation av kvinnor i styrelsepositioner vara ett problem. Kvinnor är alltså mer villiga att tillsätta fler kvinnor i styrelser än vad män är. Detta kan även ses som en bidragande faktor till underrepresentation och varför processen mot en jämnare könsfördelning går så långsamt framåt. (Virtanen, 2012)

Det finns även skillnader mellan branscher gällande hur vanligt det är att kvinnor sitter i styrelser, alltså kan underrepresentationen av kvinnor vara branschbunden (Adams

& Kirchmaier, 2016). Adams och Kirchmaier (2016) konstaterar att kvinnor är underrepresenterade i styrelser i branscher som involverar finans, vetenskap, teknologi, ingenjörsvetenskap och matematik, jämfört med övriga branscher. Högst andel kvinnor hittades i finansiella tjänster, hotell och restaurangbranschen, grossist och återförsäljning samt media verksamheter. Kvinnor hittades oftare i företag som var aktiva i branscher där kunden var i direkt kontakt med företaget. De branscher som typiskt har minst andel kvinnor är branscher var ingenjörer oftare anställs, alltså mer tekniska branscher. (Brammer et al., 2007)

I en rapport gjord av Catalyst (2004) analyserades könsfördelningen i högre positioner bland med olika branscher. Kvinnor är främst underrepresenterade i branscher som industriella sektorn, teknologibranschen, telekommunikationsbranschen, energibranschen och branscher för tillverkanget och utvecklandet av råmaterial. Kvinnor hittades å andra sidan till större utsträckning i hälsovårdsbranschen, farmaceutbranschen, samt konsumentproduktsektorn och konsumenttjänstesektorn. (Catalyst, 2004)

#### 2.4.2 Kvinnor som styrelseledamöter

Karaktärsdrag som i allmänhet anses beskriva män framför kvinnor är att de oftare är aggressiva, framåtsträvande, självsäkra, självständiga och tävlingsinriktade. I strategiska sammanhang är män ofta bättre på att influera andra och låta övertygande. Män tenderar även att konkurrera om inflytande och uppmärksamhet. Däremot anses kvinnor oftare vara trofasta, snälla, hjälpsamma och sympatiska. I företagssammanhang tenderar kvinnor vara bättre på att samarbeta och beakta andras åsikter. (Nielsen & Huse, 2010a) En allmän uppfattning är att kvinnor tänker mera långsiktigt än män, vilket gör att kvinnor fokuserar mer på långsiktiga strategiska mål medan män lättare fokuserar på kortsiktiga finansiella resultat (Nielsen & Huse, 2010b; Konrad et al., 2008). Dessa skillnader kan vara avgörande vid de beslut som styrelsen är ansvariga för (Marinova et al., 2016).

Virtanen (2012) undersökte huruvida kvinnliga styrelseledamöter skiljer sig från sina manliga kollegor. Denna studie utfördes på den finska marknaden och fokuserade både på styrelseledamöternas bakgrund och deras roll i styrelsearbetet. I sitt styrelsearbete ansåg kvinnor sig ta en mer aktiv roll än manliga styrelseledamöter. Kvinnor ansåg sig



ofta utnyttja sin maktposition mer än män. Kvinnor ansåg sig även vara mer flexibla och mer kapabla till förändring enligt efterfrågan. Det är dock värt att notera att flexibilitet och anpassningsförmåga hos kvinnor kunde leda till att de anpassar sig till den maskulina miljön i styrelsen och därmed inte bidrar med mångtänkande. (Virtanen, 2012)

Kvinnliga styrelseledamöter ansåg sig själva vara mer samarbetsvilliga än sina manliga kollegor. De ansåg att vid problemlösning försöker kvinnor involvera hela gruppen i processen medan män jobbade mer självständigt. Både män och kvinnor ansåg kvinnliga styrelseledamöter vara bättre på att lyssna och beakta andras åsikter. (Konrad et al., 2008) Dock ansåg både män och kvinnor att det inte fanns större skillnader mellan könen då det handlade om att vara delaktig i diskussioner eller ifrågasätta arbetet för att uppnå framgångsrik förändring (Virtanen, 2012). Det är mer sannolikt att kvinnliga styrelseledamöter lyfter fram problem kopplade till kvinnors framgång inom företaget. Kvinnor bidrar även med en förändring i de manliga kollegornas beteende. (Konrad et al., 2008)

### 3. Förvärv: motiv, värdering och kritiska faktorer

I detta kapitel kommer förvärv att diskuteras. Först presenteras motiv till förvärv och hur värderingsprocessen vid ett förvärv går till. Till näst presenteras sådana skillnader mellan könen som kunde påverka förvärvsbeslutet, närmare bestämt skillnader i testosteronnivå, överkonfidens och riskpreferens. Orsaker till varför förvärv misslyckas kommer även diskuteras för att få en förståelse för varför karaktärsdrag så som risksökande, överkonfidens och imperiebyggerbehov kunde bidra till att förvärvet misslyckas.

#### 3.1 Beslutet om förvärv

Förvärv och fusioner är något som i dagens globala ekonomi ökar avsevärt världen över (Mantravadi & Reddy, 2008). Ett vanligt sätt för företag att försöka växa och expandera sina marknader är genom förvärv och fusioner, dessa ingår därför ofta i ett företags tillväxtstrategi (Wuebker, 2016). Förvärv och fusioner har möjligheten att medföra en hel del fördelar till det förvärvande bolaget, så som förbättrad ekonomi, ökade resurser, mervärde och avkastning på sin investering (Chen et al., 2016; Wuebker, 2016). Alla investeringar medför dock risk, speciellt förvärv och fusioner (Darrough, Guler, & Wang, 2014). Det är vanligt att förvärvsaktiviteten är mer intensiv tidvis än generellt, alltså att fler förvärv sker på en gång som en våg av förvärv. Dessutom är det inte helt ovanligt att dessa vågor av förvärv är centraliserade till vissa branscher. Schoenberg och Reeves (1999) fann att i Storbritannien var det medicin-, bank- och elektronikbranschen som hade högst förvärvsaktivitet. (Schoenberg & Reeves, 1999) Det kunde därmed vara att mansdominerade branscher generellt förvärvar mer.

##### 3.1.1 Motiv bakom förvärv

Det finns oftast två sorters motiv till att genomföra ett förvärv, nämligen strategiska motiv och finansiella motiv. Finansiella motiv kunde vara att målföretaget har teknologi eller värdekedjor som har ett högt värde och som skulle vara dyra att försöka skapa själv. Strategiska motiv kunde vara att växa och öka sin marknadsandel inom branschen. (Schoenberg & Reeves, 1999) Mantravadi och Reddy (2008) listar tre

vanliga motiv bakom ett förvärv. Dessa motiv är att förbättra sin ekonomiska ställning genom förbättrad lönsamhet, snabbare tillväxt än om företaget växer naturligt samt övertagandet av ny teknologi eller kompetens. (Mantravadi & Reddy, 2008) Ett företag blir ofta mål för ett förvärv då det övertagande företaget ser potential att skapa mervärde genom förvärvet. (Schoenberg & Reeves, 1999)

Det finns olika teorier som väl beskriver motiven bakom förvärv (Harvey, Price, & Lusch, 1998). Enligt effektivitetsteorin genomförs förvärv med planen att det kommer medföra synergieffekter såväl finansiellt som operativt och ledningsmässigt. Ett annat motiv anses vara marknadsandelar och därmed den position och makt som företags utvidgade marknadsandel medför. Värde teorin förklarar förvärv som värdeskapande och motivet bakom förvärv är att det medför ett högre värde på det sammanslagna företaget än vad värdet de två skilda företagen sammanlagt var. Imperiebyggarteorin och hybristeorin förklarar även motiv bakom förvärv, men dessa handlar mer om styrelsens, verkställande direktörens eller ledningsgruppens egoistiska motiv på bekostnad av aktieägarnas intresse. Andra motiv är även att rubba konkurrenters maktposition eller att sälja vidare delar av målföretaget. (Harvey et al., 1998)

Före ett beslut om att ingå i ett förvärv fattas är det viktigt att ha en klar strategisk vision över hur förvärvet kan skapa mervärde. (McDonald, Coulthard, & de Lange, 2005) Utförandet av en grundlig värdering och ett strategiskt tillvägagångssätt är kritiskt för framgången av förvärvet. För att lyckas med värderingen är det viktigt att styrelsens ego åsidosätts. (McDonald et al., 2005) En avgörande framgångsfaktor har ansetts vara den så kallade due diligence-processen (Epstein, 2005; Perry & Herd, 2004; Savovic & Pokrajcic, 2013; Harvey et al., 1998), detta förklaras närmare i nästa stycke.

### 3.1.2 Due Diligence

Att få ett förvärv att lyckas är en av de svåraste utmaningarna inom företagsvärlden. Beslutsfattare genomför förvärv utan att veta vad de ger sig in på samtidigt som de undervärderar kostnaderna som uppstår vid en förvärvsprocess och övervärderar potentiella synergieffekter. (Perry & Herd, 2004) För att ett förvärv ska kunna lyckas finns det några faktorer som har ansetts kritiska, en välutförd due diligence har ansetts vara en av dem (Epstein, 2005; Perry & Herd, 2004; Savovic & Pokrajcic, 2013).

Due diligence, som på svenska har kallats företagsbesiktning, är en process som utförs inför ett förvärv där information om målföretaget samlas in och analyseras (Savovic & Pokrajcic, 2013). Due diligence utgörs för att få en realistisk bild av vad företaget ger sig in på, om förvärvet kommer kunna medföra mervärde för det förvärvande företaget samt vilka risker som uppstår om förvärvet genomförs. Den sammanställda informationen används sedan ofta som beslutsunderlag för styrelsen då de ska fatta ett beslut om att genomföra eller förkasta förvärvet. (Savovic & Pokrajcic, 2013) Harvey, Prince och Lusch (1998) menar att due diligence är en process som borde pågå före förvärvet så väl som under förvärvsprocessen och efteråt.

Det är inte frågan om att företag misslyckas med att överhuvudtaget utföra en due diligence utan att de misslyckas med att utföra en omfattande och välstrukturerad due diligence (Perry & Herd, 2004). Due diligence anses vara en viktig faktor för att kunna reducera riskerna som förvärvet medför. Företag måste lägga ner både tid och ansträngning för att uppnå en välutförd due diligence, då detta är av största vikt för att minska sannolikheten för att oväntade händelser i själva integreringsprocessen sker (Epstein, 2005). Ett annat problem anses vara att förvärvande företaget ofta vill se på due diligence som en kostnad istället för en investering. Om due diligence minskar sannolikheten att förvärvet misslyckas skall detta beaktas som en investering på långsikt. (Harvey et al., 1998)

Due diligence processen består av tre steg, dessa är preliminär due diligence, granskande due diligence och transaktions due diligence. Första steget börjar redan då förvärvande företaget söker ett potentiellt målföretag, detta är ett förberedande steg. Preliminär due diligence baserar sig på offentlig information, detta innebär att förvärvaren kan få en bild av målföretaget med har inte mer information än någon annan marknadsaktör. I detta skede försöker arbetsgruppen finna potentiella fördelar av att genomföra ett förvärv. Informationen samlas i detta skede in från finansiella rapporter om de finns tillgängliga men också från media, analytikens rapporter och målföretagets egna informationskanaler. Andra skedet börjar då förvärvande företaget och målföretaget har börjat förhandla och sekretessavtal är signerade. Detta steg handlar om att utvärdera privat information som kan vara avgörande för beslutet om att genomföra förvärvet och för förhandlingarna av villkor. Under den sista fasen skrivs ofta kontrakten för förvärvet och i slutet av fasen övertar förvärvaren ägarskap över målföretaget. (Savovic & Pokrajcic, 2013)

Perry och Herd (2004) menar att dagens globala affärsvärld kräver en mer utvecklad due diligence process än tidigare eftersom förvärven blivit mer komplexa. Företag måste röra sig bort från det traditionella synsättet och involvera mer strategiska utvärderingar än tidigare. Förr fokuserade due diligence långt på de finansiella rapporterna från målföretaget, detta inkluderade en analys av målföretagets tillgångar, skulder, intäkter och kostnader samt övriga transaktioner som årsredovisningarna omfattar (Epstein, 2005). Idag räcker det inte med att titta på de finansiella rapporterna som till stor del består av historisk information, även framtidsutsikter, företagskultur, ledning och externa faktorer ska beaktas. Detta är viktigt för värderingen av målföretaget och därmed se om målföretaget är ett lämpligt dotterbolag för det förvärvande bolaget. (Perry & Herd, 2004) Genom en välutförd due diligence får förvärvande företaget en bild av hur väl företagen kan integreras, både på ett kulturellt plan som involverar människorna i företagen och på ett teknologiskt plan (Epstein, 2005).

Det är inte ovanligt att utomstående konsulter hyrs in för att ta del av due diligence processen och därmed tillföra objektivitet (Perry & Herd, 2004). Epstein (2005) poängterar ändå vikten av att i arbetsgruppen finns representanter från båda företagen som är del i förvärvet. Detta för att få en så rättvisande bild som möjligt. De som deltar i utförandet av due diligence ska komma från olika bakgrunder i företaget och därmed ha olika expertisområden, det ska inkludera redovisare, advokater, tekniska specialister och övriga nödvändiga experter. (Epstein, 2005) Olika experter ska ingå i gruppen eftersom due diligence ofta täcker alla områden av målföretaget, inkluderat ekonomi, försäljning, marknadsföring, produktion, teknologi, IT och HR (Savovic & Pokrajcic, 2013). Även externa faktorer ska beaktas av experter, till dessa hör exempelvis makroekonomiskt läge, industriposition och politik (Epstein, 2005). Harvey et al. (1998) påpekar att arbetsgruppen för due diligence ska finnas kvar för att stöda integrationsprocessen även efter att själva förvärvet förverkligats. Detta eftersom denna arbetsgrupp har otroligt bred kunskap om målföretaget och kan därmed ha förklaringar till och lösningar på integrationssvårigheter. (Harvey et al., 1998)

Due diligence ska ge insikt om huruvida förvärvet medför ökad effektivitet, nya kapaciteter, möjlighet att förverkliga strategiska mål och mervärde för aktieägare (Savovic & Pokrajcic, 2013). Denna process ger därmed även insiktsfull information om vad en realistisk köppremie skulle vara. För att potentiella synergieffekter ska

identifieras måste due diligence processen utföras väl. Det handlar inte bara om synergieffekter som kommer generera vinster i sig utan även att finna synergieffekter som medför kostnadsinbesparingar för förvärvande företaget. Det är inte ovanligt att due diligence misslyckas för att de ansvariga har fokuserat på fördelarna ett förvärv kunde medföra samtidigt som de ignorerat riskerna i förvärvet. (Savovic & Pokrajcic, 2013)

### 3.1.3 Förankringsheuristik i samband med förvärv

Då beslut om budpremien för ett förvärv fattas används ofta synergieffekter som motivering till storleken på budet. Beslutsfattarna kan få det att verka som om dessa synergieffekter är synnerligen säkra och lättvärderade, men i verkligheten baserar sig beslutet om budpremien på osäkerhet. På grund av detta spelar karaktärsdrag som överkonfidens roll, men också heuristik. En heuristik som ofta förknippas med budpremien i ett förvärv är förankringsheuristiken. (Malhotra et al., 2014; Baker, Pan, & Wurgler, 2012)

Även om förvärvaren samlar in så mycket information om målföretaget som möjligt kommer ändå mängden information som skulle behövas för en precis premie överstiga den tillgängliga informationen. Denna sortens osäkerhet lämnar utrymme för mycket subjektivitet i budpremien. Styrelsemedlemmarna kommer därmed medvetet eller omedvetet att förlita sig på förenklade tumregler för att nå den slutliga budpremien. (Malhotra et al., 2014) Användandet av förankringsheuristik resulterar ofta i att beslutsfattarna förlitar sig på en del av informationen som sedan blir ankaret och gör sitt omdöme utgående från det (Tversky & Kahneman, 1974). Detta kan även leda till att beslutsfattarna i framtiden beaktar information som bekräftat ankaret framför information som motsäger det. Fenomenet har inom socialpsykologin kallats bekräftelsefördom. (Garbuio, Lovallo, & Horn, 2010)

Ankaret för budpremien har visat sig vara exempelvis premien betald i ett tidigare liknande förvärv (Malhotra et al., 2014). Detta tidigare förvärv kan ha genomförts av förvärvande företaget i ett tidigare skede men även av ett annat företag. Utgångspunkten för beslutet är ofta ett förvärv som skett nyligen och som är av jämförbar storlek, detta eftersom ett sådant förvärv är tillgängligt men även för att ett sådant förvärv lätt uppfattas som jämförbart. Förankringseffekten leder ofta till att

beslutsfattarna i detta fall fokuserar på likheterna med tidigare förvärv samtidigt som de ignorerar olikheterna mellan det tidigare förvärvet och det gällande förvärvet. Detta leder i sin tur till att budpremien kommer dras mot utgångspunkten det vill säga premien so betalades vid det jämförbara förvärvet. (Malhotra et al., 2014)

Ett annat ankare, eller referenspunkt, som använts är aktiekursens topp under det senaste året. Budpremien som förvärvande företaget lägger fram har visat sig vara väldigt nära värdet på aktien då den varit som högst. (Baker et al., 2012) Aktiekursen har använts som referenspunkt eftersom målföretaget har kunnat förvalta sina tillgångar så pass bra att de under senaste tid nått ett sådant värde möjliggör att även det förvärvande företaget skulle klara av det. Aktiekursen för målföretaget är även sådan information som finns tillgänglig för förvärvande företaget vilket gör att denna information är enkel att utgå från vid värdering och förhandling. Budpremien för ett förvärv måste accepteras av målföretagets styrelse, och därmed aktieägare. Ett bud baserat på aktiekurstoppen har visat sig vara ett bud som målföretaget kan acceptera och förvärvande företaget kan motivera. (Baker et al., 2012)

Sannolikheten att beslutsfattarna använder sig av förankringsheuristik ökar då beslutsfattarna utsätts för tidspress. Beslutsprocessen försnabbas då man använder sig av en utgångspunkt som man dessutom undermedvetet försöker bekräfta. Det är mer tidskrävande att söka upp information som skulle vara motsägande till varför utgångspunkten kan vara missvisande. Dessutom är det mer tidkrävande att komma fram till en ny budpremie som skulle vara mer rättvisande. Malhorta et al. (2014) finner till och med bevis för att beslutsfattare i ledningsgrupper och styrelser förlitar sig mer på budpremier som baserar sig på tidigare liknande förvärv än budpremier som uppkommit genom en analys av det specifika målföretaget. Det som inte går att svara på är om denna metod att bestämma budpremien är effektiv eller avgörande för förvärvets framgång. (Malhotra et al., 2014)

## 3.2 Företagsvärdering och goodwill

IFRS (International Financial Report Standards) är de standarderna som gäller för publika börsbolag. Den standard som behandlar förvärv är IFRS 3, som trädde i kraft 2005 och förnyades 2008. Enligt IFRS 3 definieras ett företagsförvärv som en transaktion eller annan företeelse som resulterar i att det förvärvande företaget får kontroll och inflytande i målföretaget. (IFRS 3, 2008)

På en perfekt marknad skulle marknadspriset motsvara det verkliga värdet baserat på all information, eftersom all information skulle vara tillgänglig. Men i verkligheten råder informationsasymmetri på marknaden vilket gör att priset inte alltid är det mest rättvisande. (Faccio et al., 2016) Synergimotivet grundar sig i att det förvärvande företaget anser att det finns synergier som kommer att skapa ett extra värde för företaget utöver nettotillgångarna. Styrelsen tror alltså att förvärvet skulle skapa ett framtida mervärde för det förvärvande företaget. På grund av dessa synergier betalar det förvärvande företaget ett pris som överstiger värdet på nettotillgångarna. (Högholm & Knif, 2013)

Inom EU används internationella redovisningsstandarder (IFRS) för koncernbolag, vilket har resulterat i användningen av verkligt värde. Värdering enligt verkligt värde ska användas vid värdering av rörelseförvärv. Då ett förvärv värderas använder man sig av den så kallade förvärvsmetoden (IFRS 3, 2008). Förvärvsmetoden består av fyra steg: identifiering av målföretaget, val av förvärvstidpunkt, igenkännande och värdering av identifierbara tillgångar, skulder och eventuellt minoritetsintresse hos målföretaget samt identifiering och värdering av eventuellt goodwill som uppstår. (IFRS 3, 2008) Det största problemområdet vid värdering av företagsförvärv är värderingen av immateriella tillgångar och speciellt goodwill. (Lhaopadchan, 2010)

### 3.2.1 Goodwill

Goodwill är en av de mest kontroversiella och komplexa immateriella tillgångarna. (Olante, 2013) Goodwill är en så kallad restpost för betalningen, här redovisas den del av betalningen som inte gått att redovisas enskilt. Goodwill anses vara den del av priset man betalar för förväntade framtida fördelar. (Carlin & Finch, 2009)



Goodwill kan ses som en premie vid rörelseförvärv. Goodwill räkas ut som skillnaden mellan köpeskillingen och det verkliga värdet av köpobjektets identifierbara nettotillgångar (Olante, 2013). Goodwill registreras sedan som en tillgång i balansräkningen hos det förvärvande företaget, i koncernbokslutet. (Olante, 2013)

Poängen med aktiverandet av goodwill är att visa hur förvärvet kommer förse det övertagande företaget med ekonomiska fördelar på en obestämd tid. Då goodwill ska aktiveras måste det tilldelas till en kassagenererande enhet, detta är alltså den minsta enskilda enheten som genererar kassaströmmar oberoende från andra enheter (Carlin & Finch, 2009).

