



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen
FEK H 89
Examensarbete i finansiering på kandidatnivå
HT-16

Styrelsesammansättningens påverkan på agentkostnader

Författare:

Oliver Andersson, Marcus Lindberg, Håkan Vahlsten

Handledare:

Mattias Haraldsson

Sammanfattning

Titel:	Styrelsesammansättningens påverkan på agentkostnader
Seminariedatum:	12 januari 2017
Kurs:	FEKH89, Examensarbete på kandidatnivå i finansiering, 15 HP
Författare:	Oliver Andersson, Marcus Lindberg, Håkan Vahlsten
Handledare:	Mattias Haraldsson
Fem nyckelord:	Bolagsstyrelser, Agentkostnader, Styrelsestorlek, Könsfördelning, Kvotering
Syfte:	Syftet med studien är att undersöka företags styrelsesammansättning med hänsyn till dess påverkan på agentkostnader bland företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm Large-cap. Styrelsesammansättning är i denna studie likställd med antalet styrelseledamöter och andelen kvinnliga ledamöter. Med agentkostnader avses måttet Asset Utilization Ratio.
Metod:	I studien har en kvantitativ metod med deduktiv ansats använts för att analysera insamlad sekundärdata.
Teoretiska perspektiv:	Tidigare forskning som ligger till grund för denna studie undersöker främst styrelsesammansättning och dess påverkan på agentkostnader bland amerikanska bolag.
Empiri:	Urvalet utgörs av samtliga bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholms Large Cap-lista, med undantag för branschen bank. Vald tidsperiod för studien är 2010 till 2015. Totalt har 365 observationer studerats. Data har inhämtats från Retriever Business och undersökta bolags årsredovisningar.
Resultat:	Studien påvisar ett signifikant negativt samband mellan andelen kvinnor i bolagsstyrelser och effektivitetsmåttet Asset Utilization Ratio. Något som i denna studie likställs med agentkostnader. Studien visar inget signifikant samband mellan Asset Utilization Ratio och antalet styrelseledamöter.

Abstract

- Title:** Board composition and the impact on agency costs
- Seminar date:** January 12, 2017
- Course:** FEKH89, Corporate Finance Degree Project,
Undergraduate level, 15 ECTS
- Authors:** Oliver Andersson, Marcus Lindberg, Håkan Vahlsten
- Advisor:** Mattias Haraldsson
- Key words:** Company Boards, Agency Costs, Board Size, Gender Distribution,
Gender Quotas
- Purpose:** The purpose of the study is to examine the relationship between corporate directorships with respect to its impact on agency costs among companies listed on the Nasdaq OMX Stockholm Large Cap list. The term Board Structure is in this study used for the number of board members and the share of female directors.
- Methodology:** In the study, a quantitative method with deductive approach was applied to analyse the collected secondary data.
- Theoretical perspectives:** Previous research that forms the basis for this study investigates mainly the Board Structure and its impact on agency costs among US companies.
- Empirical foundations:** The sample consists of all companies listed on Nasdaq OMX Stockholm's Large Cap list, except for the banking industry. Selected time period for the study is 2010 to 2015. A total of 365 observations was studied. Data has been obtained from Retriever Business and from annual reports.
- Conclusions:** This study demonstrates a significant negative correlation between the percentage of women on company boards and the efficiency measurement Asset Utilization Ratio, in this study equated with the agency costs. The study shows no significant relationship between Asset Utilization Ratio and the number of board members.

Förord

Ämnesvalet i den här uppsatsen utgår dels från förekomsten av agentkostnader och att vikten av att minimera desamma lyfts fram i många sammanhang. Samtidigt talas det mindre om hur agentkostnader kan kvantifieras. Här fanns ett forskningsglapp som utgjorde ett avstamp för studien. Den högaktuella frågan om könskvotering till styrelser och halvsanningar i media om skillnader mellan kvinnliga och manliga styrelseledamöter var samtidigt en oemotståndlig koppling att göra till ämnet agentkostnader. Denna uppsats är ett litet bidrag, som förhoppningsvis inspirerar till vidare forskning på området.

Vi vill även tacka vår handledare Mattias Haraldsson för givande och uppmuntrande feedback samt nyttiga långpromenader i korridorerna på α 1-huset.

Oliver Andersson Marcus Lindberg Håkan Vahlsten

Definitioner och begrepp

ASA-bolag:	Allmänna aksjeselskaper, det vill säga Norges motsvarighet till Sveriges publika bolag.
Asset Utilization Ratio:	Finansiellt mått som syftar till att fånga upp hur väl ett företag utnyttja sina tillgångar. Asset Utilization Ratio beräknas genom att dividera företagets omsättning med de totala tillgångarna.
Kvotering:	Här: tillsättning av styrelseposter utifrån lagstadgade mål om jämn könsfördelning i bolagsstyrelser.
Large Cap-listan:	Nasdaq OMX Stockholms börslista där de största svenska börsbolagen är noterade.
Primärnoterad:	Börsnotering av tidigare onoterat bolag genom kontantemission. Här likställs primärnotering med ursprunglig handelsplats för bolagets aktier.
Skuldsättningsgrad:	Finansiellt mått för att beskriva ett företags finansiella risk (räntekänslighet). Skuldsättningsgraden beräknas här som kvoten mellan totala räntebärande skulder och eget kapital.

Innehållsförteckning

FÖRORD	4
DEFINITIONER OCH BEGREPP	5
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	6
1 INLEDNING	8
1.1 BAKGRUND	8
1.2 PROBLEMDISKUSSION	9
1.3 SYFTE.....	11
1.4 PROBLEMFORMULERING.....	11
1.5 AVGRÄNSNING.....	11
1.6 DISPOSITION	13
2 TEORI	14
2.1 CORPORATE GOVERNANCE - BOLAGSSTYRNING	14
2.1.1 BOLAGSORGANEN OCH DEN EFFEKTIVA STYRELSEN.....	14
2.1.2 SVENSK KOD FÖR BOLAGSSTYRNING	15
2.1.3 INTERNATIONELLA SKILLNADER I BOLAGSSTYRNINGSTRADITION	17
2.2 AGENT PRINCIPALTEORIN	19
2.2.1 AGENTEN OCH PRINCIPALENS ROLLER	19
2.2.2 DE TOTALA AGENTKOSTNADERNAS KOMPONENTER.....	20
2.3 ATT MÄTA AGENTKOSTNADER.....	21
2.3.1 DIREKTA JÄMFÖRELSEER	21
2.3.2 ASSET UTILIZATION RATIO.....	22
2.3.3 AFFO-RATIO	23
2.3.4 ASSET LIQUIDITY RATIO	24
2.3.5 TOBINS Q.....	25
2.4 HYPOTESUTFORMNING	25
2.4.1 STYRELSESTORLEK	25
2.4.2 KÖNSFÖRDELNING	27
2.4.3 FÖRETAGSSTORLEK.....	29
2.4.4 SKULDSÄTTNINGSGRAD.....	30
2.4.5 SAMMANFATTNING AV TIDIGARE FORSKNING	32
2.5 BEROENDE OCH OBEROENDE LEDAMÖTER	33
3 METOD	34
3.1 VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT	34
3.2 URVAL	34
3.2.1 TIDSPERIOD	34
3.2.2 HANDELSPLATS.....	35
3.2.3 BRANSCHEN BANK.....	35
3.2.4 URVALSKRITERIER	36

3.3 BORTFALLSANALYS	36
3.4 MULTIPEL REGRESSIONSANALYS MED PANELDATA	36
3.5 BEROENDE VARIABLEL - ASSET UTILIZATION RATIO	37
3.6 OBEROENDE VARIABLEL	37
3.6.1 STYRELSELEDAMÖTER	37
3.6.2 ANDELEN KVINNliga STYRELSELEDAMÖTER	38
3.7 KONTROLLVARIABLEL	38
3.7.1 FÖRETAGSSTORLEK.....	38
3.7.2 SKULDSÄTTNINGSGRAD	39
3.8. SAMMANSTÄLLNING AV VARIABLEL	40
3.9 OLS OCH REGRESSIONSPREMISSER	40
3.10 METODKONTROLL	41
3.10.1 TEST FÖR HETEROSKEDASTICITET	41
3.10.2 AUTOKORRELATION.....	42
3.10.3 MULTIKOLLINEARITET	42
3.10.4 NORMALITET	43
3.10.5 RELIABILITET OCH VALIDITET	44
<u>4 RESULTAT</u>	<u>46</u>
4.1 BESKRIVANDE STATISTIK	46
4.2 REGRESSIONSRESULTAT	47
4.2.1 TEST FÖR ANTALET STYRELSELEDAMÖTER	47
4.2.2 TEST FÖR ANDELEN KVINNliga STYRELSELEDAMÖTER	47
4.2.3 TEST AV KONTROLLVARIABLEL.....	48
4.3 SAMMANFATTNING HYPOTESUTFALL	50
<u>5 ANALYS</u>	<u>51</u>
5.1 STYRELSESTORLEKEN PÅVERKAN PÅ FÖRETAGS AGENTKOSTNADER	51
5.2 KÖNSFÖRDELNINGENS PÅVERKAN PÅ AGENTKOSTNADER	53
5.3 KONTROLLVARIABLEL - FÖRETAGSSTORLEK	54
5.4 KONTROLLVARIABLEL - SKULDSÄTTNINGSGRAD	55
<u>6 DISKUSSION</u>	<u>57</u>
6.1 SVENSK BOLAGSSTYRNING	57
6.2 KVANTIFIERING AV AGENTKOSTNADER	57
6.3 KÖNSSPECIFIKA EGENSKAPER	58
<u>7 SLUTSATS</u>	<u>59</u>
7.1 VIDARE FORSKNING	60
<u>KÄLLFÖRTECKNING</u>	<u>61</u>
<u>BILAGA 1 – TEST FÖR MULTIKOLLINEARITET</u>	<u>67</u>
<u>BILAGA 2 - TEST FÖR NORMALITET</u>	<u>69</u>
<u>BILAGA 3 - RESULTAT FRÅN REGRESSION</u>	<u>70</u>

1 Inledning

I det här kapitlet beskrivs bakgrundsproblematiken som ligger till grund för valt ämnesområde. Därefter förs en problemdiskussion som leder till valda frågeställningar. Även studiens avgränsningar presenteras i denna del.