Det är väldigt vanligt att goodwill uppkommer vid förvärv. Ofta anser företag att det finns förväntade synergieffekter hos målföretaget och att det därmed är rimligt att betala ett överpris. (Gu & Lev, 2011) Bara för att styrelsen har identifierat synergieffekter vid förvärvet betyder det inte att dessa potentiella fördelar realiserar, därmed kan goodwillposten nedskrivas. Uppkomsten av goodwill är rätt så förutsägbar, detta betyder dock inte att nedskrivningar av goodwill är det. (Gu & Lev, 2011)

### 3.2.2 Goodwillnedskrivningar

Värdet på goodwill måste årligen omprövas för nedskrivning (IAS 36, 2004). Då man prövar nedskrivningsbehovet för goodwill jämför man återvinningsvärdet på den kassagenererande enheten som goodwill hänförs till med dess redovisade värde. Om det redovisade värdet överskrider återvinningsvärdet ska en nedskrivning av goodwill ske. (Carlin & Finch, 2009) Det är värt att notera att goodwill inte får uppskrivas samt att en nedskrivning är permanent och kan därmed inte återföras (Lhaopadchan, 2010).

Vid nedskrivningsomprövning används återvinningsvärdet som definieras som det högre av verkligt värde eller nyttjandevärde (Carlin & Finch, 2009). Värdering till verkligt värde sker i första hand till marknadsvärde enligt IFRS. Immateriella tillgångar, och speciellt goodwill, kan vara svåra att hitta ett marknadsvärde på. På grund av svårigheten att finna ett marknadsvärde värderas återvinningsvärdet av goodwill enligt motiverade värderingsmodeller som ledningen upprättat. Detta

resulterar i väldigt subjektiva värderingar som är svåra att kontrollera för. (Lhaopadchan, 2010)

Värderingen av goodwill sker, så som många andra investeringar, enligt diskonterade kassaflödesmodeller (Carlin & Finch, 2009). De framtida kassaflödena estimeras ofta av ledningen och kan därmed vara väldigt subjektiva (Li, Shroff, Venkataraman, & Zhang, 2011). En nyckelkomponent i dessa modeller är diskonteringsräntan, denna komponent är även väldigt subjektiv. Diskonteringsräntan ska vara riskjusterad och i fallet av goodwill ska räntan riskjusteras enskilt för varje kassagenererande enhet, detta eftersom enheterna kan innehålla olika risk. Det är även svårt för revisorer att avgöra om en lämplig diskonteringsränta har använts vid omprövningen. Kassaflöden kan vara väldigt känsliga för även den minsta förändringen i diskonteringsräntan, vilket gör att det är väldigt viktigt att använda rätt ränta för att ge en rättvisande bild. (Carlin & Finch, 2009)

Om återvinningsvärdet överskrider det redovisade värdet krävs ingen nedskrivning, är fallet dock tvärtom måste goodwillposten nedskrivas. Det redovisade värdet efter nedskrivning ska inte underskrida det högre av verkligt värde eller nyttjandevärdet. En nedskrivning av goodwill redovisas som en kostnad för den perioden inom vilken nedskrivningen sker. (IAS 36, 2004)

Goodwillnedskrivningar kan ses som ett resultat av ett dåligt beslut att förvärva (Olante, 2013; Gu & Lev, 2011) Detta eftersom företaget inte klarat av att realisera de avkastningar som de förväntade sig att förvärvet skulle medföra (Li et al., 2011). Omfattande och återkommande goodwillnedskrivningar är tydliga indikatorer på en dysfunktionell eller misslyckad investeringsstrategi. Om beslutfattarna hade varit rationella vid beslutstidpunkten hade de värderat företaget och de framtida synergieffekterna så pass realistiskt att inga nedskrivningar av goodwill skulle ske efter förvärvstidpunkten. (Gu & Lev, 2011) Orsaken till goodwillnedskrivningar kan oftast förklaras av att företaget vid förvärvstidpunkten betalat ett överpris (Li et al., 2011).

Införandet av IFRS 3 har även kritiserats (AbuGhazaleh, Al-Hares, & Roberts, 2011). Naturen av goodwill och regleringen över hur goodwill omvärderas har lett till att det kan finnas incitament att tidsplanera nedskrivningen. Detta genom att nedskriva då ett behov inte finns eller att skjuta fram nedskrivningen även om ett behov för detta finns

(AbuGhazaleh et al., 2011; Lhaopadchan, 2010). Eftersom goodwillposten ofta uppgår till en betydande andel av balansomslutningen så kan även en liten nedskrivning vara betydande för resultatet (Carlin & Finch, 2009). En annan sak IFRS 3 kritiserats för är att goodwill förr eller senare ska nedskrivas för att vara rättvisande. Denna kritik grundar sig i påståendet om att goodwill som inte nedskrivs till sist är internt uppbyggt goodwill, som inte får aktiveras, och inte förvärvat goodwill. (AbuGhazaleh et al., 2011) Trots kritiken finns det de som anser att goodwillnedskrivningar är ett bevis på en dysfunktionell förvärvsstrategi (Gu & Lev, 2011; Li et al., 2011; Olante, 2013), och därmed blir detta utgångspunkten i avhandlingen.

### 3.3 Skillnader mellan män och kvinnor som kunde inverka vid förvärv

Allt mer forskning och litteratur har börjat betona skillnader mellan män och kvinnor i beslutsfattande och i ledande positioner (Levi et al., 2014). Det finns forskning som stöder påståendet att kvinnor och män har olika beteendemönster, dessa mönster grundar sig i olika karaktärsdrag och preferenser mellan könen (Huang & Kisgen, 2013). Preferenser som skiljer sig åt är ofta riskpreferenser, sociala preferenser och preferenser gällande tävlande. (Croson & Gneezy, 2009) En biologisk skillnad som kunde inverka på beteende är hormonet testosteron (van Anders, Steiger, & Goldey, 2015).

#### 3.3.1 Testosteron

Hur en individ agerar och reagerar kan påverkas av testosteronnivån i kroppen (van Anders et al., 2015). Testosteron är ett hormon som förekommer naturligt hos både män och kvinnor, dock skiljer sig testosteronnivån mellan kvinnor och män. Män tenderar ha en högre testosteronnivå. (Sapienza et al., 2009) Det är ett generellt antagande att detta hormon kunde förklara beteende skillnader mellan män och kvinnor. (Zethraeus et al., 2009)

En högre testosteronnivå förknippas ofta med karaktärsdrag så som tävlingsinriktning, dominans, minskad rädsla och ökat risktagande. Graden av testosteronnivå och riskaversion brukar därmed hänga ihop, en person med lägre testosteronnivå är oftare riskavert. (Sapienza et al., 2009) Det har bevisats att testosteronnivån hänger ihop med

allmänt riskfyllt agerande men sambandet med ekonomiskt agerande har varit tvetydiga (Stanton et al., 2011). Zethraeus et al. (2009) hittade inget stöd för sin hypotes om att testosteronnivån hänger ihop med ekonomiska beslut.

Testosteron kunde ändå förklara varför män oftare söker sig till situationer var dominans utövas (van Anders et al., 2015). Kvinnor deltar mer motvilligt i förhandlande och auktioner jämfört med män, detta på grund av olika preferenser gällande tävlingar. Detta betyder nödvändigtvis inte att kvinnor är sämre på att förhandla. (Croson & Gneezy, 2009) Hormonet testosteron reagerar vid situationer som exempelvis tävlingar, det vill säga testosteronnivån ökar i tävlingsmiljöer. Detta är fallet för både kvinnor och män. Tävlingsituationer handlar ofta om att endera erhålla eller försvara resurser som exempelvis status eller makt. (van Anders et al., 2015)

Testosteron har visat sig påverka en persons riskpreferens. Högre testosteron är i allmänhet förknippat med högre risktolerans. (Sapienza et al., 2009) Dessutom kunde testosteron indirekt påverka överkonfidens genom de andra dragen som anses typiska för personer med högre testosteronnivå. Om detta är fallet kunde det förklara varför män oftare är överkonfidenta och har högre risktolerans.

### 3.3.2 Överkonfidens

En persons självförtroende spelar en betydande roll vid beslutsfattande. En generell uppfattning är att män till större utsträckning lider av hybris, det vill säga ett så pass överdrivet självförtroende som kan leda till dåliga beslut. Överkonfidens är en egenskap som ofta undersökts i samband med beslutsfattande och är därmed även relevant för denna avhandling. (Levi et al., 2014)

Överkonfidens syns ofta i två former bland med styrelseledamöter. För det första upplever personer med överdrivet självförtroende att de kan uppskatta framtiden väldigt precist och för det andra tenderar de överskatta de förväntade framtida fördelarna. Dessa två uppskattningar är av största betydelse då det handlar om att uppskatta förväntade framtida kassaströmmar vid företagsförvärv. Vid en förvärvssituation kommer överkonfidens att leda till att de förväntade framtida

kassaströmmarna överskattas samtidigt som diskonteringsräntan kommer att underskattas. (Levi et al., 2014)

Individer tenderar vara överkonfidenta gällande beslut och resultat som de tror sig ha kontroll över. Överkonfidenta individer tenderar alltså att överskatta sin egen förmåga att kunna påverka något på ett positivt sätt (Crocì, Petmezas, & Vagenas-Nanos, 2010). Detta överensstämmer med beslut angående företagsförvärv där förvärvaren ofta tror sig ha kontroll över målföretaget. En överkonfident person kommer mer sannolikt genomföra förvärv som är av lägre kvalitet. (Malmendier & Tate, 2008)

Levi et al. (2014) fann bevis för att män oftare överskattar den framtida nyttan av ett förvärv, jämfört med kvinnor. Alltså kommer kvinnor använda sig av en högre diskonteringsränta och mindre förväntade kassaströmmar vid värdering av ett målföretag. Detta minskar sannolikheten att en kvinna betalar ett lika stort överpris som en man skulle ha gjort. (Levi et al., 2014) Överkonfidens påverkar även värderingen av risken vid en osäker situation (Croson & Gneezy, 2009). Detta förklarar varför överkonfidens och risktolerans påverkar varandra.

### 3.3.3 Riskpreferens

Attityder gentemot risk varierar från person till person. Vanligen görs indelningen enligt att en person är riskavert, riskneutral eller risksökande beroende på personens riskpreferens. (Leland, 1972) Individer antas ofta vara riskaverta i sitt beslutsfattande (Ross, 1981). Detta innebär att en person som står inför ett val mellan säkerhet och risk, givet att det förväntade resultatet är det samma, kommer alltid att välja det säkra alternativet. Man vill bli kompenserad för att ta sig an större risk. (March & Shapira, 1987) En risktagande styrelseledamot kan beroende på omständigheterna vara en tillgång eller en börda för företaget (Johnson & Powell, 1994).

I allmänhet tenderar män vara mer risksökande än kvinnor (Marinova et al., 2016; Faccio et al., 2016). Detta skulle antyda på att kvinnor tar sig an mindre riskabla beslut då framtiden är totalt okänd, och därmed genomför mindre riskabla förvärv än män (Levi et al., 2014). Det är dock värt att notera att skillnaden mellan könen i riskaversion bland med professionella i ledning eller högre positioner inte är lika stor som bland med befolkningen i sin helhet (Croson & Gneezy, 2009). Johnson och Powell (1994)

konstaterade att skillnaderna i riskpreferens så gott som uteblev mellan män och kvinnor i ledande position då de konfronterades med ett riskfyllt finansiellt beslut.

Croson och Gneezy (2009) menar att en del av skillnaden i riskpreferenser mellan män och kvinnor orsakas av känslor. De nämner att kvinnor upplever känslor starkare och kommer därmed uppleva rädsla för ett negativt resultat starkare än män. Detta är en förklaring till att kvinnor är mer riskaverta än män. (Croson & Gneezy, 2009) Skillnader i riskpreferens kan även förklaras biologiskt då män har en högre testosteronnivå än kvinnor. En högre testosteronnivå leder i sin tur till en minskad känsla av rädsla, vilket överensstämmer med att kvinnor skulle känna rädslan för ett negativt resultat starkare än män. (Sapienza et al., 2009)

Vid risktagande överväger man även sannolikheten för att resultatet är positivt eller negativt. Kvinnor tenderar att överskatta sannolikheten för ett negativt resultat och därmed vill de inte ta sig an risk lika lätt som män. (Croson & Gneezy, 2009) Även perspektivet ur vilket en person ser på risk kommer att påverka personens agerande. Män tenderar att se på risk som en utmaning de skall ta sig an medan kvinnor ser på risk som ett hot man vill undvika. (Croson & Gneezy, 2009)

Utfall med hög potentiell avkastning är ofta associerade med hög risk. Det är även värt att nämna att en persons riskpreferens kan förändras beroende på gruppens sammansättning, detta är något som beaktas i gruppbeslut (Deng & Ji, 2014). Då en person ska fatta ett beslut under risk kommer beslutet vara ett resultat av ett övervägande mellan förväntad framtida nytta och riskpreferens. Detta är dock inte fallet då det kommer till beslutsfattande i grupp. Några orsaker till att en grupp fattar olika beslut under risk än en enskild individ beror på ansvarsfördelningen i gruppen, kulturen i gruppen och hur gruppen som helhet är bekant med området inom vilket beslutet ska fattas. Därmed kommer gruppens könsfördelning även inverka på gruppens riskpreferens. Dock tenderar de med högre riskpreferens ha mera inflytande i beslutsfattandet (Deng & Ji, 2014)

### 3.4 Varför förvärv misslyckas

Företagsförvärv blir allt vanligare och är ett av de viktigaste strategiska besluten som ska fattas i ett företag. Dock misslyckas en stor andel av förvärven genom att inte skapa något värde för aktieägarna. (Darrough et al., 2014; Olante, 2013) Det är viktigt att förstå varför så många förvärv och fusioner misslyckas, speciellt då dessa ofta är av stor ekonomisk betydelse (Levi et al., 2014). Det finns många olika orsaker till varför förvärv misslyckas, exempelvis dåligt genomförd due diligence, men här presenteras orsaker som främst är relaterade till styrelsens och ledningens karaktärsdrag.

Enligt agentteorin kan ledningen i ett företag ha egoistiska motiv till varför de vill förvärva företag. Om företaget växer kan ledningen öka sin makt genom att ha mera resurser att kontrollera och de kan även öka sina kompensationer eftersom tillväxt ofta förknippas med ökad försäljning. (Jensen, 1986) Om ledningen vill öka sina egna fördelar kommer förvärvet skapa mervärde för ledningen på bekostnad av aktieägarna. Dessutom ökar detta sannolikheten för att ett överpris betalas, vilket medför värde för målföretaget på bekostnaden av förvärvande företaget. (Högholm & Knif, 2013)

Om misslyckandet ofta beror på att det förvärvande företaget betalar ett överpris måste detta åtgärdas (Levi et al., 2014). Den som vinner i en budgivning betalar så gott som alltid ett överpris, fenomenet kallas *winners curse*. Detta i kombination med hybris hos styrelsen resulterar i att den budgivaren med mest överkonfidens, som därmed har gjort det högsta värderingsfelet, kommer att vinna målföretaget. Om man betalar ett allt för högt överpris kommer alla de potentiella fördelarna som fanns försvinna. (Redor, 2016)

Detta stärks även av hybrishypotesen (Roll, 1986) som förutspår att förvärvande företaget betalar ett överpris på grund av överkonfidens. Roll (1986) menar att det är den enda logiska förklaringen till varför man skulle betala ett överpris då det inte tillkommer några fördelar ur förvärvet. Hybrishypotesen förutspår att ett förvärv inte medför något mervärde eller att det till och med medför negativt värde. Detta eftersom ledningen och styrelsen överskattar både värdet på målföretaget och sin egen kapacitet att kunna hantera integrationen av förvärvet. (Roll, 1986)

En annan teori som förutspår misslyckade förvärv är den så kallade imperiebyggarteorin, vilket handlar om att ledningen endast vill maximera företagets tillväxt (Schoenberg & Reeves, 1999). Då kommer förvärvsaktiviteten vara väldigt

hög, vilket ofta är förknippat med mindre lyckade förvärv. Behovet av att bygga stora imperier tenderar att vara högre bland män än kvinnor och därmed motiverar teorin att män skulle vara imperiebyggare. (Levi et al., 2014)



## 4. Tidigare forskning

Detta område är relativt begränsat då det kommer till tidigare forskning, dock har intresset för kvinnliga styrelseledamöters påverkan ökat under den senare tiden. Allt mer forskning om sambandet mellan andelen kvinnor i styrelser och olika prestationsmått eller finansiella beslut har publicerats under de senaste åren. (Nielsen & Huse, 2010a) Trots att den tidigare forskningen är begränsad så finns det forskning som publicerats inom liknande områden, detta innebär att det ändå går att bestyrka varför en jämnare könsfördelning i styrelsen skulle leda till genomförandet av bättre förvärv.

### 4.1 Könsfördelning och dess inverkan vid förvärv

Då ett beslut ska fattas om förvärv är situationen väldigt osäker. Styrelseledamöterna är medvetna om de potentiella ekonomiska fördelarna som förvärvet kan medföra samtidigt som de även är medvetna om risken för att detta beslut kan skada företaget ekonomiskt på långsikt. På grund av den höga osäkerheten vid förvärvsbeslut är dessa ett intressant område för att undersöka hur olika karaktärsdrag och preferenser inverkar på beslutsfattande. (Chen et al., 2016)

Levi et al. (2014) undersökte huruvida kvinnor påverkar beslutsfattandet i styrelsen genom att undersöka sambandet mellan kvinnor i styrelsen och hur många fusioner eller förvärv företaget har genomfört. Samtidigt kollar de om man kan se en skillnad på budpremien som lades fram, beroende på om det var en manlig styrelse eller en styrelse som även hade kvinnliga styrelseledamöter. Denna forskning utfördes på amerikanska bolag. De hittade bevis för att företag med fler kvinnor i sin styrelse genomförde färre fusioner och förvärv än företag med en styrelse som bestod av enbart män. Även budpremien var mindre då det fanns kvinnliga styrelseledamöter närvarande. (Levi et al., 2014)

Sambandet för förvärvsaktiviteten förklarar Levi et al. (2014) med att män oftare lider av överkonfidens. En annan möjlig förklaring kunde vara att heterogena styrelser har svårt att nå konsensus i ett beslut. Detta leder till att färre beslut fattas angående förvärv eller fusioner, och att budet måste vara lägre för att ett beslut ska fattas snabbare. Levi et al. (2014) påpekar att kvinnor möjligtvis uppskattar värdet på målföretaget mer

precist eftersom de inte lider av överkonfidens, vilket kunde förklara sambandet med budpremien. Om dessa samband orsakas av överkonfidens hos män borde mönstret se liknande ut då man kollar för andra beslut med hög risk. (Levi et al., 2014)

Chen et al. (2016) ville undersöka huruvida kvinnlig representation i styrelsen kan påverka styrelsens strategiska beteende i beslutsfattandeprocessen. De undersöker intensiteten av förvärv och dess samband till kvinnlig representation i styrelsen. Chen et al. (2016) kom fram till ett resultat överensstämmande med Levi et al. (2014) om att företag med fler kvinnliga styrelseledamöter genomförde färre förvärv. Dessutom är kvinnliga styrelser förknippade med förvärv som till sin storlek är mindre (Chen et al., 2016), en förklaring till detta kunde vara att kvinnor tenderar vara mindre intresserade av att bygga stora imperier (Levi et al., 2014). En styrelse bestående av enbart män kommer att behandla förvärvsbesluten snabbt och sannolikheten att de godkänner det är större än då det finns båda könen närvarande (Chen et al., 2016).

Dowling och Aribi (2013) gjorde en undersökning som liknar den Levi et al. (2014) utförde, men denna utförs i Storbritannien. De undersöker till vilken utsträckning kvinnliga styrelseledamöter kunde dämpa ett företags riskabla förvärvsaktivitet. Resultaten från denna forskning stärker även bevisen som Levi et al. (2014) fann, det vill säga att kvinnliga styrelseledamöter är förknippade med färre förvärv. (Dowling & Aribi, 2013)

Huang och Kisgen (2013) undersöker huruvida könet på den verkställande direktören eller ekonomichefen inverkar på beslutsfattandet. Detta undersöks genom att kolla om företag var dessa poster innehas av kvinnor gör andra beslut angående förvärv eller finansiering jämfört med företag var posterna innehas av män. De kontrollerar även om olikheter i beteendet mellan män och kvinnor inverkar på värdet för aktieägarna. Resultaten av denna forskning visar att företag med kvinnlig verkställande direktör eller ekonomichef präglas av långsammare tillväxt på grund av mindre förvärv. Aktiemarknaden tenderar att reagera mer negativt på förvärv utförda av män jämfört med förvärv utförda av företag med kvinnliga företagsledare. Detta stöder även hypotesen om att en manlig företagsledare mer sannolikt är överkonfident i ett förvärvsbeslut än kvinnor. (Huang & Kisgen, 2013)

## 4.2 Överkonfidens och dess inverkan vid förvärv

Överkonfidens är ett område som intresserat fler forskare, speciellt i kombination med förvärv. Om det stämmer att män oftare lider av överkonfidens i jämförelse med kvinnor är även detta område inom forskningen relevant för denna avhandling.

Malmendier och Tate (2008) undersöker huruvida överkonfidens hos den verkställande direktören kunde förklara fusions- och förvärvsbeslut. De finner att en verkställande direktör som klassas som överkonfident mer sannolikt kommer genomföra förvärv eller fusioner. Samtidigt kollar Malmendier och Tate (2008) på marknadsreaktionerna vid offentliggörandet av förvärvsbeslutet och finner att marknadsreaktionerna är signifikant mer negativa för bolag vars vd är överkonfident. (Malmendier & Tate, 2008)

Malmendier och Tate (2008) menar att enda direkta orsakerna till ökad förvärvsaktivitet och överpris är positiva framtidsutsikter som orsakas av överkonfidens eller hög risktolerans. En överkonfident verkställande direktör tenderar dessutom att överskatta sin egen förmåga att kunna styra företaget så att värde från förvärvet realiserar, vilket bidrar till ett överpris. Detta leder i sin tur till att en överkonfident verkställande direktör genomför förvärv där de verkliga framtida kassaströmmarna inte uppnår de förväntade, därmed möter verkligheten heller inte budpremien. En slutsats i denna forskning är att den verkställande direktören förstör värde för aktieägarna genom förvärv om hen lider av hybris. (Malmendier & Tate, 2008)

Croci, Petmezas och Vagenas-Nanos (2010) undersöker även huruvida ledningens överkonfidens samspelar med förvärvets framgång. De beaktar även marknadstillståndet i sin undersökning, eftersom de påstår att kombinationen av marknadstillståndet och överkonfidens är av stor betydelse då förvärvsbeslut fattas. De finner att företag vars ledning inte präglas av överkonfidens oftare ingår i värdeskapande förvärv, detta samband kvarstår även efter att ha kontrollerat för marknadstillstånd.

Croci et al. (2010) motiverar resultaten med att om ledningen inte präglas av överkonfidens fattar de beslut angående förvärv mer varsamt, i jämförelse med en opportunistledning som överskattar framtida avkastning. Överkonfidenta personer tenderar i samband med förvärv anse att de har en förmåga att identifiera potentiella

synergier i målföretaget som andra inte kunnat identifiera. Detta leder i sin tur till ett överpris som inte gynnar företaget. För att undgå värd förstörande förvärv föreslår Croci et al. (2010) att tillsättandet av fler oberoende styrelseledamöter kunde dämpa effekten av en överkonfident verkställande direktör. (Croci et al., 2010) Styrelser med fler kvinnor sittande är oftast mer oberoende än styrelser med endast män. (Adams & Ferreira, 2009)

#### 4.3 Kvinnor och beslutsfattande under risk

Mycket forskning har publicerats gällande skillnader mellan män och kvinnor, speciellt då det kommer till skillnader i riskpreferens. Eftersom riskpreferens är en preferens som påverkar beslutsfattandet så är det viktigt att förstå hur män och kvinnor agerar annorlunda i riskabla beslut. Mycket av den tidigare forskningen föreslår att en skillnad existerar men detta kan även bero på ett så kallat "selection bias", det vill säga att det publiceras fler forskningar som finner skillnader än de som inte finner. Detta kan även leda till att forskare vinklar sina undersökningar omedvetet för att finna skillnader. (Charness & Gneezy, 2012)

Byrnes och Miller (1991) menar att kvinnor är mer riskaverta än män då det kommer till att fatta olika sorters finansiella beslut. Detta är ett påstående som även Charness och Gneezy (2012) bestyrker med sin forskning, de menar att män är beredda att ta sig an väsentligt mycket mer finansiell risk än kvinnor. Många ekonomiska beslut involverar någon slags risk och risktagande, vilket gör det väsentligt att kontrollera för hur olika individer beaktar risk i sitt beslutsfattande. (Charness & Gneezy, 2012)

Då Huang och Kisgen (2013) undersöker om könet på företagsledare påverkar beslutsfattande kollar de inte enbart på förvärvsbeslut. De kollar även huruvida könet inverkar vid finansieringsbeslut. De finner ingen signifikant skillnad mellan företag som leds av kvinnor då det kommer till hur skuldsatt företaget är. Dock finner de att kvinnliga företagsledare är försiktigare med att utfärda lån, detta förklarar de med kvinnors riskaversion. Då ett företag utfärdar ett lån reagerar aktiemarknaden mer positivt om lånet utfärdades av ett företag lett av en kvinna. (Huang & Kisgen, 2013)

Faccio et al. (2016) undersöker huruvida kvinnliga verkställande direktörer fattar andra finansiella beslut jämfört med deras manliga jämlingar. De fokuserar på

sambandet mellan verkställande direktörens kön och risktagande vid företagsbeslut, och om kapitalallokeringen ser olika ut beroende på verkställande direktörens kön. De finner att kvinnliga verkställande direktörer i allmänhet är förknippade med mindre riskabla bolag, i genomsnitt är dessa bolag mindre belånade, har ett mindre volatilt resultat och mer sannolika att kunna fortsätta sin verksamhet. De har även i sin studie fokuserat på byten av verkställande direktör och funnit att ett byte från en manlig verkställande direktör till en kvinnlig har lett till en signifikant minskning i risktagande. (Faccio et al., 2016)

Marinelli, Mazzoli och Palmucci (2017) undersöker skillnader i beteendet mellan män och kvinnor berörande investeringar. De undersöker detta genom att ta i beaktande tre komponenter av ett finansiellt beslut, dessa är beslutsprocessen, riskpreferens och kvaliteten på beslutet. Män var mer självständiga och självsäkra gällande sina investeringsbeslut än kvinnor, då kvinnorna i undersökningen gärna förlitade sig på professionellas råd. Gällande riskpreferenser så fann de att män var mer risktoleranta än kvinnor, även om man kontrollerade för sociodemografiska och ekonomiska karaktärsdrag. Trots att kvinnor och män hade olika tillvägagångssätt och fattade olika beslut fann de inte kvalitetsskillnader gällande investeringens framgång. Marinelli et al. (2017) framför att en del av skillnaderna går att förklara med könet eftersom de kontrollerade för bakgrund och erfarenhet. (Marinelli et al., 2017) Även Charness och Gneezy (2012) finner att kvinnor i allmänhet investerar mindre än män och att kvinnor oftare väljer mindre riskabla investeringar.

Eftersom styrelsen anses vara en viktig bolagsstyrningsmekanism för att minimera osakligt risktagande är det väsentligt att kontrollera huruvida styrelsens sammansättning inverkar på företagets risk. Sila, Gonzalez och Hagendorff (2016) undersöker om ett samband existerar mellan andelen kvinnor i styrelsen och företagets risk. Grundläggande argumentet för detta är att om kvinnor verkligen är mer riskaverta än män borde detta leda till mindre riskabla investeringsbeslut. De använder sig av flera olika mått för att mäta företagsrisk men finner inte ett samband med andelen kvinnor oberoende vilket mått de använder sig av. Slutsatsen blir där med att en styrelse med fler kvinnliga styrelseledamöter varken är mer eller mindre risktagande än en styrelse bestående enbart av män. (Sila et al., 2016)

Trots att kvinnor generellt sett är mer riskaverta kan kvinnor i ledande position ha fler av de karaktärsdragen som mer generellt sätt hittas hos män (Johnson & Powell, 1994). Kvinnor och män i ledande positioner hade liknande riskpreferenser, det vill säga kvinnorna var så gott som lika risktagande som männen. Dessutom fattade kvinnor och män beslut av samma kvalitet. (Johnson & Powell, 1994) Även om kvinnor och män i ledande positioner har mer liknande riskpreferens betyder detta inte att det inte finns någon skillnad. Beckmann och Menkhoff (2008) undersöker huruvida riskpreferensen varierar mellan könen inom arbeten som utsätts för riskfyllt beslutsfattande dagligen. Trots att skillnaden i riskpreferens minskar då expertis tas i beaktande försvinner inte skillnaden, det existerar fortfarande en signifikant skillnad mellan män och kvinnor (Beckmann & Menkhoff, 2008)

Det är värt att notera att beslut under risk som fattas i grupp skiljer sig en aning från beslut som fattas individuellt. Det finns en mindre spridning av riskpreferens mellan grupper än på en individuell nivå. (Deng & Ji, 2014) Krakowsky och Elangovan (2001) undersöker riskpreferenser i grupper som består av båda könen. De kommer fram till att på individuell nivå är män mer risktagande än kvinnor och att gruppbeslut ofta reflekterar manlig riskpreferens. De förklarar detta genom att män ofta har mer inflytande i grupper och att kvinnan anses stereotypiskt vara mindre kompetent i affärsbeslut. Då en person eller en grupp anses vara mer kompetenta brukar de andra i gruppen lita på deras åsikt. (Krakowsky & Elangovan, 2001)

#### 4.4 Hormonet testosteron och dess inverkan på ekonomiska beslut

Stanton et al. (2011) konstaterar att det finns bevis över hur testosteronnivån har ett samband med risktagande beteende. Dock har bevisen för att ett samband mellan testosteronnivån och riskabla ekonomiska beslut varit tvetydiga. (Stanton et al., 2011) Här näst kommer presenteras forskning som berört testosteronets inverkan vid ekonomiska beslut.

Ultimatumspelet är något som har likheter med förvärvsprocessen. Ultimatum spel utgår från en budgivare och en budtagare där budgivaren ger ett bud åt budtagaren över hur en summa ska fördelas. Om budtagaren godkänner budet delas summan enligt överenskommelse medan ifall budet förkastas får ingendera parten något. I en förvärvsprocess kan det förvärvande företags verkställande direktör vara budgivaren

och målföretagets verkställande direktör vara budtagaren. Även i ett förvärv finns det en vinst att dela på. (Levi, Li, & Zhang, 2010)

Levi et al. (2010) undersöker huruvida verkställande direktörens testosteronnivå kan inverka vid förvärvsbeslut. De testar för initierandet av bud hos budgivaren och sannolikheten för ett moterbjudande av budtagaren. De menar att testosteron är något som är starkt förknippat med maskulin dominans och därmed kunde inverka vid förvärvsbeslut. Detta eftersom förvärvsprocessen i sig är förknippad med dominans mellan förvärvande företaget och målföretaget. (Levi et al., 2010)

Levi et al. (2010) använder sig av ålder som en indikator för testosteronnivå bland män eftersom yngre män oftare har en högre testosteronnivå än äldre män. De finner ett positivt samband mellan yngre verkställande direktörer och sannolikheten att ge ett förvärvsbud. Om verkställande direktören är en ung man ökar sannolikheten för att lägga ett bud med 4 % jämfört med om han är äldre. Förvärvsbud anses även vara ett tecken på dominanssökande. De finner även bevis för att sannolikheten av ett moterbjudande ökar med 2 % om målföretagets verkställande direktör är yngre, detta är även ett tecken på utövande av dominans. (Levi et al., 2010)

Levi et al. (2010) drar slutsatsen att om verkställande direktören har högre testosteronnivå ökar förvärvsaktiviteten. Det går dock att ifrågasätta hur tillförlitlig ålder är som mått över testosteronnivån. Om män har högre testosteronnivå än kvinnor är det även möjligt att dessa skillnader existerar mellan män och kvinnor i förvärvsbeslut.

Förvärvsprocessen anses vara en situation som ökar tävlingsinriktningen hos beslutsfattarna. Det som utlöser tävlingsinriktningen i dessa situationer är strävan att öka sin sociala status och ökad dominans om förvärvet lyckas (Levi et al., 2010). Van Anders et al. (2015) fann att då individer utsätts för situationer med ett tydliga vinst- eller förlustutfall ökar testosteronet i kroppen. Testosteronet ökar alltså eftersom man utsätts för en situation som uppfattas som tävling. Detta är fallet oberoende kön. (van Anders et al., 2015)

#### 4.5 Andelen kvinnor och dess inverkan på företagets prestation

Det finns relativt sett mycket forskning som undersökt sambandet mellan kvinnor i styrelsen och företagets prestation. Resultaten för dessa studier är inte entydiga. Om företag med kvinnor i styrelsen presterar bättre kunde denna trend även gälla beslut, alltså att de företagen med fler kvinnor i styrelsen fattar bättre beslut.

Carter et al. (2003) undersöker sambandet mellan mångfald i styrelsen och företagets prestation. I undersökningen beaktas både könsfördelning och etnisk bakgrund som mångfald och sambandet är positivt. Företagets prestation, mätt som Tobins Q, ökar i takt med att andelen kvinnor och etniska minoriteter ökar. Detta förklarar Carter et al. (2003) med att styrelsens oberoende ökar genom mångfald, eftersom styrelser med mer mångfald hade fler oberoende styrelseledamöter.

Rose (2007) undersöker sambandet mellan andelen kvinnor i styrelsen och företagets prestation mätt som Tobin's Q, dock hittas inget samband. Rose (2007) påpekar att sambandet kan vara svårt att hitta ifall även de kvinnliga styrelsemedlemmarna plockas ur det så kallade "old boys network", där minoriteten även skulle ha anpassat sig till majoritetens värderingar. Ifall detta är fallet försvinner fördelarna med diversitet eftersom styrelsen blir allt mer homogen i sitt tankesätt. (Rose, 2007)

Marinova et al. (2016) undersökte även sambandet mellan andelen kvinnor i styrelser och företagets prestation. De utgick från hypotesen att kvinnor skulle påverka den finansiella prestationen positivt, de fann dock inget stöd för detta. Företagets finansiella prestation mätt som Tobin's Q förbättrades varken av andelen kvinnor eller av det faktum att det ens närvarar en kvinna i styrelsen. (Marinova et al., 2016)

Adams och Ferreira (2009) fann ett negativt samband mellan andelen kvinnor och företagets prestation. Däremot fann de några andra positiva effekter av en jämnare könsfördelning, exempelvis att kvinnliga styrelseledamöter oftare var närvarande då styrelsen sammanträder jämfört med manliga styrelseledamöter. De undersökte även om närvaron av kvinnliga styrelseledamöter påverkade de manliga styrelseledamöternas närvaro på mötena, detta samband var positivt. En styrelse med fler kvinnor gjorde att även de manliga styrelseledamöterna var mer närvarande jämfört med styrelser som enbart bestod av män. (Adams & Ferreira, 2009)



Som tidigare nämnts är en av styrelsens viktigaste uppgifter att övervaka den operativa ledningen. På grund av detta är det väsentligt att veta om män och kvinnor skiljer sig åt i sin roll som övervakare eller om en styrelse med fler kvinnor är bättre övervakare som grupp. Adams och Ferreira (2009) konstaterade att en styrelse med större andel kvinnor var bättre övervakare av den operativa ledningen, detta kunde möjligtvis bero på att kvinnor oftare är oberoende. (Adams & Ferreira, 2009)

Arena et al. (2015) undersökte inverkan av könsdiversitet inom styrelsen på företagets prestation, men utför denna undersökning i en mansdominerad bransch. De valde att även beakta kritiska massan i denna undersökning och inte bara andelen kvinnor. De fann ett starkare samband mellan kritiska massan och prestation än mellan andelen kvinnor och prestation. Därmed betonas relevansen av kritiska massan inom styrelser. Ett företag kan uppnå fördelar genom att tillsätta kvinnor i styrelsen, men inte om de endast tillsätter en kvinna. Detta eftersom det inte fanns någon skillnad mellan företag som endast har en kvinna i styrelsen och företag utan kvinnor i styrelsen. De poängterar ändå att det kan vara svårt för en kvinna ensam i en mansdominerad bransch att uppnå legitimitet. (Arena et al., 2015)

Nielsen och Huse (2010b) undersökte huruvida kvinnor bidrar till beslutsfattandet och strategisk involvering i bolagsstyrelser. De finner att andelen kvinnor i styrelsen inte hade något signifikant samband med kvinnors möjlighet att påverka beslutsfattandet eller strategisk involvering. Detta innebär att närvaron kvinnor inte är tillräckligt för att förbättra beslutsfattandet utan kvinnorna ska ha vissa karaktärsdrag eller kompetenser för att tillföra något i beslutsfattandet. Könet är alltså irrelevant medan karaktärsdrag och kompetens medförde värde till beslutsfattandet som i sin tur påverkade bolagets strategiska involvering. De fann även att kvinnor hade mindre påverkan i beslutsfattande om styrelsens ordförande var man, detta var alltså en barriär för att ha inflytande. (Nielsen & Huse, 2010b)

#### 4.6. Sammanfattning

Sammanfattningsvis kunde man påstå att utbudet av forskning som beaktat kön och förvärv är ytterst snävt. Det som har konstaterats inom detta område är att fler kvinnor i styrelsen hänger ihop med lägre förvärvsaktivitet, mindre förvärv och mindre bud i samband med förvärv. På grund av det snäva utbudet forskning inom det specifika området måste även annan forskning beaktas. De karaktärsdragen som skiljer män och kvinnor åt och som är relevanta för förvärvsbeslut är risktagande, överkonfidens och skillnaden i testosteron. Majoriteten av forskningen om män och kvinnor i riskfyllt beslutsfattande hittade skillnader som tyder på att män är mer risktagande än kvinnor, dock finns det en del forskning som tyder på att detta inte skulle gälla styrelser. Om man accepterar påståendet att kvinnor agerar mindre riskfyllt gällande olika finansiella beslut kunde man anta att detta även är fallet gällande beslut om förvärv. Då överkonfidens har undersökts i samband med förvärv har ett negativt samband hittats. Alltså har överkonfidens, oberoende kön, påverkat förvärvsbeslutet negativt. Om det stämmer att män oftare lider av överkonfidens stärker det tanken om att kvinnor och män fattar annorlunda beslut angående förvärv. Högre testosteronnivå kunde även leda till att budpremien pressas uppåt, vilket skulle öka sannolikheten att förvärvsbesluten skiljer sig åt.

## 5. Metod

I detta kapitel redogörs det för valet av metod och motiveringen av den valda metoden. Först presenteras forskningsuppgiften för att sedan övergå i en presentation av hypoteserna. Hypoteserna som bildas baserar sig på det teoretiska ramverket som presenterats i de tidigare kapitlen. Utöver detta kommer även datainsamlingsprocessen presenteras och det slutliga samplet. Slutligen presenteras variablerna och hur regressionsmodellerna är uppbyggda.

### 5.1 Forskningsuppgift

Forskningsuppgiften i denna avhandling är att utreda sambandet mellan andelen kvinnor i styrelsen och förvärvsbeslut, där goodwillposten är central som indikator för förvärvsbesluten. Två saker kommer att granskas, dels skillnaden i goodwillpostens årliga förändring beroende på om kvinnor suttit med i styrelsen eller inte och dels sambandet mellan andelen kvinnor i styrelsen och nedskrivning av goodwill. Detta görs för att utreda huruvida påverkan av andelen kvinnor i styrelsen kan komma till uttryck i förvärvsbeslut.

Majoriteten av den tidigare forskningen om kvinnliga styrelseledamöter har undersökt sambandet mellan kvinnliga styrelseledamöter och företagets prestation. Prestationen har då mätts endera med hjälp av finansiella redovisningsmått eller genom marknadsmått. Det existerar en forskningslucka gällande kvinnliga styrelseledamöters inverkan på beslutsfattande, speciellt gällande förvärvsbeslut och goodwillpostens natur efter dessa beslut. Därför är forskningsuppgiften i denna avhandling att se närmare på dessa beslut och hur de möjligtvis har påverkats av andelen kvinnor.

### 5.2 Hypoteser

Hypoteserna kommer att bildas med utgångspunkt i det teoretiska ramverket. De karaktärsdrag som kommer beaktas i hypotesbildningen är överkonfidens, risktolerans och inverkan av testosteron. Utöver detta baserar sig hypotesbildningen långt på vad tidigare forskning kommit fram till och hur detta kunde förknippas med denna avhandling.