1.1 Bakgrund

Det är hösten 2013. I trakten av Henvålen i Härjedalen drar det ihop sig till årets höjdpunkt. SCA:s älgjakt. Isacson och Cervenka (2014) beskrev senare i Svenska Dagbladet hur den jaktintresserade delen av ledningen; enbart män, familjemedlemmar, inbjudna vänner och till och med bolagets revisorer från PWC är på plats. Ledningen anländer i SCA:s privatjet. Eftermiddagen innan jakten ska starta upptäcks det fatala misstaget att det saknas en hund i drevet. Det ordnas snabbt med eget flygplan som hämtar upp hunden i Stockholm och levererar den i tid.

Om ovanstående exempel är sant så illustrerar det hur svårt det kan vara för aktieägarna att kontrollera ledningen och se till så dessa agerar i ägarnas intresse. Ett handlande som i fallet SCA leder till kostnader för företaget som direkt påverkar resultatet, och får i slutändan bäras av aktieägarna.

Jensen och Meckling (1976) beskriver att företagsledare inte alltid agerar enligt ägarnas intresse, ett problem som bygger på antagandet att både ägare och ledning vill maximera sin egennytta. För att minska detta problem och få ledningen att agera i ägarnas intresse krävs åtgärder i form av kontrollmekanismer (Berk & DeMarzo, 2010; Jensen & Meckling, 1976). Dessa åtgärder leder till kostnader i form av övervakning som klassificeras som en typ av agentkostnader enligt Kim, Nofsinger och Mohr (2010).

För att minimera agentkostnader talas det i ett bredare sammanhang om Corporate Governance - på svenska bolagsstyrning. Då styrelsen är högsta ansvarig för företaget och väljs av aktieägarna för att tillvarata ägarnas intresse, genom styrning och övervakning, så spelar styrelsen en viktig

roll i bolagsstyrningen (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Detta gör forskning kring styrelsesammansättning aktuell och intressant.

Debatten kring det faktum att män är överrepresenterade i svenska bolagsstyrelser har pågått under en längre tid och diskussioner har förts om hur en jämnare könsfördelning kan uppnås (Allbrihtrapporten, 2013). Vissa länder, bland annat Norge har gått så långt som att lagstifta om könskvotering. I Norges ska minst 40 procent av styrelsen bestå av kvinnor, annars väntar böter eller tvångsupplösning enligt Vinnicombe, Doldor och Sealy (2015). Könskvotering till styrelser är även aktuellt i Sverige då Justitiedepartementet (2016) lade fram ett lagförslag om könskvotering med målet att nå en 40-procentig kvinnlig styrelserepresentation till 2019. Promemorian är för tillfället ute på remiss.

1.2 Problemdiskussion

Det finns inga direkta mått på agentkostnader därför krävs det att en approximation görs för att kunna mäta agentkostnader. Olika approximationer förekommer i tidigare forskning och beroende på vilket mått som används har olika samband kunnat påvisas (Singh & Davidson, 2003; Prowse, 1990; Offenber, 1990; Henry, 2006). Det mått som är mest förekommande i tidigare forskning är det mått som Ang, Cole och Lin (2000) använder för att skildra agentkostnader, Asset Utilization Ratio, i fortsättningen AU (Singh & Davidson, 2003; Mcknight & Weir, 2009; Henry, 2006; Fleming, Heaney & McCosker, 2005; Garanina & Kaikova, 2016).

Ang, Cole och Lin (2000) applicerar AU på amerikanska småföretag och bekräftar att agentkostnader ökar i samband med att separationen mellan ägare och ledning växer. Detta mått på agentkostnader har fått spridning och förekommer i liknande studier där måttet istället appliceras på stora bolag, se exempelvis Singh och Davidson (2003).

I den akademiska litteraturen råder det en viss konsensus angående generella drag som utmärker en effektiv styrelse i avseende att minska agentkostnader.

En effektiv styrelse kan ses som en styrelse där den huvudsakliga funktionen som övervakande och beslutsfattande organ hanteras optimalt (Lipton & Lorsch, 1992; Sandström, 2010). Styrelsen

ska vara oberoende gentemot ledningen och dess arbete. Styrelsen ska inte heller vara för stor till antalet då det kan försvåra beslutsfattandet och skapa ett mindre effektivt styrelsearbete enligt Yermack (1996). Fortsättningsvis i denna studie likställs den effektiva styrelsen också med minimerande av agentkostnader.

Dessa generella drag måste dock ses i ljuset av att olika länder präglas av olika bolagsstyrningsmodeller och traditioner. Den tidigare forskningen som framförallt har sin utgångspunkt i USA, där bolagsstyrelser generellt sett består av en högre andel oberoende styrelseledamöter i jämförelse med Sverige enligt svensk kod för bolagsstyrning (2016), i fortsättningen Koden.

Nomineringsprocessen och val av styrelseledamöter i Sverige präglas enligt Koden av ett starkt aktieägarinflytande genom bolagsstämman jämfört med USA, som istället väljer sin styrelse genom en nomineringskommitté där samma aktieägarinflytande inte förekommer. Att Sverige präglas av ett stort aktieägarinflytande gör Sverige till en intressant utgångspunkt för att undersöka agentkostnader. Även till följd av att styrelsens arbetsroll skiljer sig mellan de olika länderna gör att de generella drag som har identifierats i den amerikanska forskningen inte behöver vara sann för en svensk styrelse. Skillnader i arbetsroller ligger i ett mer välutvecklat kommittéarbete i USA och en högre grad av övervakande funktion hos styrelsen. (Svensk kod för bolagsstyrning, 2016; Garanina & Kaikova, 2016)

Utifrån dessa skillnader kan det tänkas att olika styrelsesammansättningar förekommer och att de generella drag som kännetecknas för en bolagsstyrningsmodell inte behöver vara sant för en annan. Därför är det intressant att undersöka styrelsens påverkan på agentkostnader i en svensk kontext, en kontext som innebär ett stort aktieägarinflytande och en annorlunda bolagsstyrningstradition jämfört med tidigare amerikansk forskning.

De flesta studier på området har utgått från styrelsestorlek för att undersöka styrelsens påverkan på agentkostnader. Denna tidigare forskning har lyft fram ett behov av att kontrollera för andra aspekter av styrelsesammansättningen för att kunna undersöka styrelsens påverkan (Singh & Davidson, 2003). Styrelsesammansättning är ett löst begrepp som innefattar många icke

observerbara variabler och därför kommer denna studie istället att fokusera på variabler som faktiskt går att kvantifiera, nämligen könsfördelningen och antalet styrelseledamöter.

På grund av den pågående debatten om hur en jämnare könsfördelning kan nås är forskningen kring styrelsens sammansättning och dess påverkan på agentkostnader högaktuell. Denna studie ska ses i ljuset av pågående svensk diskussion kring könskvotering till styrelser och ett möjligt kommande lagförslag på området.

1.3 Syfte

Syftet med studien är att undersöka sambandet mellan företagets styrelsesammansättning med hänsyn till dess påverkan på agentkostnader, detta för bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Styrelsens sammansättning är i den här studien likställd med antalet styrelseledamöter och andelen kvinnliga styrelseledamöter. Med agentkostnader avses måttet Asset Utilization Ratio. Tidigare forskning på området har framförallt undersökt dessa samband på den amerikanska marknaden. Den här studien applicerar samma teorier men sätter dessa i en svensk kontext.

1.4 Problemformulering

Hur påverkar styrelsesammansättning Asset Utilization Ratio för bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholms Large Cap-lista?

1.5 Avgränsning

Studien avgränsas till bolag med svenskt säte, primärnoterade på Nasdaq OMX Stockholms Large Cap-lista. Banker har exkluderats ur studien. Den undersökta perioden är år 2010-2015. I sammanställningen av antalet styrelseledamöter och rådande könsfördelning har endast ordinarie stämмоvalda ledamöter inkluderats. Således exkluderas eventuella suppleanter och arbetstagarrepresentanter. Inte heller beaktas styrelseledamöternas etniska bakgrund, ålder, utbildning, andra tidigare erfarenhet eller hur länge de varit ledamöter i den specifika styrelsen.

Styrelseledamöternas beroendeförhållande till ledningen och företag är en viktig aspekt i frågan om styrelsesammansättning. I den här studien kommer dock inte denna aspekt att studeras då det är svårt att kvantifiera denna typ av förhållande. Dessutom avgränsas studien till det specifika måttet Asset Utilization Ratio samtidigt som ett antal kontrollvariabler används.

1.6 Disposition

Vald struktur följer den som Bryman och Bell (2013) presenterar för kvantitativa studier med undantag för avsnittet diskussion som finns med i denna studie.

Teori

I detta kapitel presenteras teorier inom studiens område för att ge en grundläggande förklaring kring vad som påverkar storleken på agentkostnader. I detta kapitel presenteras även tidigare forskning på området.



Metod

I det här kapitlet presenteras det valda tillvägagångssättet för studiens genomförande. Beskrivning för hur datainsamling har gått till och val av studerade variabler presenteras och diskuteras även i den här delen.



Resultat

I den här delen presenteras resultat från insamlad data som används för att kunna besvara studiens frågeställningar.



Analys

Här analyseras det empiriska materialet som tidigare presenterats i resultatdelen utifrån teoretisk referensram samt tidigare forskning.



Diskussion

I det här avsnittet kommer först en diskussion kring arbetet och ämnet, där författarnas tankar och reflektioner lyfts fram.