Baserat på den tidigare forskningen om könsfördelning och förvärv kan man konstatera att förvärvsaktiviteten är högre bland företag som leds av män. Kvinnor tenderar alltså att dämpa förvärvsaktiviteten och genomföra mindre förvärv. (Levi et al., 2014; Chen et al., 2016; Dowling & Aribi, 2013; Huang & Kisgen, 2013) Eftersom det är vanligt och relativt förutsägbart att goodwill uppstår vid ett förvärv (Gu & Lev, 2011) kunde man anta att det uppkommer mer goodwill i företag som genomför fler förvärv. Män anses också vara intresserade av att bygga imperier och har därmed större tendens av att vara imperiebyggare än kvinnor (Levi et al., 2014, Chen et al., 2016), detta skulle även tyda på en ökad förvärvsaktivitet bland med manliga styrelser. Dessutom fann Levi et al. (2014) att budpremien var högre desto färre kvinnor som satt i styrelsen. Om mansdominerade styrelser bjuder mer för ett liknande förvärv än styrelser med jämnare könsfördelning är det även rimligt att tänka att mer goodwill uppstår vid förvärv gjorda av enbart män.

Testosteronnivån kan vara förknippad med budgivningsprocessen eftersom en sådan process kan anses präglas av dominans (Levi et al., 2010). En högre testosteronnivå är ofta förknippat med dominanssökande (Sapienza et al., 2009). Om män bjuder högre på grund av sin testosteronnivå är det mer sannolikt att förvärvspremien blir högre. Dessutom ökar sannolikheten att det förekommer ett motbud av målföretaget om företagets verkställande direktör har en högre testosteronnivå, så man kunde tänka sig att detta även är fallet för styrelser. Om budprocessen blir en dominantstävling mellan det förvärvande företaget och målföretaget är det sannolikt att budpremien pressas uppåt. Orsakas denna dominantstävling av testosteronnivån och män har i allmänhet högre testosteronnivå än kvinnor är det rimligt att tänka sig att män oftare betalar ett högre pris för förvärvet.

Imperiebyggarmotivet genom ökad förvärvsaktivitet och större förvärv, en högre budpremie samt en dominantstävling gällande budprocessen tyder alltså på att sannolikheten att det uppstår mer goodwill ökar om styrelsen är mansdominerad. Baserat på detta lyder den första hypotesen i denna avhandling enligt följande:

*H<sub>1</sub>: företag vars styrelse består enbart av män genererar mera goodwill*

Endast för att det uppkommer goodwill betyder det inte att detta nödvändigtvis kommer nedskrivs (Gu & Lev, 2011). En nedskrivning sker då återvinningsvärdet inte uppnår det bokförda värdet (Carlin & Finch, 2009). Man betalar ett överpris för

framtida potentiella fördelar, så kallade synergieffekter, och därmed uppstår goodwill. Det är då dessa synergieffekter inte uppnås som förväntat som en nedskrivning sker, detta eftersom verkligheten inte motsvarade förväntningarna och därmed förvärvspremien. (Gu & Lev, 2011)

Orsaken till att personer överskattar synergieffekter samt värdet på dem, och därmed betalar ett överpris, är exempelvis överkonfidens. Överkonfidens leder till överskattande av värdet och underskattande av risken, denna kombination vid förvärv leder till ett överpris. (Malmendier & Tate, 2008) Ett ogrundat överpris leder i sin tur till nedskrivningar av goodwill. Det finns skillnader i överkonfidens hos män och kvinnor, det är ett vanligare karaktärsdrag hos män (Huang & Kisgen, 2013; Levi et al., 2014).

Generellt sett är män mer risktoleranta än kvinnor (Charness & Gneezy, 2012). Denna skillnad kommer troligtvis också att synas vid förvärvsbeslut. Hög risktolerans i kombination med överkonfidens leder i sin tur till att styrelsen genomför riskabla förvärv som de dessutom övervärderat. (Malmendier & Tate, 2008) Utgående från denna kombination är det rimligt att tänka att det resulterar i ett ogrundat överpris, som i ett senare skede måste nedskrivas. Företag som har en styrelse som består av enbart män borde därmed nedskriva mer goodwill än företag med en högre andel kvinnliga styrelseledamöter. Utgående från detta lyder den andra hypotesen för denna avhandling enligt följande:

*H<sub>2</sub>: styrelser med jämnare könsfördelning nedskriver mindre mängd goodwill*

Minoriteter har sällan lika mycket inflytande som majoritetsgruppen i ett beslut som ska fattas i grupp (Carter et al., 2010). På grund av detta kommer kvinnor ha mindre inflytande i förvärvsbesluten än de manliga styrelseledamöterna. Minoritetens inflytande ökar då den kritiska massan är uppnådd, alltså då tre eller fler kvinnor sitter i styrelsen. Om detta uppnås normaliseras kvinnor som styrelseledamöter och kan därmed tas mer på allvar i diskussionen. (Konrad et al., 2008) Eftersom det finns branschmässiga skillnader över hur vanligt det är med större andel kvinnliga styrelseledamöter (Adams & Kirchmaier, 2016) kunde man anta att de branscher där kvinnor är mer etablerade har överkommit dessa problem och därmed ses kvinnor som jämlika styrelseledamöter. Om detta är fallet borde mansdominerade branscher, där endast få kvinnor finns representerade i styrelsen, fatta förvärvsbeslut utgående från

karaktärsdrag och preferenser som anses vara typiskt manliga. Däremot i branscher med högre andel kvinnor kommer kvinnornas preferenser och karaktärsdrag komma synligare i uttryck i besluten. Baserat på detta lyder den tredje och sista hypotesen i denna avhandling enligt följande:

*H<sub>3</sub>: företag som är aktiva inom typiskt sett mansdominerade branscher nedskriver större mängd goodwill*

Dessa hypoteser kommer ligga som grund för denna avhandling och de ska endera bekräftas eller förkastas. För att testa dessa hypoteser måste en lämplig metod väljas och detta presenteras mer ingående i följande kapitel.

### 5.3 Val av metod

Det finns två huvudsakliga metodiska inriktningar inom företagsekonomisk forskning, dessa är ett kvalitativt angreppssätt och ett kvantitativt angreppssätt. Karaktäriserande för studier som använt sig av ett kvalitativt angreppssätt är att resultaten har åstadkommits baserat på ord framför siffror. Det handlar oftare om tolkning än mätning och forskningen utgår ofta från generella forskningsfrågor framför hypoteser. Det som är karaktäriserande för ett kvantitativt angreppssätt är att den tillämpade teorin utmynnar i hypoteser som sedan ska bekräftas eller förkastat. Man kunde säga att en studie gjord enligt ett kvantitativt angreppssätt ska mäta, finna kausalitet, generalisera och vara replikerbar. (Bryman & Bell, 2017)

Som framgår i föregående kapitel utgår denna avhandling från hypoteser som ska prövas. Dessutom kommer i denna avhandling användas variabler som är mätbara, vilket också är karaktäriserande för det kvantitativa angreppssättet. Dessa faktorer avgör alltså att även denna avhandling kommer utföras genom ett kvantitativt angreppssätt.

Kvantitativ forskning betonar ofta relationen mellan teori och forskning på ett deduktivt sätt med utgångspunkt i positivismen. Positivismen handlar om en enda sanning som framkommit objektivt. Resultatet av forskningen ses alltså som sanningen och inte som en subjektiv tolkning. Det kvantitativa angreppssättet leder oftast till en numerisk utredning för att kunna få ett enda svar på forskningen, uttryckt i numerisk form. (Bryman & Bell, 2017)

Regressionsmodeller är en vanlig metod att använda då man undersöker ett samband kvantitativt, detta eftersom regressionsmodeller är väldigt flexibla och därmed väldigt tillämpliga för olika sorters problemställningar. Syftet med regressionsmodeller är att undersöka hur en beroende variabel påverkas av en eller flera oberoende variabler. Dessutom kan en regressionsmodell beakta både kvantitativa variabler och binära variabler. (Djurfeldt & Barmark, 2009)

Den simplaste formen av regressionsmodeller är enkel regression, där mäter man hur en oberoende variabel inverkar på en beroende variabel. Ett stort problem uppstår dock vid användningen av enkel regression och detta är att den beroende variabeln kunde påverkas av fler än endast en orsak och därmed uppstår ett falskt samband. Det finns med stor sannolikhet en eller flera utomstående faktorer som inte beaktats i regressionen som inverkar på den beroende variabeln. (Djurfeldt & Barmark, 2009)

För att minimera effekten av de obeaktade externa faktorerna kommer sambandet undersökas med hjälp av multipel regressionsanalys. I en multipel regressionsanalys används flera oberoende variabler som antas inverka på den beroende variabeln. Möjligheten att kunna beakta flera oberoende variabler är multipel regressionens styrka. Dessutom är multipel regressionsanalys ett väldigt robust statistiskt verktyg bara modellen är lämplig och problem med heteroskedasticitet sam multikollinearitet elimineras. (Djurfeldt & Barmark, 2009)

#### 5.4 Databesamling

Vid forskning kan både primär- och sekundärdata användas. Primärdata är data som forskaren själv samlat in med hjälp av exempelvis enkäter eller intervjuer medan sekundärdata redan finns insamlat och ofta sammanställt dock ofta för andra syften än forskningen i sig. Sekundärdata kan bestå av både rådata eller publicerade sammanfattningar. (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2007) I denna avhandling kommer sekundärdata att användas eftersom årsredovisningar fungerar som källa till data.

Databesamlingen har gjorts på finska marknaden. Eftersom det enbart är IFRS som kräver nedskrivningsomprövning av goodwill, jämfört med FAS där goodwill avskrivs, beaktas endast de bolag som utger rapporter enligt IFRS. Detta innebär att samplet består av företag listade på Helsingforsbörsen, och de förvärv dessa bolag

genomfört. Det finns även andra företag än börsnoterade som använder sig av IFRS-standarderna men dessa har inte beaktats då problemet om tillgänglighet uppstått. Börsnoterade bolag publicerar sina årsredovisningar för allmänheten, vilket gör dem tillgängliga för vem som helst. Dock har även några börsnoterade bolag i helhet fallit bort från samplet av olika orsaker.

Förvärven har samlats från årsredovisningarna som finns allmänt tillgängliga på företagens websidor. I koncernbokslutets noter finns information om de förvärv ett företag har genomfört. I dessa noter framkommer målföretaget, tidpunkt, priset som betalats för förvärvet, betalningsmetod samt nettotillgångar och goodwill som tillkommit vid förvärvet. Mindre förvärv som enskilt inte är av stor ekonomisk betydelse rapporterades ofta tillsammans med andra mindre förvärv. Dessa fick utebli från samplet eftersom man inte kunde härleda till vilket exakt företagsköp som goodwill hänvisades. De större och mer ekonomiskt betydande förvärven rapporterades däremot alltid skilt för sig. Eftersom informationen framgick enskilt för de större förvärven blev dessa grunden för samplet.

Även nedskrivningsomprövningen av goodwill hittas i noterna i årsredovisningen. I denna not framkommer om någon nedskrivning skett eller inte samt omfattningen av nedskrivningen. Det framkommer även oftast till vilket segment som nedskrivningen hörde. Endas i enskilda fall kunde det framkomma exakt till vilket företagsköp som goodwillnedskrivningen hörde. Eftersom majoriteten endast rapporterade vilket segment som nedskrivningen hänför sig till blev det svårt att härleda nedskrivningarna till det exakta företagsköpet. Det är dock ytterst relevant att veta det exakta förvärvet för att kunna veta hur styrelsesammansättningen sett ut då förvärvet skett. På grund av segmenten även ändrar under årens gång har segmenten följts med under alla de år som beaktats i denna avhandling.

På grund av att få företag rapporterade exakt vilket företagsköp som nedskrivningen gällde har vissa antaganden gjorts. Exempelvis om nedskrivningen sägs höra till ett segment i ett visst land eller viss region och det endast gjorts ett förvärv i det landet har jag antagit att nedskrivningen hör till det förvärv. Ett annat antagande som gjorts är att om segmentet heter samma som målföretaget så har goodwill från det förvärvet delats till det segmentet och därmed har nedskrivningar inom det segmentet sedan kopplats till förvärvet. En annan förenkling som gjorts är om härledningsmetoden



kommit så pass långt att det endast återstår två potentiella förvärv och dessa har samma andel kvinnor i styrelsen har jag kallt valt att hänföra nedskrivningen till ena av de två potentiella förvärven. Trots förenklingar och antaganden var en större del av nedskrivningarna omöjliga att härleda bakåt till det exakta förvärvet, och fick därmed utebli ur samplet.

Styrelsens sammansättning hittas även i årsredovisningen. Styrelseledamotens kön finns inte utskrivet men detta har avgjorts med hjälp av namn och bild. I denna undersökning beaktas endast man och kvinna som kön och det finns en risk för felvärdering då könet inte anges i årsredovisningen. Om könet inte gått att fastställa med hjälp av namnet och bild saknas i årsredovisningen har vidare sökning gjorts på internet. Bolagens styrelser kan ändra under bolagsstämman årligen, vilket gör tidpunkten för förvärvet relevant. Beroende på om förvärvet genomförts före eller efter bolagsstämman kan det vara skilda styrelser som fattat beslutet, detta har även beaktats då data har samlats in.

Tidsperioden mellan att goodwill har aktiverats tills det nedskrivs var i medeltal två till tre år enligt Olantes (2013) studie. Vilket motiverar till att använda en lägre tidsperiod för att kunna se effekterna. De förvärv som tagits med i detta sampel har genomförts mellan 2004 och 2017 samt har nedskrivits under perioden 2005–2017. Detta eftersom IFRS krav på nedskrivningsomprövning trädde i kraft 2005 och gäller de förvärv som skett 2004 framåt. De goodwillnedskrivningar som inte gick att härleda till det exakta förvärvet har gallrats bort eftersom man inte kan beakta styrelsens sammansättning då förvärvet är oklart. För övrigt har även nedskrivningar som skett mellan 2005–2017 men hänförts till förvärv genomförda före 2004 uteblivit ur samplet.

Tabell 1: Datasampel

Datasampel	Antal	Andel
Räkenskapsperioder 2005-2017	1703	100 %
bortfall	281	17 %
Räkenskapsperioder som granskats	1422	83 %
Räkenskapsperioder där...		
Goodwillnedskrivningar skett	189	13 %
Goodwillnedskrivningar som går att härleda har skett	74	39 %
Företag	131	100 %
Företag som nedskrivit	64	49 %
Slutligt antal	40	31 %

För att ta fram det slutliga samplet har 1422 årsredovisningar granskats. Totalt sett under åren 2005–2017 borde det finnas 1703 räkenskapsperioder men det har skett ett bortfall på 281 räkenskapsperioder, detta kan läsas ur ovanstående tabell 1. Bortfall har främst skett på grund av att bokslutet dessa räkenskapsperioder inte upprättats enligt IFRS-standarderna men också för att årsredovisningen inte funnits tillgänglig. Trots ett bortfall på 281 räkenskapsperioder har 83 % av räkenskapsperioderna granskats för nedskrivningar.

Av de granskade 1422 räkenskapsperioderna har det endast uppstått goodwillnedskrivningar i 189 av dem, vilket motsvarar 13 % av de granskade perioderna. Goodwillnedskrivningarna för 74 räkenskapsperioder gick att härleda till det exakta förvärvet, alltså kunde 39% av de räkenskapsperioder där goodwillnedskrivningar gjorts användas. Det slutliga samplet för denna avhandling är 75 goodwillnedskrivningar, detta skiljer sig från tabell 1 där det står 74 och det beror på att en räkenskapsperiod kunde goodwillnedskrivningar till två olika förvärv identifieras.

Dessa 75 goodwillnedskrivningar har genomförts av 40 enskilda företag. Dessa 40 företag är endast 31 % av det totala antalet granskade företag, vilket är 131. Av dessa 131 granskade företag har 64 genomfört en eller flera goodwillnedskrivningar i någon räkenskapsperiod, men för 24 av dem var det omöjligt att härleda nedskrivningen till förvärvet. Att kunna använda 40 av 64 potentiella företag är relativt bra.

Det slutliga samplet är av det mindre laget. Dock har alla goodwillnedskrivningar som under någorlunda rättvisa antaganden har kunnat härledas till det rätta förvärvet beaktats. Eftersom antagandet om stort sampel för generaliserbarhet kommer från naturvetenskaperna är det relevant att påpeka att detta inte behöver uppnås lika enkelt på andra vetenskapliga områden. Det är inte ovanligt att sampelstorlekar från tidigare forskning inom området har använts som tumregel för att avgöra sin egen sampelstorlek, dock är detta omöjligt i detta fall eftersom ingen tidigare forskning på området finns. På grund av bristande tillgänglighet på resurser, så som större databaser, och storleken på den finska marknaden får samplet som uppnåtts på finska marknaden hållas till godo med för denna avhandling.

Utöver denna datainsamling har en extra insamling gjorts för att kunna säga något om den första hypotesen. För att besvara denna hypotes har insamling av goodwillpostens storlek och dess årliga förändring utförts. Goodwillpostens storlek har samlats in för samma företag som blev det slutliga samplet gällande goodwillnedskrivningar, detta handlar om de 40 enskilda företag som presenterats i tabell 1. Dock har förändringen för denna post samlats in för åren 2004–2017. För att kunna räkna förändringen måste företaget ha redovisat goodwill två på varandra följande räkenskapsperioder.

Utöver goodwillposten har även styrelsens sammansättning, gällande könsfördelning, för alla år samlats in. Detta för att kunna jämföra om det uppkommer mer goodwill under räkenskapsperioder då färre kvinnor sitter i styrelsen. Det slutliga samplet för denna extra kontroll blev 488 observationer. Denna sampelstorlek är av tillfredsställande storlek. Dock kommer dessa observationer inte ingå i regressionsanalysen utan skilda tester kommer utföras på dessa.

## 5.5 Variabler

Variablerna som används kommer presenteras nedan. För denna avhandlings framgång är det väsentligt att finna mått för de olika begreppen, så att de kan vara mätbara och därmed jämförbara med varandra. Då det inte finns ett exakt mått på alla faktorer som beaktas måste indikatorer användas. (Bryman & Bell, 2017)

### 5.5.1 Beroende och oberoende variabler

Det ha funnits stora skillnader i val av mått inom forskningen av förvärv. Det finns därmed inte en överenskommelse i konsensus över hur man mäter om ett förvärv lyckats eller misslyckats (Meglio & Risberg, 2011). Eftersom förvärv kan misslyckas av andra orsaker än styrelsens val att genomföra förvärvet måste i denna undersökning beaktas ett mått som kan vara relaterat till styrelseledamöternas karaktärsdrag och preferenser.

En stor del av goodwillnedskrivningar går att härleda till att förvärvande företaget betalde ett överpris vid förvärvstidpunkten (Li et al., 2011; Olante, 2013). Därmed kommer goodwillnedskrivningar användas som en indikator på misslyckade förvärv i denna undersökning. Den beroende variabeln kommer alltså att vara goodwillnedskrivningar. Eftersom goodwillnedskrivningen i summa kan skilja sig mycket åt mellan företag kommer den naturliga logaritmen av värdena tas för att öka jämförbarheten.

Den oberoende variabeln kommer att vara kvinnor i styrelsen. I regressionen beaktas andelen kvinnor som suttit i styrelsen då beslutet om ett förvärv har fattats. Alltså beräknas antalet kvinnliga styrelseledamöter i förhållande till totala mängden styrelseledamöter. I de test där två grupper jämförs används en dummyvariabel istället för andelen. Dummyvariabeln antar värdet 0 om ingen kvinna sitter i styrelsen medan den antar 1 om en eller fler kvinnor sitter i styrelsen. Man kunde tänka sig att med en högre andel kvinnor ökar inflytandet vid beslutsfattandet och därmed borde inte en kvinna i styrelsen beaktas som en ”kvinnlig styrelse” i grupperingen utan istället använda sig av den kritiska massan som gruppering. Denna undersökning kommer inte beakta kritiska massan på tre kvinnor närvarande eftersom samplet inte är tillräckligt stort och endast få styrelser i samplet hade tre eller fler kvinnor i sin styrelse.

### 5.5.2 Kontrollvariabler

Olante (2013) konstaterade att ju högre köpeskillingen var procentuellt till marknadsvärdet, desto större var sannolikheten att förvärvet kommer leda till en goodwillnedskrivning. Det finns även ett samband mellan goodwillnedskrivningar och den procentuella andelen av köpeskillingen som hänför sig till goodwill. (Olante,

2013) Därför kommer jag kontrollera för andelen goodwill som uppstått vid förvärvet i förhållande till köpeskillingen.

Företagets storlek påverkar högst antagligen omfattningen av förvärven, och därmed mängden goodwill som uppstår. Eftersom dessa två faktorer är kritiska för omfattningen av goodwillnedskrivningen är det väsentligt att kontrollera för det förvärvande företags storlek. Som indikator för företags storlek används balansomslutningen.