Slutsats

Här presenteras gjorda slutsatser och förslag på vidare forskning läggs fram.

2 Teori

Följande kapitel kommer inledningsvis att beskriva styrelsens roll och de skillnader som finns mellan olika länders bolagsstyrning. Efter detta beskrivs de teorier som ligger till grund för agentkostnader. Kapitlet avslutas med en redogörelse för hur tidigare forskning förklarar sambandet mellan styrelsesammansättning och agentkostnader.

2.1 Corporate Governance - Bolagsstyrning

2.1.1 Bolagsorganen och den effektiva styrelsen

I det svenska bolaget är bolagsstämman det högsta beslutande organet och det organ vid vilket ägarna utövar sin rätt att bestämma i bolagets angelägenheter enligt aktiebolagslagen, ABL. På stämman faller att utse styrelse, beslut om ansvarsfrihet och eventuell skadeståndstalan mot ledamöter och verkställande direktör enligt ABL.

Styrelsens roll kan i sin enklaste form beskrivas som att tillgodose bolagets och aktieägarnas intressen, svara för bolagets organisation och förvalta dess angelägenheter, enligt ABL och Sandström (2010). Vidare kan uppgifterna beskrivas som att utse, utvärdera och vid behov avskeda verkställande direktören från sin roll som ansvarig för den dagliga driften. Dessutom ingår i det styrelsens huvudsakliga arbetsuppgifter att fatta övergripande strategiska beslut, fatta beslut i vissa finansiella frågor, som exempelvis om nyemissioner ska genomföras (Sandström, 2010; Carlsson, 2007). Sandström (2010) lyfter vidare fram att det i styrelsens kärnuppgifter även finns ett ansvar för rapportering till aktieägarna, och berörda intressenter i enlighet med lagkrav och gällande praxis. Kim, Nofsinger och Mohr (2010) och Åhman (1997) poängterar styrelsens legala roll i termer av genomförande av ägarnas överlämnade makt. Sandström (2010) beskriver den svenska traditionen som en uppdelning i fyra bolagsorgan: bolagsstämman, styrelsen, verkställande direktör och revisorer. Revisorns roll är fristående från bolaget och regleras av lagar, rekommendationer och normer som sammantaget definieras av FAR (2016) som god revisionsred.

Vad som karakteriserar en effektiv styrelse är ett område som tilldragit sig stort forskarintresse. Kim, Nofsinger och Mohr (2010) beskriver den effektiva styrelsen som numerärt sett relativt liten. Relevant frågeställning är då vad som är beroende och vad som är oberoende ledamöter. Korsägande, institutionellt ägande och en utbredd förekomst av styrelseproffs ställer frågan på sin spets.

2.1.2 Svensk kod för bolagsstyrning

År 2005 tog Förtroendekommissionen tillsammans med ett antal näringslivsorganisationer fram riktlinjer för svenska börsbolag, Svensk Kod För Bolagsstyrning. Dessa riktlinjer infördes som ett ramverk för hur noterade bolag ska styras. (Kollegiet för Svensk bolagsstyrning - Historik) Det för att öka förtroendet för svenska börsbolag och de svenska marknadsplatserna.

I Kodens första paragraf gällande styrelsens storlek och sammansättning går det att läsa:

”Styrelsen ska ha en ... mångsidighet och bredd avseende de bolagsstämmovalda ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas.”

Koden härstammar ursprungligen från internationell kodifiering på området, drivet av bland annat OECD/G20-gruppens rekommendationer. Kollegiet för bolagsstyrning beskriver i inledningen till Kodens att dess målgrupp är samtliga noterade svenska bolag på Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity. Kodens mål är, i urval, att ange en tydlig norm för bolagsstyrningen i de noterade bolagen, förenkla arbetet med bolagsstyrningen och utgöra ett alternativ till lagstiftning. Till målen hör även att arbeta för en nordisk harmonisering på området.

Kollegiet för bolagsstyrning lyfter även fram Kodens roll för att främja en aktiv och ansvarstagande ägarroll, tydligt definiera olika aktörers ansvarsområden, exempelvis gränser för ledning och styrelsens ansvar. Dessutom poängteras ABL:s likabehandlingsprincip och betydelsen av öppenhet mot bolagets intressenter.

Det svenska näringslivet och börsbolagen i synnerhet, karakteriseras i Koden av ett splittrat ägande, men där ett fåtal aktörer samtidigt innehar en hög andel av rösterna rent generellt. Former för uppdelning av ansvar mellan styrelse och ledning beskrivs även i Koden som signifikativt nordiskt i den form som tillämpas i Sverige. Specifikt framhålls utformningen med ägarna som utser valberedning och därmed också är engagerade i att utse styrelse och revisorer. I Koden lyfts det även fram att det finns en svensk tradition av att större aktieägare tar ett ansvar för bolaget, och att det samtidigt i ABL finns ett tydligt minoritetsskydd. Andra karakteristiska drag är även att styrelse har att följa bolagsordning och bolagsstämmans beslut. Detsamma gäller följaktligen även för ledningen. Kodens skrivningar om styrelsens utformning kan också beskrivas ta avstamp i ABL. Även här går Koden betydligt längre i att precisera respektive parts åtaganden, samt i att beskriva vad som är att anse som en god bolagsstyrning.

Nasdaq OMX Stockholm sätter inte något minimikrav på antalet styrelseledamöter, dock finns ett allmänt krav i ABL, men inget specifikt för noterade bolag. Koden anger inte heller ett specifikt minsta antal ledamöter, utan formulerar kravet som att styrelsen ska utformas ändamålsenligt utifrån respektive bolags situation, men med en mångsidighet och bredd avseende kompetens, erfarenhet och bakgrund. Noterbart är dock att Koden specifikt framhåller att en jämn könsfördelning ska eftersträvas, och att valberedningen ska motivera sina förslag med hänvisning till detta. En lika tydlig markering görs gällande att majoriteten av de stämموvalda styrelseledamöterna ska vara oberoende, och att högst en stämموvald styrelseledamot får vara verksam i bolagets eller ett dotterbolags ledningar. Koden anger också klart att suppleanter till bolagsstämموvalda ledamöter inte ska utses. Bedömningen av vad som är en oberoende respektive icke oberoende ledamot ska enligt Koden göras genom en samlad bedömning av direkt och indirekt relation med större ägare, definierad som ägare av minst 10 procent av aktierna. Större ägande definieras samtidigt som en andel om 50 procent eller mer.

Sammanfattningsvis kan Koden ses som en normspecifisering gällande hur ett noterat svenskt bolag, dess styrelse och ledning ska agera för att skapa trovärdighet. Detta trovärdighetsskapande gäller dels för bolaget i sig, men även för de svenska handelsplatserna för aktiehandel och dess medlemmar i stort.

2.1.3 Internationella skillnader i bolagsstyrningstradition

I den här delen beskrivs de utmärkande dragen för hur bolagsstyrningsarbetet påverkas i ett antal länder på grund av skillnader i regelverk och tradition. Avsnittet tar sitt avstamp i ett svenskt sammanhang, och den nordiska bolagsstyrningstraditionen. Skillnader mot styrelsesammansättningen i norska ASA-bolag lyfts därefter fram. Avslutningsvis görs en redogörelse för hur könsfördelningen i bolagsstyrelser ser ut i olika delar av Europa.

Den nordiska modellen präglas av öppna ekonomier med generellt sett väl fungerande kapitalmarknader och ett spritt ägande. Utmärkande är även en tydlig uppdelning mellan ägande å ena sidan och styrelse och ledningsfunktioner å den andra. Styrelsestrukturen påminner mer om den amerikanska modellen än den tysk-nederländska, dels utifrån utformningen med endast en styrelse, och dels utifrån en jämförelsevis högre andel oberoende styrelseledamöter. Det senare kan dock diskuteras i termer av små stater med näringsliv där alla känner alla. (Randøy & Oxelheim, 2006; Gjölberg, 2010). De kontrollfunktioner som utövas på nordiska bolagsledningarna kan beskrivas som mindre utvecklade i jämförelse med desamma för amerikanska bolag. Ett annat utmärkande drag bland nordiska bolag är den höga andelen av bolag med en dominerande aktieägare som i praktiken har full kontroll över bolagen enligt Garanina och Kaikova (2016). Signifikant för både Norge och Sverige är även konstruktionen med en stämموald styrelse enligt Åhman (1997).

De amerikanska bolagsstyrelserna utgörs till huvuddelen av oberoende representanter, och omfattas av krav på ett utvecklat kommittéarbete i styrelsefrågor som ersättningar och nomineringar. (Holmström och Kaplan, 2004; Tricker, 2015) Regelverk finns i form av både bolagskoder och lagstiftning.

Till det senare hör Sarbanes-Oxley-lagen med syfte att stärka den interna kontrollen över den finansiella rapporteringen enligt Tricker (2015). Amerikanska bolagsstyrelser utses inte av bolagsstämman, vilket skiljer sig mot den nordiska traditionen. Den amerikanska traditionen är istället en konstruktion med nomineringskommitté och styrelsen som beslutande organ. (Hopt och

Leyens 2004) Till följd av detta präglas valet av styrelse inte av samma aktieägarinflytande som den svenska motsvarigheten.

Den nordiska modellen kan sammantaget ses som en blandning av både den anglosaxiska modellen, här illustrerad av situationen i USA, och den kontinentaleuropeiska (Garanina & Kaikova, 2016; Gjölberg, 2010). Bertrand et al (2014) framhåller att en slående skillnad i en jämförelse mellan Norge och Sverige är könskvotering till styrelserna hos norska ASA-bolag. I den norska modellen skall minst 40 procent av ledamöterna utgöras av kvinnor. (WEF 2016)

En trend kan ses i Europa gällande en ökad jämställdhet gällande sammansättning av bolagsstyrelser, drivet i vissa fall av kvotering, men i de flesta fallen av rekommendationer och bolagsstyrningskoder enligt WEF (2016). Snittet i de noterade bolagen inom EU var i april 2016 23 procent kvinnlig styrelserepresentation. Högst andel fanns enligt EU-kommissionen (2016) i Frankrike med 37 procent. Sverige har enligt EU-kommissionen (2016) en andel kvinnlig styrelserepresentation om 36 procent, inte långt från den norska lagstiftade nivån om 40 procent. Justitiedepartementet (2016) lade under hösten 2016 fram en departementspromemoria gällande lagstiftning om könskvotering till de noterade bolagens styrelser, med målsättning att nå upp till en 40-procentig kvinnlig styrelserepresentation år 2019.