Det kunde vara relevant att urskilja på inhemska förvärv och förvärv där målföretaget varit beläget utomlands. Detta eftersom utländska förvärv kan skilja sig från det förvärvande bolaget i form av institutionella-, ekonomiska- och lagenliga skillnader, dessutom kan även redovisningsprinciper skilja sig åt vilket kan försvåra redovisandet av en rättvis bild. (Gu & Lev, 2011) På grund av dessa skillnader kunde det vara svårare att skapa sig en rättvisande bild av företaget som i sin tur resulterar i en felvärdering.

Naturen av goodwill i samband med dess reglering möjliggör tidsplanering av goodwillnedskrivningen. Tidsplanering av goodwillnedskrivning motiveras ofta av den operativa ledningens och verkställande direktörens egoistiska motiv. På grund av detta kan det vara vettigt att kontrollera för fall som motiverar till en nedskrivning även om den inte skulle behövas. Lhaopadchan (2010) föreslår att byte av vissa positioner i den högre ledningen kan vara en orsak till att företaget genomför ogrundade goodwillnedskrivningar. AbuGhazaleh et al. (2011) menar att goodwillnedskrivningar är kopplade till specifikt bytet av verkställande direktör. På grund av detta kommer det kontrolleras för byte av verkställande direktör under samma räkenskapsperiod som nedskrivningen skett.

Förvärvsaktivitet är något som kan skilja sig mellan branscher, vissa branscher är mer aktiva att förvärva medan det är ovanligare att förvärva i andra branscher (Schoenberg & Reeves, 1999). Även andelen kvinnor i styrelsen är något som kan variera mellan branscher, det finns branscher som anses vara typiskt maskulina som sällan har många kvinnor i styrelserna (Brammer et al., 2007). Utöver detta har Mantravadi och Reddy (2008) funnit att lönsamheten efter förvärv skilde sig åt mellan olika branscher. Dessutom påpekar Li et al. (2011) att en nedskrivning i goodwill kan ske på grund av branschspecifika faktorer som påverkar branschen som helhet. Dessa branschmässiga

skillnader motiverar för att kontrollera för den bransch inom vilket det förvärvande företaget är aktivt. Indelningen av företag enligt bransch sker utgående från indelningen som Nasdaq Helsinki har använt sig av.

Virtanen (2012) fann att styrelseledamöter i Finland inte skiljer sig åt så mycket gällande bakgrundsfaktorer. Kvinnor och män i styrelsepositioner hade liknande erfarenheter inom karriär och det fanns inga större skillnader gällande utbildningsnivå. Den faktorn som det fanns största skillnaderna mellan kvinnor och män var ålder, kvinnor i styrelsepositioner var i snitt mycket yngre än jämförbara män. På grund av att Virtanen (2012) inte fann desto större eller ens signifikanta skillnader mellan män och kvinnor gällande erfarenhet och utbildning kommer detta inte beaktas i denna undersökning.

## 5.6 Uppbyggnaden av regressionsmodellerna

I denna avhandling kommer OLS- regressionsanalys att användas. OLS står för Ordinary Least Squares och översätts ofta på svenska till minsta kvadratmetoden. Detta görs genom att uppskatta interceptets och  $\beta$ -koefficienternas värden så att residualen minimeras. I denna avhandling kommer både enkel regressionsanalys och multipel regressionsanalys att användas, detta för att utesluta att externa faktorer påverkat sambandet i den enkla regressionsanalysen. (Djurfeldt & Barmark, 2009)

Fem olika ekvationer kommer att köras, där fler variabler främst inkluderas för varje steg, men även exkluderas. I resultatkapitlet presenteras närmare vilka variabler som beaktats i vilken ekvation. Nedan presenteras den enkla regressionen, där sambandet mellan den beroende och den för den här avhandlingen intressantaste oberoende variabeln mäts, samt en regression där alla variabler ingår.

Den enkla regressionen:

$$\ln(GW.ned.) = \alpha + \beta_1 \text{Andelkvinnor} * 100$$

Regression över alla variabler:

$$\ln(GW.ned.) = \alpha + \beta_1 \text{Andelkvinnor} * 100 + \beta_2 (GW/Pris) * 100 + \beta_3 \ln(\text{Balans}) + \beta_4 \text{UTLÄNDSKT} + \beta_5 \text{VDbyte} + \beta_6 \text{BRANSCH}$$

Som beroende variabel används:

$\ln(GW.ned.)$  = den naturliga logaritmen av värdet av goodwillnedskrivningen.

Som oberoende variabler används:

$Andelkvinnor*100$  = Förhållandet mellan antalet kvinnor i styrelsen och totala antalet styrelsemedlemmar. Detta multipliceras dessutom med 100 för att enklare kunna läsa av resultaten.

$(GW/Pris) *100$  = Andelen av köpeskillingen, det vill säga priset, som har hänförts till goodwill istället för nettotillgångarna. Detta multipliceras dessutom med 100 för att enklare kunna läsa av resultaten.

$\ln(Balans)$  = Den naturliga logaritmen av företagets balansomslutning. Detta fungerar som indikator på företagets storlek.

$UTLÄNDSKT$  = dummyvariabel som antar värdet 1 om målföretaget varit utländskt och värdet 0 om målföretaget varit inhemskt.

$VDbyte$  = dummyvariabel som antar värdet 1 om det förvärvande företaget bytt verkställande direktör under samma räkenskapsperiod som nedskrivningen skett. Annars antar variabeln värdet 0.

$BRANSCH$  = Alla branscher kommer ha en egen dummyvariabel som är kodad så att variabeln antar värdet 1 för den dummyvariabel till vilken bransch som företaget hör och de övriga dummyvariablerna för branschtillhörighet antar värdet 0. I detta sampel finns sju branscher representerat.

## 5.7 Validitet och reliabilitet

En viktig aspekt av forskning är forskningsresultatets trovärdighet. Man kan aldrig försäkra att det man kommit fram till är den absoluta sanningen men risken för felbedömning ska minimeras. För att lyckas med detta finns det två aspekter av forskningsdesignen som ska beaktas, nämligen validitet och reliabilitet. (Saunders et al., 2007) Dessa två begrepp är synnerligen viktiga, speciellt i kvantitativ forskning.

Med reliabilitet menas till den utsträckningen som datainsamlingsmetoden eller analysproceduren ger upphov till överensstämmande resultat. (Saunders et al., 2007)

Reliabilitet handlar alltså om till vilken utsträckning en omprövning av undersökningen skulle kunna ge upphov till samma resultat. (Bryman & Bell, 2017) För att underlätta inför en omprövning har utförandet av datainsamlingen och regressionerna beskrivits väl.

Forskningens validitet handlar om huruvida tillvägagångssättet och måtten verkligen gett ett svar som tillförlitligt besvarar forskningens syfte. Alltså om indikatorn som valts för ett begrepp verkligen är ett lämpligt mått för just det begreppet. (Bryman & Bell, 2017) Data i sig måste även uppfylla kravet om validitet. Med detta menas att det data som samlats in ska svara på syftet med forskningen. (Saunders et al., 2007) Eftersom flera tidigare forskningar har antytt på att goodwillnedskrivningar återspeglar ett dåligt beslut vid förvärvstidpunkten (Olante, 2013; Gu & Lev, 2011) är detta en rättvisande indikator. Det finns såklart andra mått på misslyckade förvärv som i sin tur kunde ge andra resultat men goodwillpostens tillväxt och nedskrivning är ett relevant mått då karaktärsdrag och preferenser ska komma till synes i beslutet.

Då sekundärdata används i forskningssyfte är det väldigt viktigt att bedöma kvaliteten på datakällan. Detta innebär att forskaren ska försäkra sig om att data inte är felaktig. (Saunders et al., 2007) Detta är relativt enkelt i detta fall då årsredovisningarna revideras före publikation och det måste därmed framkomma i revisionsberättelsen om några oegentligheter uppstått. Eftersom sekundärdata ofta sammanställs för ett annat syfte än vad forskningen behöver det till, kan detta orsaka en vinkling som man inte kunnat förutspå. (Saunders et al., 2007) Dock borde detta inte vara ett problem i detta fall. Eftersom datainsamlingen har skett manuellt finns det en liten risk för att ett fel skulle uppstå vid imatningen av data i filen. För att minimera dessa fel har stickprov senare gjorts över att det insamlade data verkligen stämmer.

Multipel regressionsanalys är i sin tur ett väldigt robust statistiskt verktyg (Djurfeldt & Barmark, 2009), vilket minskar sannolikheten för felaktiga resultat. Dessutom kontrolleras modellerna och deras lämplighet samt tester för heteroskedasticitet och multikollinearitet utförs. Denna kombination borde öka validiteten i undersökningen.



## 6. Resultat

I detta kapitel presenteras avhandlingens resultat. Först och främst presenteras data med hjälp av deskriptiv statistik för att sedan övergå till resultaten. Det huvudsakliga sambandet har testats med hjälp av regressionsanalys, men även u-test har utförts som kompletterande tester för resultatanalysen. Utöver dessa har vissa regressionsdiagnostiktester utförts för att försäkra kvaliteten hos regressionen.

### 6.1 Deskriptiv Statistik

Deskriptiv statistik används för att ge en helhetsbild av det data som har använts i denna avhandling. Först presenteras deskriptiv statistik över samplet för att ge en bättre bild av hurdana företag och styrelser som beaktas. För att klargöra detta presenteras branschtillhörigheten för de företag som tagits med i det slutliga samplet och hur styrelserna i dessa företag har sett ut gällande antalet kvinnor då förvärven genomförts. Därefter presenteras deskriptiv statistik över variabelerna som använts i regressionsanalysen och u-testet.

#### 6.1.1 Deskriptiv statistik över samplet

Först presenteras de unika 40 företagens branschtillhörighet som är utgångspunkten för denna avhandling, allt data är insamlat från dessa företag. Förvärven som genomförts har alltså genomförts av dessa företag och det goodwill som har uppstått från dessa förvärv kan ha nedskrivits mer än en gång. Kortfattat kan man säga att dessa 40 företag har genomfört 59 förvärv som i sin tur har nedskrivits så att 75 goodwillnedskrivningar har identifierats. Dessa förvärv har sammanställts till en lista, där både förvärvande bolag och målföretag finns listat. Denna lista hittas i bilaga 1.

Tabell 2: Företagens branschtillhörighet

Företag enligt Bransch	N	Andel
Materials	5	13 %
Consumer Service	6	15 %
Consumer Goods	6	15 %
Financials	3	8 %
Industrials	12	30 %
Technology	6	15 %
Health care	2	5 %
Totalt	40	100 %

Branschindelningen har gjorts, som tidigare nämnts, enligt Nasdaq Helsingfors egna indelning. Alla branscher som finns på Nasdaq är inte representerade i mitt sampel men majoriteten finns med. Som kan läsas ur tabell 2 är företagen relativt jämfördelade mellan de olika branscherna, förutom industriella sektorn vart majoriteten av företagen hör. Branschindelningen är relevant för resultatanalysen eftersom en del branscher har fler eller färre kvinnor representerade i sina högre positioner. För att få ett hum om hur mycket kvinnor som sitter i de styrelser som har genomfört dessa förvärv presenteras det hur många kvinnor som sitter i styrelserna. Detta görs genom tabell 3 över de 59 styrelser som i detta sampel har beslutat om förvärven.

Tabell 3: Kvinnliga styrelseledamöter

Antal kvinnliga Styrelseledamöter	antal styrelser	Andel av styrelser
0	20	34 %
1	26	44 %
2	7	12 %
3	6	10 %
Totalt	59	100 %

Lägsta antalet kvinnliga styrelseledamöter är noll medan det högsta antalet som inkluderats i detta sampel är tre stycken kvinnor. Som kan läsas ur tabell 3 är den vanligaste styrelsesammansättningen en sådan var endast en kvinna finns närvarande. Styrelser med endast en kvinnlig styrelseledamot anses ofta vara en så kallad

symbolisk åtgärd (Adams & Ferreira, 2009), detta sampel skulle signalera att detta är fallet i de flesta styrelser. En sammansättning där inga kvinnor är representerade i styrelsen är nästan lika vanlig som att endast en kvinna är representerad, samtidigt som styrelser med fler kvinnliga styrelseledamöter är ovanligt. Det är synligt att kvinnor är underrepresenterade i styrelser. Eftersom högsta antalet kvinnor i samplet är tre stycken och det endast är sex styrelser där det finns tre stycken kvinnliga styrelseledamöter representerade kan man inte denna gång kontrollera för en inverkan av den kritiska massan.

### 6.1.2 Descriptiv statistik över variablerna

Eftersom parametriska test utgår från antagandet att variablerna är normalfördelade, har Shapiro-Wilk testet använts för att granska detta. Orsaken varför just detta test använts är för att det är bra anpassat till mindre sampel. (Field, 2013) Variablerna i denna avhandling var inte normalfördelade, vilket inte var oväntat då sampel använda inom samhällsvetenskaper sällan uppfyller detta antagande (Djurfeldt & Barmark, 2009). För att uppnå mer normalfördelade variabler inför regressionen har den naturliga logaritmen av värdet tagits för vissa variabler, dessa variabler är goodwillnedskrivningen och balansomslutningen.

Den naturliga logaritmen är ett bra sätt att göra ojämförbara värden mera jämförbara. Eftersom företags balansomslutning och goodwillnedskrivning kan skilja sig åt väsentligt är det grundat att göra dessa mer jämförbara. I tabell 4 över deskriptiv statistik presenteras både den naturliga logaritmen av dessa variabler och det icke-logaritmiska värdet. Det är enklare att uppfatta värdet om man inte presenterar det som den naturliga logaritmen och därför presenteras båda. Dock kan man notera att det är den naturliga logaritmen av värdet som senare använts i regressionen. Även extremvärden har eliminerats, vilket har lett till att sampelstorleken på 75 minskat till 73 och sampelstorleken på 488 minskat till 469 för analysen.

Tabell 4: Deskriptiv statistik över variabler

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation
GW.ned.(1000)	73	10	12030000	55136,630	214202,321
ln(GW.ned.)	73	9,210	20,910	14,825	2,314
Andel kvinnor*100	73	0,000	42,860	14,093	12,731
(GW/Pris)*100	73	1,590	260,490	59,968	45,381
Balans (1000)	73	24485	59900000	3886118,370	10320000
ln(Balans)	73	17,010	24,820	20,026	2,044
UTLÄNSDK	73	0	1	0,550	0,501
VD BYTE	73	0	1	0,230	0,426
BRANSCH_Materials	73	0	1	0,140	0,346
BRANSCH_c.Service	73	0	1	0,140	0,346
BRANSCH_c.Goods	73	0	1	0,140	0,346
BRANSCH_Financials	73	0	1	0,140	0,346
BRANSCH_Industrials	73	0	1	0,260	0,442
BRANSCH_Technology	73	0	1	0,150	0,331
BRANSCH_Health care	73	0	1	0,040	0,200
GW förändring*100	469	4,120	484,090	109,100	51,179
Andel kvinnor*100	469	0	60,00	19,134	12,890
KVINNOR I STYRELSEN	469	0	1	0,810	0,391

Obs! Notera att de icke-logaritmiska värdena av goodwillnedskrivningen och balansomslutningen presenteras som tusental

I tabell 4 ovanför presenteras variablerna som används i regressionsanalysen och i u-testet. Som beroende variabel i regressionen används goodwillnedskrivningen som skett, detta är en variabel som varierar väldigt mycket som också syns i variabelns standardavvikelse. Goodwillnedskrivningsvariabeln har även ett stort hopp mellan minimivärdet som är 10 000 och maximivärdet som ligger på 12,03 miljarder. Då variabelns medeltal är 55,136 miljoner och därmed ligger närmare minimivärdet än maximivärdet, kan man säga att de flesta värdena ligger närmare minimivärde än maximivärdet. Denna fördelning tyder på att fördelningen är positivt skev och har därmed korrigeras med den naturliga logaritmen för användningen i regressionen. Samma mönster kan identifieras för balansomslutningen, vars minimivärde är 24,48 miljoner och maximivärdet är 59,9 miljarder medan medelvärdet är 3,88 miljarder. Eftersom även balansomslutningens fördelning är positivt skev och har en hög standardavvikelse kommer den naturliga logaritmen tas även för dessa värden.

Den oberoende variabeln som är av största intresse för denna avhandling är andelen kvinnor som suttit i den styrelse som fattat det specifika förvärvsbeslutet. Som nämnts tidigare finns det styrelser där ingen kvinna är representerad, därmed blir minimivärdet

0 %. Maximivärdet däremot är ungefär 43 % kvinnliga styrelseledamöter, vilket är en relativt jämn könsfördelning. Eftersom variabelns medelvärde endast ligger på 14 % kan det konstateras att de flesta styrelser inte uppnår ens nära på en jämn könsfördelning.

Som kontrollvariabel i regressionen används förhållandet mellan det goodwill som uppstått vid förvärvet och priset som betalats, alltså hur stor andel av priset bildar goodwill istället för att hänföra sig till de förvärvade nettotillgångarna. Även denna variabel varierar stort med ett minimivärde på 1,59 % och ett maximivärde på 260,49%. Då detta förhållande överstiger 100 innebär det att nettotillgångarna varit negativa och därmed har hela priset och nettotillgångarnas negativa värde bildat goodwill. Ett medelvärde på 59,97% signalerar ändå att i majoriteten av fallen har endast en andel av priset hänfört sig till goodwill.

Dummyvariabeln utländskt antar värdet 1 då målföretaget varit utländskt och värdet 0 då målföretaget varit inhemskt. Baserat på medeltalet kan det konstateras att 55 % av målföretagen varit utländska. Dummyvariabeln över byte av vd antar värdet 1 om företaget bytt verkställande direktör under samma räkenskapsperiod som nedskrivningen skett, annars antar den värdet 0. Endast i 23 % av fallen har företaget gjort ett byte av den verkställande direktören under samma räkenskapsperiod som de nedskrivit goodwillposten. Dummyvariabler kan bara anta värdena 0 eller 1, vilket leder till att dessa även blir minimi- och maximivärden. De övriga dummyvariablerna i regressionen hänför sig till branschfördelningen, procentuellt varierar dessa lite från den tidigare tabellen, tabell 2, över branschfördelning. Skillnaden beror på att en del företag genomfört fler än ett förvärv eller nedskrivit förvärvet upprepade gånger, och har därmed räknats med flera gånger.

Längst ned i tabell 4 byter antalet observationer från 73 till 469, detta beror på den extra datainsamling som gjorts över företagens förändring i goodwill mellan räkenskapsperioderna. Denna variabel kommer inte användas i regressionsanalysen men kommer däremot användas för U-test. Goodwillförändringen mellan räkenskapsperioderna är multiplicerad med 100, vilket leder till att man måste ta bort 100 från värdet för att få ökningen eller minskningen i procent. Denna variabel har ett minimivärde på 4,12 och ett maximivärde på 484,09, detta innebär att som mest har goodwillposten minskat med 95,88 % medan med som mest har ökat med 384,08 %.

Detta är ett väldigt stort hopp mellan värdena men medeltalet är 109,1 vilket innebär en ökning på 9,1 %. För alla dessa räkenskapsperioder har även styrelsens sammansättning i form av könsfördelning samlats in. Även i detta sampel finns företag som inte har kvinnor i styrelsen, vilket resulterar i ett minimivärde på 0 %. Däremot är maximivärdet för detta sampel 60 %, vilket skulle innebära att det finns i alla fall en styrelse i detta sampel där majoriteten är kvinnor. Dock är medelvärdet endast 19,13 %, vilket säger att styrelser med färre kvinnor ändå är normen. Även en dummyvariabel för kvinnor finns presenterat för detta sampel. Denna dummyvariabel antar värdet 1 om en eller fler styrelseledamöter är kvinnor medan variabeln antar värdet 0 då styrelsen består enbart av män. Som kan läsas ur medelvärdet har 81 % av styrelserna åtminstone en kvinnlig styrelseledamot.

## 6.2 Mann-Whitney U test

Utöver regressionsmodellerna har ytterligare test gjorts för att identifiera skillnader i variabler mellan två grupper. Det vanligaste testet för att mäta skillnader mellan två grupper är det så kallade T-testet. Detta test är ett väldigt robust statistiskt verktyg, dock finns det några antaganden som samplet måste uppfylla för att t-testet verkligen ska vara robust. T-testet kräver att variablerna som testas för är normalfördelade och har homogena varianser. (Djurfeldt & Barmark, 2009) För samplet som används uppfylls inte dessa krav, vilket leder till att t-testet inte skulle vara robust. Dessutom är grupperna som testas för olika stora vilket också kunde orsaka problem med T-testets robusthet. För sampel som inte uppfyller antagandet om normalfördelning är icke-parametriska test en bättre lösning (Field, 2013).

Det vanligaste icke-parametriska testet som brukar ersätta t-testet är Mann-Whitney U test. Detta test är välanpassat till sampel där variablerna inte är normalfördelade. Mann-Whitney U test används för att identifiera skillnader mellan två oberoende sampel, detta görs genom användning av rankat data. (Field, 2013) I detta fall testas skillnaderna mellan styrelser som består enbart av män (grupp 0) och styrelser där en eller fler kvinnor finns närvarande (grupp 1).