Ekonomifakta (2016) beskriver en tydligt uttalad målsättning i en lång rad europeiska länder mot en högre andel kvinnor i bolagsstyrelserna. Det är i ljuset av den här utvecklingen och den norska kvoteringen som en möjlig kommande svensk kvotering ska ses.

2.2 Agent Principalteorin

2.2.1 Agenten och principalens roller

Agentkostnader har sin orsak i den informationsasymmetri som uppstår i ett bolag där ägande och kontroll separeras. Till följd av separeringen av agenter och principaler uppstår en situation där verkställande ledning och styrelsen har ett informationsövertag över ägarna enligt Gravelle och Rees (2004).

Utifrån en potentiell nyttomaximerings och intressekonflikt så innebär detta att på rationella grunder så förvaltar inte ledningen och styrelsen bolagets – och i förlängningen aktieägarnas investerade kapital på ett optimalt sätt, förutsatt att inte en fungerande kontrollfunktion finns på plats. Varken företags eller aktieägarvärden sätts i första rum. Annorlunda uttryckt kan detta definieras i termer av en agent och principalteori där principalen kontrakterar andra personer för att utföra uppgifter genom ett delegerat ansvarstagande och beslutsfattande enligt Jensen och Meckling. (1976)

De kostnader som uppkommer för att upprätthålla ordningen i avtalet mellan agent och principal benämns av Eisenhardt (1989) för agentkostnader. I ett näringsliv med enbart privata bolag, där ägarna också bedriver verksamheten finns inget agent-principalproblem, något som beskrivits av Jensen (1986). Bigelli och Sánchez-Vidal (2012) går längre och menar att agentteorin endast är applicerbar på noterade bolag. Även utifrån Jensens (1986) vidare beskrivning är givetvis situationen i ett näringsliv med noterade stora bolag och ett spritt ägande att de flesta aktieägarna inte vill eller kan ta del i det aktiva arbetet i ett bolag. Med en ökad informationsasymmetri ökar också agentkostnaderna enligt Besanko och Wu (2013).

Med ökad bolagsstorlek så tenderar även ägarna att i högre grad utgöras av passiva investerare, inte aktiva ägare enligt Kim, Nofsinger och Mohr (2010). Det handlande som är bäst för bolaget och i förlängningen bolagets aktieägare är inte det optimala för den verkställande ledningen (Berk och DeMarzo, 2010; Jensen och Meckling, 1976). Det finns därmed ett behov av att minska intressegapet mellan ägare å ena sidan, och styrelse och verkställande ledning å den andra. En väg är enligt Kim, Nofsinger och Mohr (2010) samt Fama (1980) genom en kontrollfunktion som via

övervakning av agentens handlande säkerställer att detta tillvaratar ägarnas intressen. Övervakning innebär dock en kostnad. Fama (2010) framhåller även att målen också kan uppnås via incitamentsprogram som syftar till att skapa en situation där det ekonomiskt bästa för företaget också leder till den ekonomiskt bästa situationen för både ledningen och styrelsen. En mer långtgående teori framförs av Pozen (2010) som förordar ersättning till styrelse och ledning i aktier – för att på så sätt minimera drivkraften i att sätta aktieägarnas intresse i andra hand. En delvis avvikande syn än Fama framförs av Tricker (2015) som menar att ett opportunistiskt handlande inte enbart kan lösas genom belöningssystem, övervakning eller avtal. En generell ansats introducerades dock av Schelling (1956) som beskrev incitamentsprogrammets roll som ett sätt att precisera en värdefördelning mellan agent och principal. Schellings (1956) syn vidareutvecklas av Williamson (2005) som ser incitament riktade till agenten som ett långsiktigt kontrakt för att allokera bolagets resultat.

2.2.2 De totala agentkostnadernas komponenter

I föregående avsnitt beskrivs bakgrund till agent och principalproblematiken och hur det leder till kostnader för bolaget. De totala agentkostnaderna kan enligt Jensen och Meckling (1976) och Fama och Jensen (1983) brytas ned i 3 punkter:

- ❖ Principalens övervakningskostnader - De kostnader som uppstår till följd av att tid och resurser används till att genom övervakning säkerställa att agenten inte verkar för egen vinning, exempelvis revisionskostnader.
- ❖ Bonding costs - Kostnader för att få agenten till att agera i linje med principalens riktlinjer genom upprättande av kontrakt mellan de två parterna. Det kan till exempel vara kostnader till följd av ett belöningssystem.
- ❖ Residual loss (Resterande förlust) - Kostnader som skapas genom agentens agerande. Det kan till exempel vara stigande kostnader till följd av ineffektivt styrelsearbete.

Residual loss inkluderar även alla kostnader som uppstår till följd av att agenten och principalen har olika intressen (Jensen & Meckling, 1976). Det kan bland annat vara i form av att resurser läggs på tillgångar som inte ses som värdeskapande för aktieägarna. Exempelvis flygplan eller bilar. Bonding costs och principalens övervakningskostnader är i sin tur till för att minimera residual loss. Dock kan det konstateras att oavsett hur väl en kontroll och incitamentsmodell utformas så uppkommer alltid kostnader för detta och det finns alltid en risk för intressekonflikter som leder till agerande på bekostnad av bolaget och dess aktieägare.

2.3 Att mäta agentkostnader

2.3.1 Direkta jämförelser

Ang, Cole och Lin (2000) bygger vidare på klassificeringen av agentkostnader som Jensen och Meckling (1976) beskriver och försöker med hjälp av en metod approximera agentkostnader. Ang, Cole och Lin (2000) utgår från två typer av bolag för att kunna mäta agentkostnader, de bolag som är ägda av ledningen och de företag som har en separation mellan ägande och verkställande ledning. Det bakomliggande antagandet är att de företag som har en separation mellan ägare och ledning har agentkostnader medan den andra gruppen av företag, där ledningen även är ensamma ägare, är helt fria från agentkostnader. Det vill säga den ena gruppen av företag präglas av en agentproblematik och den andra gruppen gör inte det.

Utifrån denna uppdelning av bolag kan sedan kostnader och effektivitet jämföras. Tanken är att när företagsledningen använder företagets resurser på överflödigt konsumtion så bokförs detta under företagets operativa kostnader. Ang, Cole och Lin, (2000) menar då att genom att dividera företagets operativa kostnader med totala försäljning kan indikationer på ett företags agentkostnader ges. Denna kvot måste sedan enligt Ang, Cole och Lin, (2000) multipliceras med företagets tillgångar för att ett standardiserat mått ska skapas. Genom att sedan jämföra detta mått så kan det avgöras om agentkostnader föreligger genom att undersöka om de ledningsägda företagen är bättre på att kontrollera företagets kostnader jämfört med de företag som har en separation av ledning och ägande. Ang, Cole och Lin (2000) finner stöd för att agentkostnader är högre för företag som inte är ägda till hundra procent av ledningen. Det här resultatet grundar sig

på amerikanska småföretag och anledningen till att urvalet består av småföretag är till följd av svårigheten med att hitta större publika företag som till hundra procent är ägda av ledningen. Till följd av det faktum kan Ang, Cole och Lins (2000) tillvägagångssätt inte användas i den här studien.

2.3.2 Asset Utilization Ratio

Ang, Cole och Lin (2000) presenterar ytterligare ett mått på agentkostnader. Detta kallas för Asset Utilization Ratio, AU, vilket är ett mått som syftar till att fånga upp hur väl företaget utnyttjar sina tillgångar. Detta mått bygger inte på samma antagande om att företagen måste vara ledningsägda vilket gör att det är applicerbart på stora företag.

Måttet beräknas genom att dividera företagets omsättning med de totala tillgångarna. En hög AU indikerar att stora delar av försäljningen och slutligen kassaflödet är skapt av en given del av företagets totala tillgångar. En låg kvot tyder på att ledningen använder företagets tillgångar till projekt som skapar negativa kassaflöden och som på så vis leder till icke värdeskapande aktiviteter. Detta innebär att företag med höga agentkostnader kommer ha lägre AU jämfört med företag med lägre agentkostnader. Enligt Ang, Cole och Lin (2000) fångar detta mått upp agentkostnader som uppstår på grund av någon av följande tre anledningar:

- ❖ Dåliga investeringsbedömningar, som genererar låg omsättning.
- ❖ Free-riding, att ledningen inte anstränger sig tillräckligt, vilket resulterat i lägre omsättning.
- ❖ Genom onödig konsumtion på företagets bekostnad. Exempel på detta kan vara inköp av lyxiga kontorslokaler, möbler, resor, fordon eller andra ting som kan bokföras som tillgångar utan att generera omsättning.

Ovanstående agentkostnader är någonting som fångas upp i måttet genom dess påverkan på antingen omsättningen eller företagets tillgångar. Ang, Cole och Lin (2000) lyfter dock även fram att denna approximation för agentkostnader inte kommer helt utan problem.

Risken med att använda ett effektivitetsmått för att mäta agentkostnader är att det inte mäter samtliga delkomponenter som utgör agentkostnader. Delkomponenterna "Bonding costs" och "Principalens övervakningskostnader" avspeglar sig troligtvis inte i ett effektivitetsmått då dessa komponenter är kostnadsposter som inte beaktas i varken omsättning eller tillgångar.