Tabell 5: Mann-Whitney U test

Variabel	Kvinnor i styrelsen	N	Mean Rank	Z	Asymp.sig. (2-tailed)	effekt r
ln(GW.ned.)	1	47	42,54	-3,001	0,003	-0,351
	0	26	26,98			
(GW/Pris)*100	1	47	35,28	-0,993	0,351	-
	0	26	40,12			
ln(Balans)	1	47	45,19	-4,435	0,000	-0,523
	0	26	22,19			
GW förändring*100	1	381	228,92	-2,027	0,043	-0,094
	0	88	261,33			

Den gruppen med lägsta medelrang (mean rank) är den gruppen med högst antal låga rankningar, och tvärtom har den gruppen med högst medelrang flest höga rankningar. Mann-Whitney testet är signifikant då ett p-värde under 0,05 ges och då kan testets nollhypotes förkastas. Nollhypotesen i Mann-Whitney testet är att det inte existerar någon skillnad mellan grupperna i fråga, därmed betyder ett signifikant Mann-Whitney att en skillnad verkligen existerar mellan grupperna och det borde inte vara bundet till slumpen i samplet. (Field, 2013) Som kan läsas ur tabell 5 är Mann-Whitney u testet signifikant för alla andra variabler utom för andelen av priset som hänför sig till goodwill. Alltså existerar signifikanta skillnader mellan grupperna.

Vad gäller både den naturliga logaritmen av goodwillnedskrivningen och den naturliga logaritmen av balansomslutningen är medelrang högre för den gruppen där det har suttit kvinnor i styrelsen. Detta kunde förklaras med att kvinnor oftare tillsätts i större bolag som i sin tur genomför större förvärv som därmed nedskrivs i större omfattning. Effekten av dessa variabler, goodwillnedskrivningen ( $r = -0,351$ ) och balansomslutningen ( $r = -0,523$ ), anses vara relativt höga (Field, 2013). Dock tyder detta resultat på att den andra hypotesen, om att förvärv där kvinnor var närvarande nedskrivs i mindre omfattning, måste förkastas.

Gällande andelen av priset som hänförts till goodwill och den årliga goodwillförändringen är medelrang lägre för den grupp där styrelserna även haft kvinnliga styrelseledamöter. Dessa två resultat skulle i sin tur bestyrka den första hypotesen om att företag med styrelser bestående enbart av män skulle generera mer goodwill. Dock är det endast den årliga goodwillförändringen som ger ett signifikant resultat och därmed kan endast det resultatet bestyrka hypotesen. Det är även värt att

notera att den rapporterade effekten ( $r=-0,094$ ) anses vara en väldigt liten effekt (Field, 2013) och att skillnaden mellan grupperna i medelrang inte är otroligt stor.

### 6.3 Regressionsmodeller

Nedan presenteras resultaten ur både de regressionsmodeller som baserar sig på det som presenterats i metodkapitlet och en framlänges stegvisregression som programvaran SPSS räknat ut. För att klargöra vad som menas med signifikans i resultatanalysen så definieras det före resultaten presenteras. När ett samband identifieras kan det vara att sambandet existerar endast på grund av slumpen (Saunders et al., 2007). Då ett signifikanstest utförs testas det för vad sannolikheten är att sambandet verkligen existerar även i populationen och inte bara i samplet på grund av slumpen. För att få ett signifikant samband ska p-värdet vara 0,05 eller lägre, då är det osannolikt att slumpen skulle ha orsakat sambandet. Även om sambandet inte är signifikant kan det existera men man kan inte med säkerhet påstå att det verkligen existerar. (Saunders et al., 2007)

#### 6.3.1 Resultat ur de huvudsakliga regressionsmodellerna

Regressionsmodellerna har byggts genom att stegvis lägga till variabler i ekvationen, detta för att se hur eventuella samband och signifikansnivåer ändras då variabler läggs till. För att kunna lita på resultaten måste modellen som helhet vara lämplig och robust. F-värdet mäter huruvida modellen i helhet är robust. Ett högre F-värde signalerar en bättre modell. F-värdet ska dessutom vara signifikant för att modellen ska vara robust. (Field, 2013) Som kan läsas ur tabell 6 är alla modellers F-värde signifikant och högsta F-värdet hittas för ekvation 3. Även  $R^2$  används för att bedöma hur bra regressionen är, den mäter hur stor andel av variansen som går att förklara med hjälp av regressionen. Ju högre  $R^2$  desto bättre lämpad är modellen. (Saunders et al., 2007) Resultaten ur regressionsmodellerna presenteras nedan i tabell 6.



Tabell 6: Regressionsresultat

Ekvation	1	2	3	4	5
ln(GW.ned)	beroende	beroende	beroende	beroende	beroende
Intercept	13,945	-3,783	-2,061	1,612	-1,820
sig.	0,000	0,064	0,261	0,374	0,345
andel kvinnor * 100	0,062	-0,023	-0,020	-0,019	-0,160
sig.	0,003	0,176	0,194	0,209	0,314
GW/Pris * 100		0,005			
sig.		0,206			
ln(Balans)		0,930	0,852	0,799	0,802
sig.		0,000	0,000	0,000	0,000
UTLÄNDSKT				0,688	0,797
				0,039	0,037
VD BYTE				0,704	0,852
				0,062	0,035
BRANSCH_Materials					-0,441
sig.					0,461
BRANSCH_c.Service			-1,010	-0,770	-0,773
sig.			0,035	0,098	0,176
BRANSCH_c.Goods					-0,030
sig.					0,956
BRANSCH_Financials					0,069
sig.					0,904
BRANSCH_Industrials					referens
sig.					
BRANSCH_Technology			1,655	1,735	1,723
sig.			0,001	0,000	0,003
BRANSCH_Health care					1,467
sig.					0,080
N	73	73	73	73	73
R <sup>2</sup>	0,118	0,590	0,678	0,711	0,731
Adjusted R <sup>2</sup>	0,106	0,572	0,659	0,684	0,688
F-värde	9,505	33,056	35,795	27,027	16,841
Sig.	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000
BP värde	2,563	0,231	0,000	0,173	0,015

I tabell 6 presenteras de fem ekvationer, alltså regressionsmodeller, som utförts. Den första regressionsmodellen, alltså ekvation 1, är en enkel regression över goodwillnedskrivningen och andelen kvinnor i den beslutande styrelsen. Denna ekvation resulterar i att ett signifikant samband mellan dessa variabler existerar R<sup>2</sup>, också kallad förklaringsgraden, är en determinationskoefficient som mäter den förklarade variansen. Den förklarade variansen är alltså den andel av variansen i den beroende variabeln som kan förklaras av de oberoende variablerna. (Djurfeldt & Barmark, 2009) Förklaringsgraden för denna regression är 0,118 medan den justerade

förklaringsgraden är 0,106, ur detta kan konstateras att ungefär 10 % av variansen för goodwillnedskrivningar går att förklara med de oberoende variablerna som i detta fall endast är andelen kvinnor. Sambandet som har identifierats är ett positivt samband och kan läsas som att då andelen kvinnor i styrelsen ökar så ökar goodwillnedskrivningen även i storlek. Detta samband skulle alltså totalt motsäga den andra hypotesen. Enligt denna regression har alltså ett samband identifierats men man kan inte uttala sig om kausalitet. För att kunna konstatera kausalitet kontrolleras det för andra faktorer så att det påstådda sambandet inte har orsakats av en eller fler utomstående faktorer (Djurfeldt & Barmark, 2009).

I den andra ekvationen kontrolleras det för andelen av köpeskillingen som bildat goodwill och för företagets storlek i form av den naturliga logaritmen av balansomslutningen. Kontrollerat endast för dessa variabler försvinner det signifikanta sambandet mellan andelen kvinnor i styrelsen och storleken av goodwillnedskrivningen, vilket signalerar att hypotes 2 ska förkastas. Sambandet mellan storleken av goodwillnedskrivningen och andelen av priset som genererats till goodwill är förvånande nog väldigt nära noll. Dessutom är detta samband inte signifikant, därmed kan det konstateras att inget samband mellan dessa variabler existerar. Dock kan ett signifikant samband mellan företagets storlek och goodwillnedskrivningen identifieras. Detta samband är logiskt då större företag ofta har en större goodwillpost och kan därmed nedskryva en större summa. Det faktum att sambandet mellan andelen kvinnor och goodwillnedskrivningen blir icke-signifikant samtidigt som ett signifikant samband mellan storlek och goodwillnedskrivningar uppstår tyder på att storleken kunde vara den bakomliggande tredje faktorn som orsakade sambandet i den första regressionen. Alltså kunde detta förklaras som att större företag har fler kvinnor i styrelsen och därmed verkar det som företag med fler kvinnor i styrelsen nedskriver större mängd goodwill. Denna ekvation ger en väsentlig ökning i  $R^2$  (0,590) jämfört med den tidigare ekvationen ( $R^2=0,118$ ), detta tyder på att värderrelevant information har inkluderats.

Branschtillhörighet kontrolleras även för, först adderas en av de mest kvinnostarka branscherna och en av de mest mansdominerade branscherna för att se om en skillnad existerar. I den tredje ekvationen har variabeln för andelen av priset som blivit goodwill exkluderats. Detta eftersom den variabeln hade en så pass liten inverkan på den beroende variabeln och att förklaringsgraden var den samma oberoende om

variabeln var inkluderad eller exkluderad. Sambandet mellan andelen kvinnor och goodwillnedskrivningen förblir icke-signifikant medan koefficienten för företagets storlek förblir signifikant. Båda branscherna som kontrollerats för har signifikanta samband med den beroende variabeln. Företag som är aktiva i teknologibranschen har en positiv inverkan på goodwillnedskrivningen, alltså nedskriver företag i teknologibranschen större mängd goodwill än de som har en annan branschtillhörighet. Det motsatta sambandet kan identifieras för företag aktiva inom konsumenttjänstesektorn. Alltså nedskriver dessa företag å andra sidan mindre mängd goodwill än de företag aktiva i de övriga branscherna.

I den fjärde regressionen kontrolleras det dessutom för om målföretaget varit utländskt eller inhemskt och om den verkställande direktören har bytts under den räkenskapsperiod som nedskrivningen skett. Inget signifikant samband mellan byte av verkställande direktör och goodwillnedskrivningen kunde identifieras. Dock verkar det som om målföretaget är utländskt eller inte har en inverkan. Ett positivt samband kan identifieras som dessutom är signifikant. Om målföretaget var utländskt så har goodwillnedskrivningen varit av större omfattning. Kontrollerat för dessa variabler ändrar signifikansen för branschen konsumenttjänster, medan de övriga förblir det samma.

De femte och sista regressionen beaktar alla branschindelningar. Då man använder sig av flera dummyvariabler som förklarar samma sak, i detta fall vilken bransch som företaget tillhör, skall en referenskategori användas. (Djurfeldt & Barmark, 2009) Då man för in alla branscher som dummyvariabler i regressionen i SPSS plockas en automatiskt bort som referenskategori, i detta fall blev det industrisektorn. De signifikanta sambanden i denna regression hittas mellan den beroende variabeln och variablerna för storlek, utländskt målföretag, byte av verkställande direktör och teknologibranschen.

Som kan läsas ur tabell 6 ökar  $R^2$  för varje ekvation, detta är naturligt då förklaringsgraden ökar automatiskt då fler variabler tillsätts. På grund av detta är den justerade förklaringsgraden mer beskrivande eftersom denna korrigerar för den ökning som tillkommer enbart på grund av antalet variabler. Även den justerade förklaringsgraden stiger vid varje ekvation, detta tyder på att mer värdelevant information inkluderas i varje modell. Dock stiger den justerade förklaringsgraden

knappt mellan ekvation 4 och 5 där alla branscher beaktas. Eftersom alla samband inte hålls signifikanta över de olika regressionerna kommer en framlänges stegvisregression att utföras, var de mest betydande variablerna identifieras. Detta presenteras närmare till näst.

### 6.3.2 Stegvisregression

För att få fram de oberoende variabler som tillsammans bildar den bästa regressionen kan en framlänges stegvisregression användas. I en framlänges stegvisregression adderas de oberoende variablerna en efter en in i regressionen och först ut är den variabel som bidrar mest till regressionen. Variabler tilläggs inte längre då de som har en inverkan är tillagda. Alltså utelämnas de variabler som inte bidrar till förklaringen av den beroende variabeln. Vilka variabler som tilläggs baseras på signifikansen, alltså om t-värdet för variabelns  $\beta$ -koefficient är signifikant eller inte. (Djurfeldt & Barmark, 2009)

Tabell 7: Framlänges stegvisregression (sammanfattning)

Modell	R	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	std. Error of the estimate	Statistik över förändring				
					R <sup>2</sup> Change	F change	df1	df2	sig. F change
1	0,755	0,570	0,564	1,528	0,570	94,113	1	71	0,000
2	0,804	0,646	0,635	1,397	0,076	14,940	1	70	0,000
3	0,820	0,672	0,658	1,353	0,027	5,590	1	69	0,021
4	0,831	0,691	0,673	1,324	0,019	4,094	1	68	0,047

Beroende variabel: ln(GW.ned.)

1: ln(balans)

2: ln(balans),BRANSCH\_Technology

3: ln(balans),BRANSCH\_Technology, UTLÄNDSKT

4: ln(balans),BRANSCH\_Technology, UTLÄNDSKT, BRANSCH\_c.Service

I tabell 7 presenteras sammanfattningen av de fyra modeller som framkommit i den stegvisaregressionen. Denna stegvisa regression har alltså inkluderat de oberoende variablerna i ordning av väsentlighet. Alltså beskriver variabeln ln(balans) bäst variansen i den beroende variabeln. Viket är logiskt då större företag ofta gör större förvärv och att goodwillposten är en del av balansomslutningen. I andra modellen lägger SPSS till branschen teknologi som relevant variabel. Därefter adderas ännu variabeln utländsk i tredje modellen och sektorn för konsumenttjänster i fjärde

modellen. Dessa fyra variabler är alltså de mest relevanta och de enda signifikanta variablerna. Förändringarna är dessutom signifikanta. Vid jämförelse av modellernas förklaringsgrad, mätt som  $R^2$ , så ökar förklaringsgraden för varje modell samtidigt som den hålls signifikant, detta resulterar i att modell fyra är den optimala modellen för de variabler som använts i denna avhandling. Dock finns inte variabeln för andelen kvinnor med i dessa modeller, vilket tyder på att den variabeln inte förklarar goodwillnedskrivningen och därmed existerar inget samband.

Sammanfattningsvis kan konstateras att de fyra variablerna som är mest relevanta för att förklara variansen i den beroende variabeln är den naturliga logaritmen av balansomslutningen, huruvida målföretaget är inhemskt eller utländskt samt teknologibranschen och konsumenttjänstesektorn. Goodwillnedskrivningarna är proportionellt högre om det förvärvande företaget är större, om förvärvande företaget tillhör teknologibranschen och om målföretaget är utländskt. Däremot är goodwillnedskrivningarna proportionellt sett mindre om det förvärvande företaget tillhör konsumenttjänstesektorn.

## 6.4 Regressionsdiagnostik

Vid användningen av regressionsanalys kan en del problem uppstå, som i sin tur inverkar på resultaten som kommer ur regressionen. Dessa problem är bland annat heteroskedasticitet och multikollinearitet. (Djurfeldt & Barmark, 2009) Regressionsdiagnostik är processen för att bestyrka regressionsmodellernas validitet. Regressionsdiagnostiken presenteras nedan och testernas natur förklaras mer ingående.

### 6.4.1 Test för heteroskedasticitet

Heteroskedasticitet beskrivs ofta på svenska som ojämn spridning och är ett av de vanligare problemen då man utför en regressionsanalys. Problemet som uppstår är att precisionen i regressionsmodellen rubbas om heteroskedasticitet råder. (Djurfeldt & Barmark, 2009) Om varianserna av den beroende och de oberoende variablerna har jämna varianser kallas det för homoskedasticitet (Saunders et al., 2007).

Om heteroskedasticitet råder signalerar det ofta att en väsentlig variabel är utebliven från regressionsmodellen. Detta innebär att det finns en variabel som skulle ha ett kausalt samband med den beroende variabeln i regressionen, men denna variabel har inte beaktats. Om detta är fallet kan det löna sig att tänka om det är en förklarande faktor man missat. För att testa om heteroskedasticitet råder i modellerna har ett så kallat Breusch-Pagantest utförts. Ur ett BP-test fås ett BP-värde som sedan med hjälp av en chi square-tabell kan avläsas huruvida testet är signifikant eller inte. Nollhypotesen för detta test är att homoskedasticitet råder, alltså jämna varianser.

Enligt chi square-tabellen på första frihetsgraden ska värdet överstiga 3,84 för att vara signifikant på en 5 % nivå eller 2,71 för att vara signifikant på en 10 % nivå. BP värdet för de utförda regressionerna hittas längst ner i tabell 6 över regressionsresultat. Inget BP-värde överstiger ens 2,71, vilket alltså tyder på att dessa är icke-signifikanta och därmed kan nollhypotesen för detta test inte förkastas. Då nollhypotesen inte förkastas kan det konstateras att det inte finns risk för heteroskedasticitet i de använda modellerna.

#### 6.4.2 Test för multikollinearitet

Att testa för multikollinearitet är ytterst relevant då man utför en regressionsanalys. Multikollinearitet innebär samvariation mellan två av de oberoende variablerna. Om två variabler samvarierar kommer det att påverka resultaten och därmed försvåra tolkningsprocessen. Då två variabler samvarierar kommer både förklaringsgraden och variablernas signifikans att påverkas. Den verkliga inverkan av de samvarierande oberoende variablerna på den beroende variabeln kommer bli svår att påvisa, därmed kommer förklaringsgraden vara något mindre än vad den är i verkligheten. Det andra problemet som uppstår vid multikollinearitet är att det är svårare att uppnå statistisk signifikans på variablerna som samvarierar. Alltså uppstår det risk för typ II fel, det vill säga att regressionen ger ut ett falskt negativt. Detta leder till att inget samband påvisas även om sambandet existerar. (Djurfeldt & Barmark, 2009) På grund av att dessa fel kan uppstå minskar precisionen i regressionen.

Multikollinearitet kan upptäckas genom en korrelationsmatris. I denna matris beräknas pearsons korrelationskoefficient mellan de oberoende variablerna. (Djurfeldt & Barmark, 2009) En tumregel då man granskar korrelationsmatrisen är att inga variabler

får ha en korrelationskoefficient som överstiger ca.0,7–0,8. Som kan läsas ur nedanstående korrelationmatrix, tabell 8, så överstiger ingen av korrelationerna dessa kritiska värden. Utgående från denna matrix finns det inte risk för att multikollinearitet existerar och därmed samvarierar inte de oberoende variablerna.

Tabell 8: Korrelationsmatrix

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Andel kvinnor * 100	1	-0,19	-0,54	0,191	-0,152	-0,13	-0,007	0,185	0,065	0,032	0,107
2. GW/Pris	-0,19	1	0,065	-0,207	-0,366	-0,07	-0,08	0,156	0,014	-0,09	-0,164
3. Ln_Balans	-0,54	0,065	1	-0,295	0,051	-0,356	-0,246	-0,284	-0,309	-0,398	-0,214
4. Utländskt	0,191	-0,207	-0,295	1	0,226	-0,157	0,205	0,061	0,375	0,09	0,075
5. VD byte	-0,152	-0,366	0,051	0,226	1	-0,128	0,13	-0,263	0,115	0,045	0,128
6. Bransch_Materials	-0,13	-0,07	-0,356	-0,157	-0,128	1	0,358	0,375	0,3	0,472	0,255
7. Bransch_c.Service	-0,007	-0,08	-0,246	0,205	0,13	0,358	1	0,337	0,429	0,431	0,264
8. Bransch_c.Goods	0,185	0,156	-0,284	0,061	-0,263	0,375	0,337	1	0,358	0,318	0,206
9. Bransch_Financials	0,065	0,014	-0,309	0,375	0,115	0,3	0,429	0,358	1	0,418	0,248
10. Bransch_Technology	0,032	-0,09	-0,398	0,09	0,045	0,472	0,431	0,318	0,418	1	0,289
11. Bransch_Health Care	0,107	-0,164	-0,214	0,075	0,128	0,255	0,264	0,206	0,248	0,289	1

Eftersom multikollinearitet inte alltid upptäcks genom att titta på en korrelationsmatrix kan man dessutom granska detta genom att titta på så kallade VIF-faktorer. VIF-faktorerna (Variance Inflation Factors) fås ut genom en kollinearitetsdiagnos, detta kan utföras i programvaran SPSS. Samtidigt med VIF-faktorerna anges också toleransen. En lägre tolerans brukar återspegla att variabeln är onödig i modellen. (Djurfeldt & Barmark, 2009)

Tabell 9: VIF

	Tolerans	VIF
1. Andel kvinnor * 100	0,603	1,658
2. GW/Pris	0,77	1,299
3. ln(Balans)	0,471	2,123
4. Utländskt	0,633	1,581
5. VD byte	0,709	1,41
6. Bransch_Materials	0,546	1,831
7. Bransch_c.Service	0,671	1,49
8. Bransch_c.Goods	0,643	1,555
9. Bransch_Financials	0,595	1,682
10. Bransch_Technology	0,589	1,698
11. Bransch_Health Care	0,831	1,204

Kritiskt värde för VIF-faktorerna har ansetts vara 2,5 men det råder mycket olika uppfattningar gällande detta och kan variera upp till 10 (Djurfeldt & Barmark, 2009). Ju mindre samplet är desto mer kritiskt är problemet med multikollinearitet, därmed används 2,5 som kritiskt värde för detta sampel. Enligt tabell 9 överstiger ingen av variablerna ett VIF-värde på 2,5 och därmed konstateras det att det inte råder ett problem med samvariation mellan de oberoende variablerna. Om man tittar på toleransvärdena brukar en gräns på ett värde på 0,5 dras. Enda variabeln som underskrider ett toleransvärde på 0,5 är den naturliga logaritmen av balansomslutningen. Eftersom denna variabel klarar multikollinearitetstesten och har plockats fram som relevant i den stegvisaregressionen ignoreras påståendet om att det skulle återspegla att variabeln är onödig i modellen.

## 6.5 Sammanfattning

Syftet med denna avhandling är att undersöka huruvida företag med fler kvinnor i styrelsen genomför bättre förvärv. Detta görs genom att kontrollera ifall andelen kvinnor i styrelsen vid förvärvstidpunkten påverkar omfattningen av goodwill som tillkommer, samt till vilken omfattning det måste nedskrivs. Eftersom det signifikanta samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och goodwillnedskrivningen som existerade utan kontrollvariabler försvann då dessa lades till kan det konstateras att inget samband existerar, därmed förkastas avhandlingens andra hypotes. De samband som däremot existerar är sambanden mellan goodwillnedskrivningen och förvärvande företagets storlek, målföretagets geografiska position samt förvärvande företagets branschtillhörighet. Ju större, mätt som den naturliga logaritmen av balansomslutningen, förvärvande företaget är desto större är omfattningen av nedskrivningen. Om målföretaget som förvärvas är beläget utomlands ökar omfattningen av goodwillnedskrivningen. Beträffande branschtillhörighet fanns det ett signifikant positivt till teknologibranschen medan ett signifikant negativt samband kunde identifieras till konsumenttjänstesektorn. Det intressanta med dessa branscher är att teknologibranschen typiskt anses maskulin och färre kvinnor i högre positioner hittas i dessa branscher medan konsumenttjänstesektorn ofta har fler kvinnor. Kvinnor hittas oftare i företag som har direkt kontakt med kunden (Brammer et al., 2007), vilket är signalerande för konsumenttjänstesektorn. Enligt dessa resultat kunde hypotes 3 accepteras. Utöver regressionen utfördes ett u-test för att identifiera skillnader mellan



två grupper, en grupp där alla styrelser endast bestod av män och en grupp var även kvinnliga styrelseledamöter finns. Ur detta test kunde läsas att goodwillposten i balansräkningen ökade kraftigare under räkenskapsperioder då styrelsen bestått endast av män. På grund av detta resultat accepteras hypotes 1.

## 7. Diskussion och sammanfattning

I detta kapitel kommer avhandlingens resultat att diskuteras, dels gentemot hypoteser och dels gentemot tidigare forskning och teori. Avhandlingen sammanfattas och slutsatser presenteras. Utöver detta kommer även avhandlingens begränsningar och förslag till fortsatt forskning att diskuteras.

### 7.1 Resultat gentemot hypoteser

Syftet med denna avhandling är att undersöka huruvida andelen kvinnor i styrelsen påverkar styrelsens beslutsfattande angående förvärv. För att besvara detta syfte har tre hypoteser bildats utgående från teori, sedan har dessa hypoteser testats.

*H1: företag vars styrelse består enbart av män genererar mera goodwill*

Den första hypotesen utgår från att det genereras mer goodwill, generellt sett, i företag vars styrelse består enbart av män. Detta testades genom utförandet av u-testet, som mäter skillnader i variablerna mellan de styrelser som består enbart av män och de styrelserna var kvinnor varit närvarande. De variabler som var intressanta för denna hypotes är variabeln över hur stor del av priset som bildat goodwill och variabeln över goodwillpostensförändring från räkenskapsperiod till räkenskapsperiod. Båda variablerna visade enligt Mann-Whitneys u test en högre medelrang för gruppen där styrelserna bestod av enbart män. Dock var endast skillnaderna i goodwillpostensförändring signifikant ( $p=0,043$ ) och därmed kan konstateras att det uppkommer mer goodwill de räkenskapsperioder då endast män sitter i styrelsen. Baserat på detta accepteras avhandlingens första hypotes. Dock kan noteras att effekten av kvinnor i styrelsen på goodwillförändringen är väldigt liten ( $r=-0,094$ ) och testet var inte signifikant på 0,001-nivå.

*H2: styrelser med jämnare könsfördelning nedskriver mindre mängd goodwill*

Bara för att goodwill uppstår vid förvärvet kommer det inte nödvändigtvis nedskrivs i ett senare skede (Gu & Lev, 2011). Eftersom antagandet i denna avhandling är att en goodwillnedskrivning återspeglar att förvärvet inte avkastat lika bra som styrelsen tänkt vid förvärvstidpunkten är större nedskrivningar en indikator på ett bristfälligt beslut. Detta är något som hypotes två behandlar, där antagandet är att en mindre

mängd goodwill nedskrivs om kvinnor varit delaktiga i beslutet. Detta är den hypotes som är av största intresse för att besvara avhandlingens syfte och har därmed testats med regressionsanalys. Med en enkel regression, alltså ekvation 1, hittas ett signifikant ( $p=0,003$ ) samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och goodwillnedskrivningen, dock var detta samband positivt och inte negativt som förväntat. Då kontrollvariabler inkluderas i modellen försvinner signifikansen ( $p=0,176$ ) i sambandet och ett signifikant samband hittas inte i någon av de andra regressionsmodellerna. Baserat på regressionsmodellerna existerar inget samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och omfattningen av goodwillnedskrivningen, därmed förkastas den andra hypotesen.

*H3: företag som är aktiva inom typiskt sett mansdominerade branscher nedskriver större mängd goodwill*

De två branscher som visade signifikant samband med goodwillnedskrivningen var teknologibranschen och konsumenttjänstesektorn. Företag aktiva inom teknologibranschen påvisade positivt samband till goodwillnedskrivningen, alltså nedskriver dessa företag större mängd goodwill än företag som är aktiva i en annan bransch. I kontrast till detta nedskrev företag aktiva inom konsumenttjänstesektorn mindre mängd goodwill, då ett negativt samband mellan denna bransch och goodwillnedskrivningen existerade. Det intressanta med dessa två branscher är att teknologibranschen är en bransch som typiskt sett är mer maskulin medan kvinnor oftare söker sig till konsumentfokuserade branscher (Brammer et al., 2007). Baserat på dessa samband accepteras den tredje hypotesen.

## 7.2 Resultatdiskussion med utgångspunkt i tidigare forskning

Eftersom ingen tidigare forskning inom området existerar kan resultaten i denna avhandling varken bestyrka tidigare forskning eller motsäga vad som tidigare funnits bevis för. Dock kan den tidigare forskningen utförd inom liknande områden ligga som grund för förklaringen till dessa resultat och därmed delvis stämma överens. Slutsatsen att resultaten delvis stämmer överens dras då resultaten ur denna avhandling ändå står i samma linje med resultat från tidigare forskning.

Som tidigare nämnts accepterades den första hypotesen och därmed blev slutsatsen att styrelser bestående av enbart män genererar mer goodwill. Levi et al. (2014) fann bevis

för att styrelser med högre antal manliga styrelseledamöter ofta är förknippat med högre förvärvsaktivitet. Detta resultat har även bestyrkts av Chen et al. (2016) och Dowling och Aribi (2013). Chen et al. (2016) fann dessutom bevis för att företag med fler kvinnor i styrelsen var ofta förknippade med förvärv som var mindre i omfattning. Alltså kan det konstateras att manliga styrelser genomför fler och större förvärv jämfört med styrelser med jämnare könsfördelning. (Levi et al., 2014; Chen et al., 2016; Dowling & Aribi, 2013). Om förvärvsaktiviteten är högre och det är vanligt att goodwill tillkommer vid ett förvärv (Gu & Lev, 2011) är detta en logisk förklaring till varför styrelser bestående av enbart män skulle ha en högre tillväxt av goodwillposten. Dessutom konstaterade Levi et al. (2014) att budpremien var något större om styrelsen var mansdominerad. En annan möjlig förklaring till att goodwillposten inte ökar i samma utsträckning om kvinnor sitter i styrelsen kunde vara att en heterogen styrelse har svårt att fatta beslut i konsensus (Carter et al., 2003), vilket leder till att färre förvärvsbeslut kan godkännas eller så måste budpremien sänkas för att beslutet ska gå igenom. Ett högre pris för samma nettotillgångar orsakar också en tillväxt i goodwillposten. Eftersom resultaten i denna avhandling tyder på att goodwillposten har en högre årlig tillväxt för räkenskapsperioder då endast män suttit i styrelsen kan det förklaras med bevisen från tidigare forskning, därmed stämmer resultaten delvis överens.

Om orsaken till varför manliga styrelser genererar mer goodwill är ökad förvärvsaktivitet och större omfattning på förvärven kunde detta ses som bevis för imperiebyggarteorin. Imperiebyggarteorin betonar ledningens och styrelsens intresse för att maximera företagets tillväxt och därmed expandera i snabb takt på aktieägarnas bekostnad (Schoenberg & Reeves, 1999). Intresset för att bygga imperier är något som anses vara högre för män än för kvinnor (Levi et al., 2014), vilket skulle förklara skillnaden i goodwillpostenstillväxt då enbart män suttit i styrelsen. Dessutom anses kvinnor öka oberoendet i styrelsen (Adams & Ferreira, 2009), vilket kunde dämpa imperiebyggarmotivet. Att skillnaden mellan grupperna varit liten kunde även förklaras av de många fall i samplet som endast en kvinna suttit i styrelsen, och därmed haft väldigt lite inflytande (Konrad et al., 2008).

Om däremot goodwillpostens tillväxt inte förklaras av förvärvsaktiviteten utan istället av en stor budpremie kunde överkonfidens vara orsaken till detta. Huang och Kisgen (2013) konstaterar att överkonfidens är något som män oftare lider av än kvinnor och

detta argument har använts för att motivera skillnader i förvärvsbeslut. Överkonfidenta manliga styrelseledamöter är något som Levi et al. (2014) motiverar skillnaderna i budpremiens storlek med. Om detta är situationen hittas även bevis för hybrishypotesen (Roll, 1986), som i samband med förvärv förutspår ett överpris orsakat av överkonfidens. Överkonfidens kan dämpas av oberoendet i styrelsen (Crociet al., 2010), vilket även kunde förklara varför goodwillpostens tillväxt är mindre då kvinnor finns närvarande.

Som indikator på ett sämre förvärvsbeslut har i denna avhandling använts en större goodwillnedskrivning som gjorts. Skillnader i överkonfidens mellan män och kvinnor skulle resultera i att ett ogrundat överpris oftare betalas då styrelsen är mansdominerad (Huang & Kisgen, 2013; Levi et al., 2014; Malmendier & Tate, 2008). Män är också mer risktoleranta jämfört med kvinnor, detta skulle i sin tur leda till att män oftare genomför riskabla förvärv som möjligtvis inte avkastar så som de hoppats (Malmendier & Tate, 2008). Ett högre ogrundat överpris i kombination med riskabla förvärv skulle i sin tur leda till att en större goodwillnedskrivning sker i framtiden (Gu & Lev, 2011). Utgående från detta skulle alltså det vara logiskt att styrelser med fler kvinnor nedskriver goodwill i mindre omfattning, detta är något som avhandlingens resultat inte står i linje med.

Mellan andelen kvinnor i styrelsen och omfattningen av goodwillnedskrivningen existerar inget signifikant samband. Alltså kan man inte säga att en styrelse med jämnare könsfördelning genomför bättre förvärv. I resultaten framkom dessutom att goodwillnedskrivningarna var av större omfattning då kvinnor suttit med i styrelsen, detta kan dock förklaras med att kvinnor oftare sitter i styrelser för företag som är större. Större företag genomför i sin tur högst sannolikt större förvärv som därmed resulterar i större nedskrivningar.

Att inget samband existerar kan signalera att kvinnor och män inte skiljer sig åt i sitt styrelsearbete, om detta är fallet finns det inget ekonomiskt argument som skulle motivera till en jämnare könsfördelning i styrelser. Bara för att inget samband hittades i denna avhandling betyder det nödvändigtvis inte att det inte existerar i verkligheten. Samplet är i det mindre laget, vilket i sin tur kan förvränga resultat. Utgångspunkt i diskussionen är ändå att styrelser med jämnare könsfördelning inte genomför bättre förvärv.

En orsak till varför sambandet inte existerar kunde vara för att de påstådda skillnaderna mellan de två könen endast existerar i befolkningen som helhet men försvinner då det handlar om individer i ledande positioner. Mindre skillnader mellan könen i ledande positioner är något som flera forskare har kunnat bevisa (Croson & Gneezy, 2009; Johnson & Powell, 1994), även om en liten skillnad fortfarande kunnat påvisas kontrollerat för expertis (Beckmann & Menkhoff, 2008).

Det kan också vara att skillnaderna mellan män och kvinnor trots allt existerar även i ledande position, men inte kommer i uttryck i beslutet. Orsaken till att skillnaderna inte kommer i uttryck i beslutet kan bero på miljön i styrelsen. De flesta styrelser uppnår inte ens nära på en jämn könsfördelning, vilket resulterar i att stämningen inom styrelsen kan bli väldigt maskulin. Kvinnor är mer flexibla styrelseledamöter och har därmed lättare att anpassa sig (Virtanen, 2012). Det är alltså inte ovanligt att kvinnor anpassar sig till den manliga kulturen och därmed anammar samma värderingar och åsikter som de manliga styrelseledamöterna. Dessutom kan även de kvinnliga styrelseledamöterna ha plockats ur det så kallade ”old boys network”, vilket har resulterat i att de redan från början är mer likasinnade med sina manliga kollegor i nätverket. (Rose, 2007) Om detta är fallet finns det inga skillnader som ens kan komma till uttryck i beslutsfattandet.

Majoritetsgruppen tenderar dessutom ha mera inflytande i beslutsfattande. (Carter et al., 2010). Minoritetsgruppen får inflytande först då den kritiska massan på tre är uppnådd, alltså då tre kvinnor sitter med i styrelsen (Torchia et al., 2011). Synen på de kvinnliga ledamöterna kan även påverka kvinnornas chans till inflytande. Kvinnors kompetens ifrågasätts av de manliga styrelseledamöterna vilket leder till att kvinnor inte beaktas som jämlikar av männen och deras åsikter beaktas därmed inte. (Konrad et al., 2008). Detta betyder att beslutet i sig ändå bara reflekterar männens karaktärsdrag och preferenser. Då den kritiska massan på tre är uppnådd normaliseras kvinnor i styrelsen och gruppdynamiken förbättras (Fitzsimmons, 2012), vilket leder till att kvinnor lättare uppfattas som jämlika ledamöter av sina manliga kollegor. Denna teori menar att det inte är andelen kvinnor utan antalet kvinnor som är viktigt (Konrad et al., 2008) och relevansen av detta har bestyrkts av andra (Arena et al., 2015). I samplet fanns det endast sex styrelser där minst tre kvinnor suttit med, alltså kan detta ha påverkat resultaten. Att kvinnor inte beaktas som jämlika

styrelseledamöter (Nielsen & Huse, 2010b) kan alltså vara en betydande orsak till varför skillnaderna mellan könen inte kommit till uttryck i beslutsfattandet.

Dessutom gäller trots allt principen om majoritetsbeslut (Finsk kod för bolagsstyrning, 2015), vilket skulle kunna resultera i att kvinnor som är i minoritet i styrelsen inte kan påverka beslutet i sig då röstningen ändå resulterar i männens vilja. Om detta är fallet kan kvinnor endast bidra till diskussionen som sedan ligger som grund för beslutsfattandet. Diskussionen i sig ska gynnas av mångfald och ett bättre beslut kan fattas om diskussionen är bättre (Carter et al., 2003). Detta blir ändå inte fallet om inte alla åsikter beaktas som jämlika i diskussionen (Nielsen & Huse, 2010b). Dessutom kan tilläggas att män ofta är bättre på att influera och övertyga andra än vad kvinnor är (Nielsen & Huse, 2010a), vilket också kan påverka vems preferenser som syns i beslutet.

Gruppbeslut i sig kan se annorlunda ut än individuella beslut och alla individers preferenser och karaktärsdrag kommer inte till synes i gruppbeslutet. Då det gäller riskpreferens tenderar gruppens riskpreferens som helhet luta mot de individers riskpreferens som är högst (Deng & Ji, 2014). Då gruppbeslut fattas i grupper där båda könen är representerade tenderar gruppens riskpreferens återspegla de manliga gruppmedlemmarnas individuella riskpreferens (Krakowsky & Elangovan, 2001).

Trots att andelen kvinnor i sig inte inverkat på omfattningen av goodwillnedskrivningen visade resultaten att branschmässiga skillnader finns. Företag aktiva inom teknologibranschen nedskrev större omfattning goodwill men konsumenttjänstesektorn nedskrev goodwill till en mindre omfattning. Det intressanta med dessa branscher är att Catalyst (2004) rapporterade att kvinnor var underrepresenterade främst i bland annat teknologibranschen medan konsumenttjänstesektorn hörde till de branscher var den kvinnliga representationen var som högst. Utgående från detta dras slutsatsen att mansdominerade branscher nedskriver större mängd goodwill.

Denna branschmässiga skillnad kunde bero på branschmässiga skillnader som finns naturligt i förvärsaktiviteten (Schoenberg & Reeves, 1999). Alltså att teknologibranschen i sig har en hög förvärsaktivitet medan konsumenttjänstebranschen har en låg förvärsaktivitet, vilket resulterar i att goodwillposten för teknologiföretag är större och därmed kan nedskrivas till större utsträckning. Detta

borde dock ha varit fallet för fler branscher i så fall. Om mansdominerade branscher förvärvar mer i allmänhet kunde även detta tyda på att män är imperiebyggare (Levi et al., 2014) som i snabbare takt vill expandera sitt imperium under sitt styre. Ett annat perspektiv på vad som kunde orsaka denna skillnad är att de branscherna vart kvinnor typiskt söker sig redan har normaliserat kvinnan som styrelseledamot.

Det kunde vara vanligare att den kritiska massan av kvinnliga styrelseledamöter uppfylls i företag aktiva inom konsumenttjänstesektorn och därmed har kvinnor inflytande till större utsträckning. Medan det i mansdominerade branscher ännu råder problem som att de manliga styrelseledamöterna inte beaktar kvinnornas åsikter som jämställda åsikter och därmed kommer inte kvinnors potential till synes i styrelsearbetet (Nielsen & Huse, 2010b). Alltså går perspektivet som diskuterades tidigare angående kvinnans inflytande i styrelsens beslutsfattande även att tillämpa på branscherna som helhet. Om detta är fallet kunde det vara intressant att följa upp om dessa skillnader råder även i större sampel då man kontrollerat för förvärvsaktiviteten.

### 7.3 Studiens begränsningar

Alla undersökningar har sina begränsningar över vad som gått att beakta och vad som fallit utanför, det är ändå viktigt att diskutera dessa begränsningar. Först och främst måste sampelstorleken lyftas fram som begränsning. Det är svårt att ur ett så pass litet sampel lyfta fram generaliserbara slutsatser. Dock går det ändå att påstå att en rättvisande bild av finska marknaden har uppnåtts relativt bra då alla nedskrivningar som gått att härleda till förvärvet har beaktats. Finska marknaden av börsnoterade bolag är en relativt liten marknad, vilket naturligt resulterar i ett litet sampel. Det finns även externa faktorer, exempelvis utförandet av due diligence, som kan påverka huruvida ett förvärv lyckas eller inte, som inte beaktats i denna avhandling. Dessa externa faktorer kan alltså ha påverkat resultatet.

Denna avhandling har utgångspunkt i beslut som fattats i grupp. I dessa skulle gruppodynamik vara väsentligt att beakta, detta är dock inte möjligt i en kvantitativ undersökning. Det kunde därför i framtiden vara bra att komplettera denna slags studie med en kvalitativ undersökning om gruppodynamiken och hur kvinnor agerar i styrelserummet samt hur de manliga kollegorna beaktar kvinnornas åsikter. Det gick alltså inte att beakta huruvida kvinnor bidragit till diskussionen eller beslutet i



verkligheten. Även vem som röstat och hur de röstat förblir oklart, detta skulle ha kunnat hjälpa för att urskilja om skillnader existerar mellan män och kvinnor.