Däremot kan "Residual loss" i detta fall ses som den viktigaste delkomponenten då styrelsens effektivitet och beslut i finansiella frågor avspeglas i denna komponent. De två andra delkomponenterna fungerar egentligen enbart för att minska "Residual loss" genom att försäkra principalen om att agenten arbetar effektivt och i enlighet med principalens intresse. AU:s stora fördel är att det mäter företagets effektivitet och möjliggör en utvärdering av hur väl styrelsen lyckas med investeringar som genererar i ökat aktieägarvärde.

Vidare ska det poängteras att approximationer som grundar sig på redovisningsdata löper en risk för att påverkas av redovisningsval eller periodiseringseffekter vilket i sin tur kan leda till felaktigheter. Ang, Cole och Lin (2000) kontrollerar i sin studie för företagsstorlek, företags ålder och som förklarande variabel används ägarandel och relation till kreditgivare i form av längd på kreditavtal och skuldsättningsgrad.

2.3.3 AFFO-Ratio

Singh och Davidson (2003) utgår från ett liknande förhållningssätt till agentkostnader som Ang, Cole och Lin (2000), fast med den viktiga skillnaden att studien grundar sig på stora företag.

För att kunna mäta agentkostnader använder Singh och Davidson (2003) två mått. Dels Asset Utilization Ratio och dels ett mått som beräknas genom att dividera företagets administrations- och försäljningskostnader med företagets totala försäljning, hädanefter AFFO-Ratio. Det senare måttet fångar enligt Singh och Davidson (2003) upp dels ledningens löner som är en viktig del i agentproblematiken och dels ledningens överkonsumtion. I den mån som företagets försäljnings- och administrationskostnader inkluderar exempelvis hyror, leasingbetalningar och andra inköp så kommer detta mått att direkt avspegla utgifter på kontor, möbler, bilar och andra förmåner som en

ledning kan tänkas dra fördel av enligt Singh och Davidson (2003). Sammantaget kan det sägas att högre agentkostnader avspeglar sig i företagets försäljnings- och administrationskostnader.

Approximationen AFFO-Ratio, som Singh och Davidson (2003) skapat är i teorin ett kostnadsmått som mäter agentkostnader effektivt, om kostnadsposter redovisas på ett precist och detaljerat sätt. I praktiken är årsredovisningar inte så utförliga och i värsta fall är kostnadsposterna ihopklumpade och kan även vara manipulerade vilket gör AFFO-Ratio till ett svåränvänt mått.

2.3.4 Asset Liquidity Ratio

Ytterligare ett sätt för att approximera agentkostnader är genom Asset Liquidity Ratio (Prowse, 1990; Henry, 2006; Siddiqui et al, 2013). Detta mått skiljer sig från tidigare mått då det är ett likviditetsmått snarare än effektivitets- eller kostnadsmått. Prowse (1990) menar att grundtanken bakom måttet är att desto större del av företagets tillgångar som är i form av likvida medel desto större är risken att ledningen spenderar tillgångar på aktiviteter som inte är optimala för företaget. Med andra ord, företag som har en högre Asset Liquidity Ratio löper en högre risk att dra på sig onödiga agentkostnader.

Anledningar till varför ett företag har en viss mängd likvida medel är många och komplexa. Att en stor mängd likvida medel likställs med en ökad risk för höjda agentkostnader är ett förenklat sätt att se på företags likviditetsbehov. Behovet av kontrollvariabler är stort och exempelvis konjunktur, säsongsvariation, bransch, tradition, affärsidé och skuldsättning kan alla vara möjliga anledningar till att behålla en större andel likvida medel. Således behöver likvida medel inte nödvändigtvis ha någon påverkan på agentkostnader. Måttet bygger även på ett löst antagande om att företagsledningen kommer att maximera sin egennyttan enbart till följd av att möjligheten finns.

2.3.5 Tobins Q

Tobins Q är i grund och botten ett finansiellt mått men har i tidigare forskning även applicerats på agentkostnader (Offenberg, 2010). Måttet bygger på att bolags totala värde divideras med värdet av totala tillgångar uttryckta som ett ersättningsvärde. Ration Tobins Q introducerades av Tobin (1969) och utgör ett mått på om ett bolags kapital är under eller övervärderat i jämförelse med dess ersättningskostnad. Offenberg (2010) utgick från tidigare forskning av bland annat Yermack (1996) och drar slutsatsen att Tobins Q kan påvisa en rabatt till följd av ökad bolagsstorlek. Offenberg (2010) sätter in den storleksrelaterade rabatten i en diskussion huruvida en koppling kan göras till agentkostnadernas storlek. Offenberg (2010) för en diskussion i termer av höga och låga agentkostnader. Skattningen av agentkostnader baseras på Gompers, Ishii och Metricks (2001) G-index, ett sammansatt governance-mått framtaget för att bestämma ett bolags avkastning snarare än de direkta agentkostnaderna.

Offenbergs (2010) studie visar ett samband vid vad som definieras som höga agentkostnader, och drar slutsatsen att Tobins Q är ett relevant mått för agentkostnaderna. Offenbergs (2010) slutsats är att Tobins Q enbart är tillämplig för vad författaren beskriver som ”situationer av höga agentkostnader”. Resonemanget som förs av Offenberg (2010) innebär vidare att agentkostnader måste kvantifieras med en annan metod innan Tobins Q kan appliceras.

2.4 Hypotesutformning

2.4.1 Styrelsestorlek

En optimal styrelse brukar beskrivas som liten och oberoende (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010). Jensen (1993), Lipton och Lorsch (1992) var först med att testa hypotesen att styrelsestorleken påverkar bolagsstyrningen. Både studierna menar på att det finns en optimal storlek på en styrelse och att denna storlek är sju eller åtta personer. Den bakomliggande tanken är att under denna gräns kan fördelar skapas genom att företaget kan anställa ytterligare en person och på så vis kan kunskapen i företaget breddas samt övervakningen förbättras och på så vis skapa ett högre företagsvärde. Över denna gräns för en optimal styrelse så kommer det skapas koordinationsproblem och kommunikationsproblem som överstiger fördelarna med att ha

ytterligare en styrelseledamot (Jensen, 1993; Lipton och Lorsch 1992). Koordinationsproblem i form av att det blir svårare att anordna styrelsemöten, nå konsensus och att detta i sin tur leder till ett långsammare och mindre effektivt styrelsearbete. Även risken för free-riding, att en ledamot inte gör sitt arbete för att någon annan ändå kommer att genomföra det, blir allt större med en stor styrelse (Jensen, 1993). Dessa problem kan likställas med agentkostnader genom att det uppstår en ineffektivitet i styrelsen som i förlängningen drabbar aktieägarna.

Yermack (1996) presenterar bevis för att det råder ett negativt samband mellan styrelsens storlek och företagsvärdet vilket ska indikera på negativa effekter till följd av en större styrelse. Detta genom att göra en regressionsanalys mellan antalet styrelseledamöter och företagets värde (Tobin's Q). Urvalet består av de 500 största företagen i USA mätt till försäljning och tillgångar. Urvalet medför att den genomsnittliga styrelsen får anses vara stor då medelvärdet av antal ledamöter är 12,3 stycken. Slutsatsen som dras är i enlighet med Jensen (1993) och Lipton och Lorsch (1992) att det uppstår koordinations- och kommunikationsproblem med en stor styrelse. Yermack (1996) kontrollerar sedan modellen för bland annat företagsstorlek, branschtillhörighet, tillväxtpotential och olika belöningsprogram för styrelsen och finner att modellen är robust. Eisenberg, Sundgren och Wells. (1998) kommer fram till liknande resultat, att det råder ett negativt samband mellan antalet styrelsemedlemmar och företagsvärde, men Eisenberg, Sundgren och Wells (1998) genomför inte samma modellkontroll som Yermack (1996). Studien skiljer sig även från Yermack (1996) på så vis att den bygger på finska småföretag med små styrelser. Gällande styrelsestorlek är medelvärdet i urvalet 3,7 styrelseledamöter. Trots det låga medelvärdet finner studien bevis för att ytterligare en styrelsemedlem kan skapa koordinations- och kommunikationsproblem. Då samma resultat uppnås av Eisenberg, Sundgren och Wells. (1998) som Yermack (1996) så går resultaten inte i linje med den teori som Jensen (1993) och Lipton och Lorsch (1992) lyfter fram om en optimal styrelsestorlek. Eisenberg, Sundgren och Wells. (1998) hävdar att detta är ett resultat till följd av att beroende på företagsstorlek så kan det optimala antalet styrelseledamöter variera.

Coles, Daniel och Naveen. (2008) instämmer med Eisenberg, Sundgren och Wells. (1998) att optimalt antal styrelseledamöter varierar med företagsstorlek. Coles, Daniel och Naveen. (2008) skiljer sig dock i stor del jämfört med tidigare forskning då de ser bortom koordinations- och

kommunikationsproblem och undersöker fördelarna som en stor styrelse kan tillföra. Argumentationen bygger på att företag som har en mer komplex sammansättning antingen genom att verka inom flera industrier eller ha en hög skuldsättningsgrad kan vara i större behov av rådgivning och styrelsen behöver därför besitta mer expertkunskaper.

Sammantaget leder tidigare forskning till denna studies första hypotes:

Hypotes 1

Det finns en negativ påverkan mellan antalet styrelseledamöter och Asset Utilization Ratio.

2.4.2 Könsfördelning

Utöver antalet styrelseledamöter så har det även forskats kring hur könshördelningen inom en styrelse påverkar företagsprestation. Carter och Simpson (2003) undersöker data från de 1000 största amerikanska bolagen för att se om det finns något samband mellan bolagsstyrningens mångfald och företagets värde. Måttet mångfald beskrivs som andelen kvinnor och andelen minoriteter i styrelsen.

I studien användes nio stycken olika kontrollvariabler som valts ut utifrån tidigare forskningsresultat. Carter och Simpson (2003) kommer fram till ett resultat som visar att en jämn könshördelning endast är fördelaktigt då företaget sedan tidigare saknat en stark företagsstruktur.