Denna avhandling beaktar endast bolag som har nedskrivit goodwill. Detta innebär att det inte finns en jämförelse till företag som inte behövt nedskriva och därmed möjligtvis gjort ett bättre beslut angående budpremien. Detta har inte beaktats i denna avhandling eftersom det endast var en minimal bråkdel av förvärven som hade skrivits ner och därmed hade grupperna inte blivit jämförbara.

För att få en rättvisande bild av beslutsfattandet borde man även beakta de förvärv som potentiellt skulle ha kunna ske men styrelsen beslutat att förkasta. Detta innebär att om riskabla förvärv förkastas tack vare kvinnor förblir oklart. Det kunde även finnas en risk att de karaktärsdrag och preferenser som typiskt finns hos kvinnor skulle resultera i att bra förvärv förkastas på grund av exempelvis hög risk.

#### 7.4 Sammanfattning och slutsatser

Underrepresentation av kvinnor i bolagsstyrelser är något som har intresserat såväl akademiker som beslutsfattare. Argumenten för mångfald är många och kompetenta kvinnor finns, därmed finns ingen logisk förklaring till att kvinnor ännu 2019 är underrepresenterade i högre positioner. Intresset för detta har ökat i den akademiska världen och forskare har försökt hitta ekonomiska argument för att tillsätta fler kvinnor i styrelser. Dock har de hittills misslyckats med att föra fram entydiga resultat.

Eftersom majoriteten av den tidigare forskningen har fokuserat på att finna ett samband mellan andelen kvinnor och den finansiella prestationen valde jag att ta en ny vinkling på problemet och fokusera på styrelsens beslutsfattande. Området av beslut jag valt att fördjupa mig i är förvärvsbeslut och hur goodwillposten påverkats av könsfördelningen. Eftersom ingen tidigare forskning inom detta område existerar är detta det första försöket att täcka en forskningslucka. Om en jämnare könsfördelning inte går att motivera ekonomiskt kommer kvinnlig underrepresentation förbli enbart ett socialt samhällsligt dilemma.

Som indikator för sämre förvärv användes goodwillnedskrivningar, alltså ju större nedskrivning desto sämre beslut var utgångspunkten. Den teoretiska motiveringen till varför en skillnad i förvärvsbeslutet kunde existera var skillnader mellan män och

kvinnor gällande preferenser och karaktärsdrag, närmare bestämt skillnader i testosteronnivå, överkonfidens och riskpreferens. Dessutom används argumentet om att män är imperiebyggare för att motivera skillnader i goodwillposten. Detta i kombination med tidigare forskning utmynnade i tre hypoteser som testades genom regressionsanalys och kompletterande tester för att sedan endera förkastades eller accepterades, dessa hypoteser är:

*H<sub>1</sub>: företag vars styrelse består enbart av män genererar mera goodwill*

*H<sub>2</sub>: styrelser med jämnare könsfördelning nedskriver mindre mängd goodwill*

*H<sub>3</sub>: företag som är aktiva inom typiskt sett mansdominerade branscher nedskriver större mängd goodwill*

Det existerade inget samband mellan andelen kvinnor och goodwillnedskrivningens omfattning, alltså nedskrevs inte mindre mängd goodwill då styrelsen hade en jämnare könsfördelning vid förvärvstidpunkten. Resultaten i denna avhandling tyder på att styrelser med jämnare könsfördelning inte genomför bättre förvärv. Denna avhandling lyckas därmed inte med att förse samhällsdebatten med ett ekonomiskt grundat argument över varför fler kvinnor borde tillsättas i bolagsstyrelser. Dock kan denna avhandling bestyrka att skillnader i förvärvsbeslut existerar beroende på om kvinnor suttit med i styrelsen eller inte. Skillnader i goodwillpostens tillväxt har identifieras och tyder på att styrelser bestående enbart av män genererar mer goodwill. Detta förklaras med potentiellt ökad förvärvsaktivitet, större förärv och högre budpremier, vilket i sin tur bestyrker både imperiebyggarteorin samt hybrishypotesen. Alltså kunde tillväxten i goodwillposten vara orsakad av att män är överkonfidenta och imperiebyggare.

Trots att ett direkt samband mellan andelen kvinnor och goodwillnedskrivningens storlek inte kunde identifieras finns det hopp om att detta samband kunde existera utanför samplet. Detta hopp kommer från att branscher med fler kvinnor representerade i högre positioner ändå påvisade ett negativt samband till goodwillnedskrivningar. Motsatt till detta identifierades ett positivt samband till den mansdominerade teknologibranschen. Alltså bestyrker resultaten att företag aktiva inom mansdominerade branscher nedskriver större mängd goodwill. De hinder kvinnor står inför då de ska klättra på karriärstegen och delta i styrelsediskussionen kan ha minimerats i kvinnostarka branscher, vilket gör att förvärvsbesluten i dessa

branscher återspeglar tydligare kvinnans påverkan. Dessa resultat indikerar trots allt på att kvinnor potentiellt kunde bidra positivt till beslutsfattande om de bara fick tillräckligt med inflytande i styrelsen.

En central frågeställning i denna avhandling är huruvida kvinnor i styrelser kunde främja förvärvsbeslutet ur ett goodwillperspektiv. Sammanfattningsvis kunde konstateras att kvinnor bidrar med att möjligtvis dämpa förvärvsaktiviteten och minska budpremien, vilket resulterar i mindre mängd genererat goodwill. Dock kan det inte konstateras att en jämnare könsfördelning i styrelsen leder till bättre beslut eftersom inget samband existerade mellan andelen kvinnor och goodwillnedskrivningens omfattning. En annan frågeställning att besvara är huruvida män är imperiebyggare eller inte. Kombinationen av större mängd genererat goodwill och större omfattning av goodwillnedskrivningar i mansdominerade branscher tyder på att män de facto kunde vara imperiebyggare. Utgående från dessa resultat dras slutsatsen att män är imperiebyggare, i alla fall till större utsträckning än kvinnor. Denna avhandling är det första bidraget till detta område och det finns mycket potential för vidare forskning inom detta område.

### 7.5 Förslag till fortsatt forskning

Jag vill inte utesluta att kvinnor inverkar positivt på förvärvsbeslut bara för att denna avhandling misslyckades med att finna ett tydligt samband. Därmed kunde samma undersökning utföras en gång till på en större marknad och därmed med ett större sampel. Detta vore intressant då de existerande sambanden kunde bestyrkas men nya samband kunde också hittas. Det kunde också vara så att styrelsens godkännande i förvärvsbeslut är mer av en formalitet och det egentligen återspeglar den operativa ledningens karaktärsdrag och preferenser framför styrelsens. Mer forskning som beaktar könsfördelningen i den operativa ledningen kunde därmed vara väsentligt.

Att ett samband mellan könsfördelningen och nedskrivningen inte identifierades motiverades till stor del av kvinnors begränsade inflytande i styrelsearbetet. Detta är dock endast spekulativt för finska marknaden och därmed öppnas frågan om huruvida kvinnor har inflytande i styrelsearbetet i Finland. För att besvara detta vore forskning om gruppdynamik i styrelserummet och kvinnors inflytande i styrelserummet vara relevant.

Huruvida män är imperiebyggare har till viss mån forskats i tidigare. Denna avhandling finner bevis för att detta kunde vara fallet, i alla fall är män imperiebyggare till större utsträckning än kvinnor. En djupare inblick i förvävsaktiviteten, förvävsomfattningen och framgången av dessa förvärv ur ett imperiebyggarperspektiv skulle vara relevant. Och samtidigt även kontrollera för om kvinnor kunde dämpa imperiebyggandet.

En annan fråga som förblev obesvarad i denna avhandling är vad de branschmässiga skillnaderna i goodwillnedskrivningarna egentligen orsakades av. En djupare inblick på dessa branschmässiga skillnaderna kunde därmed vara intressant. Är förvävsbesluten och varierar över branscher oberoende könsfördelning eller kunde skillnader i könsfördelningen i branscherna förklara sambandet. Om sambandet kan förklaras med om branschen är mansdominerad eller inte så kan det ses som bevis för att kvinnan inte har inflytande i de mansdominerade branscherna.

## Källor

- AbuGhazaleh, N., Al-Hares, O., & Roberts, C. (2011). Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), pp. 165-204.
- Adams, R., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, ss. 291-309.
- Adams, R., & Kirchmaier, T. (2016). Women on boards in Finance and STEM Industries. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106(5), pp. 277-281.
- Appelbaum, S., Audet, L., & Miller, J. (2003). Gender and leadership? Leadership and gender? A journey through the landscape of theories. *Leadership & Organization Development Journal*, 24(1), ss. 43-51.
- Arena, C., Cirillio, A., Mussolini, D., Pulcinelli, I., Saggese, S., & Sarto, F. (2015). Women on board: evidence from a masculine industry. *Corporate Governance*, 15(3), ss. 339-356.
- Baker, M., Pan, X., & Wurgler, J. (2012). The effect of reference point prices on mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 106, 49-71.
- Beckmann, D., & Menkhoff, L. (2008). Will women be women? Analyzing the Gender difference among financial experts. *KYKLOS International Review for Social Sciences*, 3, ss. 364-384.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance An International Review*, 15(2), ss. 393-403.
- Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber Ab.
- Byrnes, J., & Miller, D. (1991). Gender differences in risk taking: A Meta-Analysis. *Psychological Bulletin*, 125, ss. 367-383.

- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2014). Does mandatory gender balance work? Changing organizational form to avoid board upheaval. *Journal of Corporate Finance*, 28, ss. 152-168.
- Carlin, T., & Finch, N. (2009). Discount rates in disarray: Evidence on flawed goodwill impairment testing. *Australian Accounting Review*, 19(4), ss. 326-336.
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), ss. 396-414.
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *The financial Review*, 38, ss. 33-53.
- Catalyst. (2004). *The bottom line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*. New York: Catalyst.
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong evidence for gender in risk taking. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83, ss. 50-58.
- Chen, G., Crossland, C., & Huang, S. (2016). Female board representation and corporate acquisition intensity. *Strategic Management Journal*, 37, ss. 303-313.
- Cox, J., & Blacke, S. (1991). Managing cultural diversity: implications for organizational competitiveness. *Academy of Management Executive*, 5, ss. 45-56.
- Croci, E., Petmezas, D., & Vagenas-Nanos, E. (2010). Managerial overconfidence in high and low valuation markets and gains to acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 19, ss. 368-378.
- Crosby, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), ss. 448-474.
- Darrough, M., Guler, L., & Wang, P. (2014). Goodwill impairment losses and CEO compensation. *Journal of Accounting*, 29(4), ss. 435-463.

- Deng, Q., & Ji, S. (2014). The role of gender in individual and group decision making: A research model. *Open Journal of Social Sciences*, 2, ss. 30-33.
- Djurfeldt, G., & Barmark, M. (2009). *Statistisk verktygslåda 2 - multivariat analys*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Dowling, M., & Aribi, Z. (2013). Female directors and UK company acquisitiveness. *International Review of Financial Analysis*, 29, ss. 79-86.
- Epstein, M. (2005). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48, 37-46.
- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, ss. 193-209.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 301, ss. 301-325.
- Farrel, K., & Hersch, P. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11, ss. 85-106.
- Field, A. (2013). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics, 4th edition*. London: SAGE Publications Ltd.
- Finsk kod för bolagsstyrning* (2015). Utgivare: Värdepappersföreningen i Finland rf.
- Fitzsimmons, S. (2012). Women on boards of directors: Why skirts in seats aren't enough. *Business Horizons*, 55, ss. 557-566.
- Garbuio, M., Lovallo, D., & Horn, J. (2010). Overcoming biases in M&A: A process perspective. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 9, 83-104.
- Gigerenzer, G., & Gaissmaier, W. (2011). Heuristic decision making. *Annual Review of Psychology*, 62, pp. 451-482.
- Godfrey, J., & Koh, P.-S. (2009). Goodwill impairment as a reflection of investment opportunities *Accounting and Finance*, 49, ss. 117-140
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced shares, ill-advised acquisitions and goodwill impairment. *The Accounting Review*, 86(6), ss. 1995-2022.

- Hansson, S. (2005). *Decision Theory - A brief introduction*. Stockholm: Royal Institute of Technology.
- Harvey, M., Price, M., & Lusch, R. (1998). Beyond traditional due diligence for mergers and acquisitions in the 21st century. *Review of Business, Spring* , 17+.
- Hillman, A., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28, ss. 383-396.
- Huang, J., & Kisgen, D. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108, ss. 822-839.
- Högholm, K., & Knif, J. (2013). Short term announcement returns to the bidder. *European Journal of Economics and Management*, 3(2), ss. 29-36.
- IAS 36 (2004). Utgivare: International Accounting Standards Board.
- IFRS 3 (2008). Utgivare: International Accounting Standards Board.
- Jensen, M. (1986). Cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), ss. 323-329.
- Johnson, J., & Powell, P. (1994). Decision making, risk and gender: Are managers different? *British Journal of Management*, 5, ss. 123-138.
- Konrad, A., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics*, 37(2), ss. 145-164.
- Krakowsky, L., & Elangovan, A. (2001). Risky decision making in mixed-gender teams-Whose risk tolerance matters? *Small Group Research* , 32(1), ss. 94-111.
- Leland, H. (1972). Theory of the firm facing uncertain demand. *The American Economic Review*, 62(3), ss. 278-291.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2010). Deal or No Deal: Hormones and the mergers and acquisitions game. *Management Science*, 56(9), ss. 1462-1483.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, ss. 185-200.



- Lhaopadchan, S. (2010). Fair value accounting and intangible assets: Goodwill impairment and managerial choice. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(2), ss. 120-130.
- Li, Z., Shroff, P., Venkataraman, R., & Zhang, I. (2011). Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review of Accounting Studies*, 16, ss. 745-778.
- Malhotra, S., Zhu, P., & Reus, T. (2015). Anchoring of the acquisition premium decisions of others. *Strategic Management Journal*, 36, pp. 1866-1876.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, ss. 20-43.
- Mantravadi, P., & Reddy, A. (2008). Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22, ss. 192-204.
- March, J., & Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), pp. 1404-1418.
- Marinelli, N., Mazzoli, C., & Palmucci, F. (2017). How does gender affect investment behavior? *Economics Letters*, 151, pp. 58-61.
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management*, 25(15), pp. 1777-1790.
- McDonald, J., Coulthard, M., & de Lange, P. (2005). Planning for successful merger or acquisition: Lessons from an Australian study. *Journal of Global Business and Technology*, 1(2), 1-11.
- Meglio, O., & Risberg, A. (2011). The (mis)measurement of M&A performance - A systematic narrative literature review. *Scandinavian Journal of Management*, 27, pp. 418-433.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010a). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), pp. 136-148.

- Nielsen, S., & Huse, M. (2010b). Women directors' contribution to board decision-making and strategic involvement: The role of equality perception. *European Management Review*, 7, pp. 16-29.
- Olante, M. (2013). Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses - Evidence from the US. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, pp. 243-254.
- Onetto, A. (2007, july/august). Agency problems and the board of directors. *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, pp. 414-417.
- Perry, J., & Herd, T. (2004). Mergers and acquisitions: Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*, 32(2), 12-19.
- Pesonen, S., Tienari, J., & Vanhala, S. (2009). The boardroom gender paradox. *Gender in management: An International Journal*, 24(5), pp. 327-345.
- Redor, E. (2016). Board attributes and shareholder wealth in mergers and acquisitions: a survey of literature. *Journal of Management & Governance*, 20, pp. 789-821.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), pp. 197-216.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), pp. 404-413.
- Ross, S. (1981). Some stronger measures of risk aversion in the small and the large with applications. *Econometrica*, 49(3), pp. 621-638.
- Sapienza, P., Zingales, L., & Maestripieri, D. (2009). Gender differences in financial risk aversion and career choices are affected by testosterone. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(36), pp. 15268-15273.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2007). *Research Methods for Business Students, fourth edition*. Harlow: Pearsons Education Limited.
- Savovic, S., & Pokrajcic, D. (2013). Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. *Actual Problems of Economics*, 6(144), 424-434.

- Schoenberg, R., & Reeves, R. (1999). What determines acquisition activity within an industry? *European Management Journal*, 17(1), pp. 93-98.
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, pp. 26-53.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A Panel study of 2500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), pp. 569-593.
- Stanton, S., Mullette-Gillman, O., McLaurin, R., Kuhn, C., LaBar, K., Platt, M., & Huettel, S. (2011). Low- and high-testosterone individuals exhibit decreased aversion to economic risk. *Psychological Science*, 22(4), pp. 447-453.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women directors on corporate boards: from tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102, pp. 299-317.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), pp. 1124-1131.
- van Anders, S., Steiger, J., & Goldey, K. (2015). Effect of gender behavior on testosterone in women and men. *PNAS*, pp. 1-6.
- Wuebker, J. (2016). What's driving acquisitions: An in-depth analysis of CEO drivers determining modern firm acquisition strategy. *University of Richmond Law Review*, 50, pp. 9-34.
- Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management and Governance*, 16, pp. 571-593.
- Zethraeus, N., Kocoska-Maras, L., Ellingsen, T., von Schoultz, B., Hirschberg, A., & Johannesson, M. (2009). A randomized trial of the effect of estrogen and testosterone on economic behavior. *PNAS*, 106(16), pp. 6536-6538.

## Bilaga 1: De förvärv som ingår i samplet

Förvärvande Bolag	Målföretag	Andel kvinnor
Afarak Group	Mogale Alloys Ltd	20,00 %
Ahström- Munksjö	Friend Group Inc	0,00 %
Ahström- Munksjö	Votorantim Celulose e Papel	0,00 %
Alma Media	City24	0,00 %
Apetit	Apetit kala	16,67 %
Apetit	Myrskyn Savustamo Oy	16,67 %
Apetit	Martim Food AS	16,67 %
Apetit	Catemet Finland Oy	16,67 %
Atria	Pit-Products	0,00 %
Atria	AS Varsrse-Kuuste	0,00 %
Capman	Norum Russia	16,67 %
Componenta Oyj	Döktas Döktümcülük Sanayi ve Ticaret A.S	20,00 %
Cramo	Theisen Baumaschinen AG	14,29 %
Elisa	Sulake Corporation Oy	28,57 %
Exel composites	Pacific Composites Pty	0,00 %
Finnair	Russian Calypso	25,00 %
Fiskars	Silva Sweden AB	14,29 %
F-Secure	Rommon Oy	16,67 %
Glaston Oyj	Wirsam Software AG Group	0,00 %
HKScan	Rose Poultry A/S	0,00 %
Honkarakenne	Oy Timberheart Ltd	0,00 %
Kemira	Parcon A/S	42,86 %
Kemira	kemira chemsolutions B.V	42,86 %
Keskisuomalainen	Pikkukaupunkilainen	12,50 %
Kesko	Pikoil Oy	14,29 %
Kesko	Indoor Group Ltd	12,50 %
Kesla	MFG Components Oy	20,00 %
Konecranes	Morris Material Handling Inc	14,29 %
Lassila ja tikanoja	Biowatti Oy	20,00 %
Nokia	Alcatel-Lucent S.A.	20,00 %
Nokia	Siemens Networks	20,00 %
Nokia	Navteq Corporation	20,00 %
Nokian Renkaat	Vianor	14,29 %
Oriola	Moron Ltd OCH Vitim & co	14,29 %
Oriola	OOO 03 Apteka	12,50 %
Outokumpu	Hernandez Edeltahl GmbH	33,33 %
Outokumpu	Stainless Tubular Products AB	37,50 %
Panostaja	Oy Alfa-Kem Ab	0,00 %
Panostaja	EcoSir Oy	0,00 %
Panostaja	Tampereen LaatuKoneistus Oy	0,00 %
Panostaja	Hervannan Koneistus Oy	0,00 %

Pohjois-Karjalan Kirjanpaino	Lab42 Oy	14,29 %
Pohjois-Karjalan Kirjanpaino	KM Yhtymä Oy	14,29 %
Pohjois-Karjalan Kirjanpaino	A5 Plate Media Oy	14,29 %
Ponsse	Lako Oy	16,67 %
Ramirent	Agentrade -Plusz Kft	0,00 %
Revenio Group	Midas Touch Oy	0,00 %
Sponda	Kaapiteli	33,33 %
Stockmann	Lindex AB	28,57 %
Stora Enso	Inpac International Print & Packaging Co. Ltd	14,29 %
Tecnotree	Lifetree convergence Ltd.	0,00 %
Teleste	Cableway AG	16,67 %
Tieto	AttenIV Systems	33,33 %
Tikkurila	KEFA Drytech AB	42,86 %
Vaisala	Veriteq Instruments Inc.	16,67 %
Wulff Yhtiöt	Entre Marketing group	0,00 %
Wulff Yhtiöt	Ibero Liikelahjat Oy	0,00 %
Wulff Yhtiöt	Nordisk Profil A/S	0,00 %
Wulff Yhtiöt	IM Inter-Medson Oy	0,00 %