Adams och Ferreira (2009) undersöker i sin studie de bolag som var noterade på den amerikanska Fortune 500-listan i syfte att studera kvinnlig styrelserepresentation och effekten på olika bolagsstyrningsfunktioner.

Författarna drar slutsatsen att kvinnliga styrelseledamöter har högre sammanträdesnärvaro än sina manliga kollegor, och i högre grad medverkar i styrelseutskott och dess arbeten. Ett samband finns även gällande att en högre andel kvinnor i styrelsen har en större del aktiekursrelaterad ersättning till styrelse och ledning. Ett annat samband som studien påvisar var att ökad styrelsediversifiering

med hänsyn till kön också ledde till att styrelsens övervakning på bolagsledningen blev mer effektiv. Sambandet syns dock enbart i de företag där övervakningsfunktionen var svag. Adams och Ferreira (2009) drar samtidigt slutsatsen att vid en fungerande övervakning kan en ökad andel kvinnliga styrelseledamöter vara kontraproduktiv sett ur ett övervakningsperspektiv.

Studien pekar på ett negativt samband mellan kvinnlig styrelserepresentation och både resultat och aktiekurs. Adams och Ferreira (2009) tolkar detta som att en styrelsekvotering kan ha en negativ effekt på bolagsvärdet.

Jurkus, Park och Woodar (2011) har gjort ytterligare forskning på området genom att undersöka om agentkostnader bestämda utifrån dels fritt kassaflöde, och dels som andel av nettovinst som delas ut till aktieägarna varierar med andelen kvinnor i bolagsledningen bland företagen på Fortune 500-listan. Jurkus, Park och Woodar (2011) utgår från ett antagande om en starkare övervakande funktion hos kvinnliga styrelseledamöter. Studien finner stöd för ett omvänt samband mellan det procentuella antalet kvinnor och agentkostnader på marknader som är mindre konkurrensutsatta. Konkurrensutsatta definierades som att den totala försäljningen i industrin är jämnt fördelad mellan olika bolag. Resultat från studien tyder på att en ökad andel kvinnor i toppositioner kan leda till en prestationsförbättring och minskade agentkostnader.

Garanina och Kaikova (2016) bygger vidare på Jurkus, Park och Woodar (2011) med en studie som totalt omfattar 643 bolag från Norge, USA och Ryssland som studeras för tidsperioden 2004 till 2012. Garanina och Kaikova (2016) undersöker i huvudsak effekterna av styrelsens storlek och andel kvinnor i styrelsen på företags agentkostnader. Den mest utmärkande slutsatsen i arbetet är att andelen kvinnor i styrelsen har en svag påverkan på agentkostnaderna, och i den mån ett samband finns så är det snarare så att ökad kvinnlig styrelserepresentation ökar agentkostnaderna. Den korrelation som syntes för de norska bolagen kunde enligt Garanina och Kaikova (2016) förklaras med de norska reglerna om könskvotering till styrelser i ASA-bolag. Detta är i linje med den undersökning som Ahern och Dittmar (2011) gjort. Genom att undersöka effekterna av kvotering drar Ahern och Dittmar (2011) slutsatsen att kvotering leder till att styrelseledamöter med en lägre snittålder än styrelsens totala snittålder kvoteras in. Vidare hävdar Ahern och Dittmar (2011) att den lägre snittåldern även kan innebära att erfarenheten i styrelsen sänks och på så vis skapas negativa effekter av kvotering.

Genomgången av tidigare forskning leder till studiens andra hypotes:

Hypotes 2

Det finns en negativ påverkan mellan andelen kvinnliga styrelseledamöter och Asset Utilization Ratio

2.4.3 Företagsstorlek

Effekterna av att kontrollera för företagsstorlek har redan betonats genom dess påverkan på företagets styrelsestorlek (Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998; Coles, Daniel & Naveen, 2008). Likt andra studier på området (Doukas, Kim & Pantzalis, 2000; Singh & Davidson, 2003; Fleming, Heaney & McCosker, 2005; Henry, 2006) kommer även denna studie att kontrollera för företagsstorlek. Att kontrollera för företagsstorlek grundar sig i teorin om diversifierade verksamheter, economies of scope, och att en verksamhet blir allt mer diversifierad i takt med att företaget växer enligt Stoll och Whaley (1983).

Det finns två olika versioner av diversifieringsargumentet. På ena sidan står Doukas, Kim och Pantzalis (2000) som hävdar att diversifiering leder till ett ökat avstånd mellan ägare och verkställande ledning och på så vis ökar övervakningsbehovet och tillika agentkostnader. Detta är slutsatsen som dras efter att proxyn för agentkostnader, kassaflöde i förhållande till tillväxtmöjligheter, är positivt korrelerat med företagsstorlek. Detta är i linje med Jensen (1976) och Henry (2006). På andra sidan står Singh och Davidson (2003) som hävdar att agentkostnader minskar med företagsstorlek detta eftersom att diversifiering leder till att företaget kan utnyttja sina tillgångar mer effektivt och på så vis skapas en effektivare användning av tillgångarna och en reducering av kostnader. Detta avspeglar sig i sin tur på Asset Utilization Ratio respektive försäljnings- och administrationskostnader, som är studiens två proxys för agentkostnader. Singh och Davidson (2003) får stöd av Fleming (2005) och Mcknight och Weir (2009). Utifrån resultaten från tidigare forskning kan det konstateras att det finns ett behov av att kontrollera för

företagsstorlek vilket leder till följande hypotes. Noterbart är att de motstridiga resultaten från tidigare forskning leder till att denna hypotes varken tar en positiv eller negativ riktning.

Hypotes 3

Det finns en påverkan mellan företagsstorlek och Asset Utilization Ratio.

2.4.4 Skuldsättningsgrad

Tidigare forskning av Grossman och Hart (1982), Jensen (1986), Fleming, Heaney och McCosker (2005), Fatma och Chichti (2011) visar att en ökad belåningsgrad hos företag leder till minskade agentkostnader. Jensen (1986) framhåller att skuldsättningen kan användas för att kontrollera och styra en ledning då andelen av fritt eget kapital minskar.

Vidare menar Jensen (1986) att ledningen tenderar att överinvestera och expandera över den nivå som kan anses vara optimal. När företag växer så ökar ledningens makt och även dess möjligheter till bonusar och opportunistiskt beteende. Företag med en stor del fritt eget kapital har möjligheten att göra utdelningar till aktieägarna och denna situation skapar en konflikt mellan aktieägare och ledning enligt Jensen (1986).

Grossman och Hart (1982) argumenterar för att skuldsättning har en positiv effekt för att hålla nere agentkostnader. Grossman och Hart (1982) gör antagandet att ledningen har kontrollen över den finansiella strukturen och menar att företag med en stor andel eget kapital inte har lika stora incitament att maximera sin vinst jämfört med företag med en hög skuldsättning. Detta eftersom dessa företag löper en mindre risk att försättas i konkurs. Att öka skuldsättningen ökar incitamenten hos ledningen att få företaget att prestera och signalerar även till marknaden att vinst prioriteras framför bonusar och förbättrade löneförmåner.

Tidigare studier som använder måttet Asset Utilization Ratio, AU för att beräkna agentkostnader kan påvisa att skuldsättningsgraden förbättrar måttet AU (Ang, Cole & Limn, 2000; Fleming,

Heaney & McCosker; 2005). Jensen (1986) och Stulz (1990) kan även visa att företag med en låg skuldsättningsgrad men som efterhand ökar sin skuldsättning kommer att reducera agentkostnader då det fria egna kapitalet som finns tillgängligt till ledningen minskar. Ytterligare en effekt av skuldsättning är att det leder till en ökad övervakning av ledningen från kreditgivare (Ang, Cole & Lin, 2000). Även risken för konkurs ökar i takt med att skuldsättning ökar, vilket medför att ledningens incitament att prestera förstärks enligt Grossman och Hart (1982) och Rudski (2010). Utifrån detta utformades följande hypotes:

Hypotes 4

Det finns en positiv påverkan mellan skuldsättningsgrad och Asset Utilization Ratio.

2.4.5 Sammanfattning av tidigare forskning

De studier som presenterats ovan och som ligger till grund för denna studies två huvudhypoteser har sammanställts i tabell 2.1 och tabell 2.2.

Tabell 2.1- Sammanställning av tidigare forskning gällande antalet styrelsemedlemmar

Författare	År	Undersökt samband	Undersökta länder	Resultat
Lipton och Lorsch	1992	Styrelsestorlekens påverkan på bolagsstyrningens kvalitet.	Storbritannien	Optimal styrelsestorlek uppgår till 7-8 ledamöter.
Jensen	1993	Styrelsestorlekens påverkan på bolagsstyrningens kvalitet.	USA	Optimal styrelsestorlek uppgår till 7-8 ledamöter.
Yermack	1996	Styrelsestorlek och bolagsvärdering.	USA	Negativt samband mellan styrelsens storlek och företagsvärdet.
Eisenberg, Sundgren och Wells	1998	Styrelsestorlek och bolagsvärdering.	USA	Negativt samband mellan styrelsens storlek och företagsvärdet.

Tabell 2.2- Sammanställning av tidigare forskning gällande könsfördelning i styrelser

Författare	År	Undersökt samband	Undersökta länder	Resultat
Carter och Simpson	2003	Styrelsens könsfördelning och bolagsvärde.	USA	Jämn könsfördelning fördelaktigt endast då stark företagsstruktur saknas.
Coles, Daniel och Naveen	2008	Styrelsestorlekens påverkan på bolagsstyrningens kvalitet.	USA	Positivt samband mellan styrelsestorlek och bolagsstyrningskvalitet.
Adams och Ferreira	2009	Styrelsens könsfördelning och effekten på bolagets styrningsfunktioner.	USA	Ökad kvinnlig representation stärkte övervakande funktioner, men bara i bolag med svag övervakning.
Ahern och Dittmar	2011	Könskvotering och bolagsvärde.	Norge	Negativt samband kvotering och värdering.
Jurkus, Park och Woodar	2011	Styrelsens könsfördelning och agentkostnader.	USA	Ökad kvinnlig representation sänkte agentkostnader.
Garanina och Kaikova	2016	Styrelsens könsfördelning och agentkostnader.	USA, Ryssland och Norge	Svagt negativt samband mellan ökad kvinnlig styrelserepresentation och agentkostnader.

2.5 Beroende och oberoende ledamöter

Ett väl studerat område är hur styrelsesammansättning med hänsyn till beroende och oberoende påverkar företag. I denna studie kommer inte denna aspekt att studeras då det är svårt att kvantifiera denna typ av förhållande. Beroende definieras som de ledamöter som är beroende och besitter relevant företagsinformation som underlättar när beslut ska tas om företagets aktiviteter. Oberoende är styrelsemedlemmar som inte besitter företagsspecifik kunskap, utan bidrar istället med expertkunskap inom andra områden. Coughlan och Schmidt (1985) och Hermalin och Weisbach (1991) beskriver att oberoende ledamöter även har en mer objektiv relation till ledningen och kan således föra en mer effektiv övervakning av ledningens arbete. Sammantaget kan en ökad grad av oberoende ledamöter anses öka styrelsens möjligheter att begränsa verkställande ledningens möjligheter till att agera i eget intresse enligt Amess, Banerji och Lampousis (2015).

Bhagat och Black (2002) undersökte i sin studie om det fanns något förhållande mellan andelen oberoende ledamöter och lönsamhet. Studien visar att företag med en lägre historisk lönsamhet också tenderade att ha en lägre andel oberoende styrelsemedlemmar. Däremot konstateras inte några bevis för att detta leder till ökad lönsamhet på lång sikt mätt med måttet Tobins Q. Däremot visar en liknande studie av Knyazeva, Knyazeva och Masulis (2013) att det finns ett positivt samband mellan oberoende ledamöter och lönsamhet när måtten market to book value och return on asset (ROA) används.

3 Metod

I detta kapitel kommer valt tillvägagångssätt för studiens genomförande att presenteras. Hur datainsamling har gått till, vilka variabler som har studeras samt hur frågeställningarna har angripits presenteras även i detta kapitel. Här motiverar vi också beslut och antaganden som tagits under arbetsprocessen.

3.1 Vetenskaplig utgångspunkt

Detta arbete tar sin utgångspunkt i en kvantitativ ansats. Syftet med den kvantitativa ansatsen var att undersöka om det finns någon påverkan på Asset Utilization Ratio utifrån styrelsens sammansättning. Teorin kring agentkostnader har testats utifrån ett deduktivt tillvägagångssätt. Teori på området har analyserats och därefter har hypoteser formulerats och sedan testats mot insamlad data.

3.2 Urval

3.2.1 Tidsperiod

Arbetet ämnar att ge ett så aktuellt bidrag som möjligt på forskningsområdet och därför har det senaste hela räkenskapsåret, år 2015, använts som slutår för tidsperioden. Som startår har 2010 använts, detta för att undvika risken att använda data som innehåller stora svängningar till följd av finanskrisen år 2008 och 2009. Startåret har valts efter en avvägning mellan att ha så stort urval som möjligt men samtidigt inte löpa risk för påverkan av den tidigare nämnda finanskrisen.

Ytterligare en anledning till varför en kortare tidsperiod än sex år inte används är på grund av att effekter i styrelsesammansättning har en tidsfördröjning och inte sker direkt vilket gör att en längre tidsperiod kan behövas enligt Daunfeldt och Rudholm (2012).

3.2.2 Handelsplats

De företag som har valts ut för denna studie är registrerade på Nasdaq OMX Stockholm large cap-lista. Large cap-listan har valts som marknadsplats eftersom den enligt Albrightapporten (2016) och 2:a AP-fondens kvinnoindex (2016) har högst andel kvinnliga styrelseledamöter jämfört med andra svenska marknadsplatser. I denna studie görs antagandet att användningen av bolag med en större andel kvinnlig styrelserepresentation leder till ökad reliabilitet vid mätning av könsfördelningens påverkan på agentkostnader.

Bolag som inte har varit noterade under hela undersökningsperioden har enbart inkluderats under den tidsperioden som bolaget varit noterat, övriga år har exkluderats. Motivering till detta är att bolag som inte är noterade har lägre legala krav gällande styrelsens omfattning än de publika bolagen enligt ABL.

I denna studie har ingen hänsyn tagits till om bolagen i urvalet har bytt lista på Nasdaq OMX Stockholm. Anledningen till detta är att det inte finns några högre krav eller regler för styrelsens omfattning gällande emittenter (2016) jämfört med andra handelsplatser på Nasdaq OMX Stockholm. Vidare har de bolag som visserligen är noterade på Large cap-listan men som inte är registrerade i Sverige plockats bort i urvalet då de inte omfattas av Svensk kod för bolagsstyrning.

3.2.3 Branschen bank

Likt andra studier som Ang, Cole och Lin (2000) och Singh och Davidson (2003) har banker uteslutits från materialet. Kategorin banker har generellt sett en avvikande kapitalstruktur mot bolag i andra branscher. Orsak till detta går att förklara med verksamhetens art och lagkrav gällande kapitaltäckningsgrad som beskrivs i Lagen om kapitalbuffertar (2004).

3.2.4 Urvalskriterier

Denna studies urvalskriterier kan sammanfattas enligt nedan:

- Noterade på Nasdaq OMX Stockholm Large-cap lista under perioden 2010-2015
- Bolag registrerade i Sverige
- Banker har exkluderats från studien

3.3 Bortfallsanalys

Efter att ha applicerat de olika urvalskriterierna bestod studien av 365 observationer.

Vid sammanställning av skuldsättningsgraden så rensades tjugo observationer bort på grund av att data visade att observationerna hade en skuldsättning som inte var större än noll. En bortrensning av dessa var nödvändig för att kunna logaritmera skuldsättningen i regressionsmodellen. Efter bortfall återstod 345 observationer vilket ligger till grund för studiens regressionsanalys.

3.4 Multipel regressionsanalys med paneldata

För att svara på studiens frågeställning har en multipel regressionsanalys med panel data använts. Till följd av detta kan svar ges på vilken påverkan styrelsens sammansättning har på Asset Utilization Ratio. Att använda sig av paneldata innebär att studien har data som är tvådimensionell, vilket innebär att agentkostnader kommer att mätas per företag under tidsperioden 2010 till 2015. Att använda paneldata ger fördelar i form av att antalet observationer ökar vilket i sin tur leder till mer information, ökar variationen och ett ökat antal frihetsgrader.

Den generella ekvationen för paneldata ser ut enligt ekvation 3.1:

$$y_{it} = \beta_1 + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + \dots + \beta_K x_{Kit} + \mu_{it}$$

Ekvation 3.1

Modellens högerled består av interceptet, β_1 . Variablerna β_2x_{2it} , β_3x_{3it} är de oberoende variablerna som är tänkt att ha en påverkan på modellens vänsterled som består av den beroende variabeln y_{it} . I står för respektive företag och t står för given tidsperiod. Varje koefficient mäter den genomsnittliga förändringen i den beroende variabeln mätt per enhet av förändring i den förklarande variabeln. Feltermen μ_{it} syftar till att fånga upp eventuella avvikelser i y-variabeln mot det förväntade värdet på y-variabeln. (Brooks, 2008)

3.5 Beroende variabel - Asset Utilization Ratio

Som beroende variabel i denna studie och som mått på agentkostnader används Asset Utilization Ratio. Denna approximation utgörs av följande formel:

$$\text{Asset Utilization Ratio} = \frac{\text{Omsättning}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Detta är ett effektivitetsmått som enligt Ang, Cole och Lin (2000) fungerar som en approximation av agentkostnader. En högre kvot indikerar på en effektivare användning av företagets tillgångar vilket enligt Ang, Cole och Lin (2000) ska tolkas som ett uttryck för mindre agentkostnader. Valet av mått på agentkostnader kommer till följd av att måttet är det som är mest förekommande i tidigare forskning på området (Ang, Cole & Lin, 2000; Singh & Davidson, 2003; Mcknight & Weir, 2009; Henry, 2006; Fleming, Heaney & McCosker, 2005; Garanina & Kaikova, 2016).

3.6 Oberoende variabler

3.6.1 Styrelseledamöter

För att samla in data om antalet styrelseledamöter har det krävts att denna information sammanställts manuellt från varje årsredovisning mellan åren 2010 till 2015 för samtliga bolag i undersökningen. Informationen presenteras som det totala antal ledamöter, exklusive eventuella suppleanter och arbetstagarrepresentanter. Att arbetstagarrepresentanter utesluts från urvalet kan motiveras utifrån att forskning pekar på att arbetstagarrepresentanter i hög utsträckning endast är

involverade i frågor som rör de arbetstagare som dessa företräder, och frågor som representanterna finner av intresse. Generellt påverkas arbetsordningen i liten omfattning av förekomsten av arbetstagarrepresentanter. (Hammer, Curall & Stern, 1991; Kärreman, 1999) Det här innebär att arbetstagarrepresentanter inte påverkar företagets Asset Utilization Ratio och således utesluts dessa från urvalet.

Styrelsesuppleantens uppgift är att ersätta ordinarie styrelseledamot i de fall eller till följd av de omständigheter som gör att den ordinarie ledamoten inte kan närvara enligt ABL. Då suppleanten inte har en given plats i styrelsen blir även dennes inflytande begränsat. Det ska även poängteras att Koden uttryckligen säger att suppleanter inte ska utses för stämnovalda ledamöter. Innebörden av detta blir att de suppleanter som finns i de undersökta bolagen, givet att Koden följs, är utsedda av arbetstagarorganisationer. Ovanstående anledningar ligger till grund för att även suppleanter har exkluderats i denna studie.

3.6.2 Andelen kvinnliga styrelseledamöter

För att undersöka könsfördelningens effekt på Asset Utilization Ratio har denna studie använt andelen kvinnor i bolagsstyrelser som jämförande mått. Valet att använda andelen kvinnor, uttryckt procentuellt av styrelsestorleken, och inte antal kvinnor i bolagsstyrelser motiveras till följd av att antalet styrelseledamöter varierar stort bland de undersökta företagen. Det här innebär att antalet kvinnliga ledamöter i sig enbart är användbart vid en frågeställning om kvinnlig representation har inverkan på agentkostnader. Data angående andelen kvinnliga styrelseledamöter har samlats in från respektive företags årsredovisningar för undersökningsperioden på samma vis som för antalet styrelseledamöter.

3.7 Kontrollvariabler

3.7.1 Företagsstorlek

I studien definieras företagsstorlek utifrån omsättning. Omsättning är inget entydigt mått på företagsstorlek men anses i den här studien som en god uppskattning då omsättningen dels väger

in den ekonomiska aktivitet som utförs i bolaget, och dels inte involverar kapitalmätt, som här hanteras i separat variabel. Data har hämtats från databasen Business Retriever där svenska bolags årsredovisningar finns sammanställda. I de fall då data saknas i Business Retriever har denna manuellt inhämtats från respektive företags årsredovisningar för undersökningsperioden.

För att skapa en mer normalfördelad data har i sin tur företagets omsättning justerats genom att logaritmera värdena. Detta innebär att effekten av ytterligare försäljning blir avtagande i takt med att försäljningen blir allt större. En mer normalfördelad data uppnås då till följd av att extremvärdena minskar och jämnare fördelning skapas.

3.7.2 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad räknas ut enligt följande formel:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Långfristiga skulder}}{\text{Eget kapital}}$$

Likt den oberoende variabeln omsättning så har data hämtats från Business Retriever och i de fall då data har saknats har skuldsättningsgraden beräknats för hand från företagets årsredovisning för givet år. Skuldsättningsgraden har även den justerats genom den naturliga logaritmen för att även här uppnå en jämnare normalfördelning.

3.8. Sammanställning av variabler

I tabell 3.1 är studiens variabler sammanställda.

Tabell 3.1 – Sammanfattning av studiens variabler

Variabler		
Beroende:	Oberoende:	Kontrollvariabler:
Asset Utilization Ratio (Akost)	Antalet styrelseledamöter (Styrelse)	Omsättning (Omsättning)
	Andelen kvinnliga styrelseledamöter (Kvinnor)	Skuldsättningsgrad (Skuldsättningsgrad)

Ovanstående variabler har sammanställts i ekvation 3.2 som ska kunna svara på studiens problemformulering.

$$Akost_{it} = \beta_1 + \beta_{styrelse_{it}} + \beta_{kvinnor_{it}} + \beta_{omsättning_{it}} + \beta_{skuldsättning_{it}} + \mu_{it}$$

Ekvation 3.2

$Akost_{it}$ står för Asset Utilization Ratio, AU. $\beta_{Styrelse}$ är antalet personer som sitter i styrelsen. $\beta_{kvinnor}$ är andelen kvinnliga ledamöter i samma företag i under samma tidsperiod t . $\beta_{Omsättning}$ och $\beta_{Skuldsättning}$ är den naturliga logaritmen av företagets skuldsättningsgrad respektive den naturliga logaritmen av företagets omsättning gällande företag i under år t .

3.9 OLS och Regressionspremiss

De oberoende variablerna i ekvationen från föregående avsnitt har estimerats med den ekonometriska modellen Ordinary Least Squares (OLS). OLS har som uppgift att skatta estimaten för β_1 och β_2 . Detta för att residualerna, kvadrerade slumptermerna, minimeras. Vid användning av denna metod minimeras avståndet mellan den estimerade regressionslinjen och de verkliga observationerna (Gujarati och Porter, 2009). Denna metod är den bäst lämpade estimatorn då den anses vara effektivast då den genererar estimatorer med minimal varians både linjärt och

väntevärdesriktiga (Westerlund, 2005). OLS anses vara BLUE (Best Unbiased Estimator) om den uppfyller antagandena i Gauss-Markovs teorem som beskrivs i tabell 3.2 (Dougherty, 2011).

Tabell 3.2 – Gauss Markovs teorem

Gauss- Markovs teorem	
Antagande:	
1	Den förklarande variabeln kan skrivas som en linjär funktion med n stycken förklarande variabler, ett intercept och en slumpterm.
2	Slumpermens väntevärde är lika med noll.
3	Slumptermen e_i är homoskedastisk.
4	Slumptermen e_i är inte autokorrelerad vilket innebär att kovariansen mellan e_i och e_j är 0 för alla $i \neq j$.
5	De förklarande variablerna är inte slumpmässiga, ingen av dem är en exakt linjär kombination av de andra förklarande variablerna
6	Slumptermen e_i är normalfördelad

3.10 Metodkontroll

För att en OLS-regression ska ge så bra utfall som möjligt krävs det att Gauss-Markovs teorem håller. Med hjälp av Eviews 8 har olika statistiska test genomförts för att testa dessa antaganden. Alla test är genomförda på en 5-procents signifikansnivå.

3.10.1 Test för heteroskedasticitet

Gauss-Markovs tredje antagande är att slumptermen är homoskedastisk. När variansen i slumptermen inte är konstant råder heteroskedasticitet. I korthet innebär heteroskedasticitet att när de förklarande variablerna ökar så minskar alternativt ökar residualkvadratsumman för den beroende variabeln. Heteroskedasticitet kan på så vis innebära att standardfelet inte är korrekt och detta kan leda till att resultatet från analysen bli missvisande. (Brooks, 2008)

Eviews saknar test för heteroskedasticitet i paneldata, men det går att utföra ett manuellt Breusch-Pagan-Godfrey-test, BPG-testet. Hypotesen som testas är om homoskedasticitet förekommer,

denna hypotes kan sedan förkastas eller accepteras beroende på F-värdet som regressionen ger. Om den förkastas så råder heteroskedasticitet och Whites modifierade standardfel kan då användas för att justera detta. (Brooks, 2008)

BPG-testet i denna studie ger ett F-värde på 0,29 vilket är högre än gränsvärdet på fem procent. Detta medför att nollhypotesen inte kan förkastas och att data inte är heteroskedastisk. Trots att heteroskedasticitet inte är ett signifikant problem så kommer ändå funktionen “White Cross Section” att användas för att skapa robusta standardavvikelser för att minimera eventuell heteroskedasticitet.

3.10.2 Autokorrelation

Gauss-Markovs fjärde antagande om att slumptermen inte är autokorrelerad innebär att slumptermerna inte är beroende av varandra. För att testa detta kan Durbin-Watson's test genomföras. Detta är ett test som i Eviews görs per automatik när en regression av paneldata utförs. När Durbin-Watson's test ger ett värde nära två (2) så förekommer inte autokorrelation och utgör således inget problem. I den genomförda regressionen blir värdet på Durbin-Watson's test 1,22. Detta tyder på en viss autokorrelation men i denna studie ses inte detta som ett problem.

3.10.3 Multikollinearitet

Om två eller flera variabler i hög grad är beroende av varandra så förekommer multikollinearitet. Multikollinearitet är i sig inget problem utan problemet uppstår först när det råder hög multikollinearitet. Att undersöka om det råder höga multikollinearitet kan göras genom att mäta korrelationen mellan de förklarande variablerna. En riktlinje kan sättas upp för var gränsen för hög multikollinearitet går och enligt Westerlund (2005) kan en gräns vid 0,8 dras. Vid en korrelation över denna gräns bör modellen justeras för multikollinearitet.

I bilaga 1 sammanställs korrelationen som råder mellan denna studies förklarande variabler. Den högsta korrelationen mellan två variabler är mellan antalet styrelsemedlemmar och företagsstorlek

som har en korrelation om 0,45. Ingen korrelation överskrider gränsen om 0,8 vilket betyder att multikollinearitet inte är något problem.

3.10.4 Normalitet

Gauss-Markovs sjätte antagande handlar om att testa om slump termen är normalfördelad. För att testa för normalitet så kan ett Jarque-Bera-test användas. Testet undersöker skevheten och toppigheten hos residualernas sannolikhetsfördelning och om de stämmer överens med normalfördelningen. Om residualerna är helt normalfördelade så är Jarque- Bera-värdet lika med noll.

Ett annat sätt som kan användas för att ta reda på om residualerna är normalfördelade eller inte är att se till stickprovets storlek. Om stickprovet kan ses som tillräckligt stort antas den centrala gränsvärdesatsen lösa problemet med normalfördelning.

Jarque-Bera-testet som genomförts visar att den data som samlats in inte är normalfördelad då P-värdet understiger fem procent. Detta test visas i bilaga 2, diagram 1.

För att justera för detta appliceras dummyvariabler för de residualer som utgör extremvärdena. Genom användning av dummyvariabler skapas en mer normalfördelad data och detta kommer leda till bättre skattningar för standardavvikelse, t-statistik och P-värde. Nackdelen med appliceringen av dummyvariabler är att de observationer som det kontrolleras för inte beaktas i regressionen. Totalt har det kontrollerats för sex stycken observationer. En fördel med att rensa för extremvärden är att förklaringsgraden, det justerade R²-värdet, förbättras. Detta på grund av att extremvärdenas residualer har exkluderats och på så vis minskar standardavvikelsen och förklaringsgraden förbättras. Efter appliceringen av dummyvariabler ser fördelningen ut enligt bilaga 2 diagram 2.

Bilaga 2, diagram 2 visar att efter ovanstående justeringar har P-värdet och Jarque-Bera-värdet förbättrats, P-värdet är dock fortfarande signifikant vilket betyder att nollhypotesen förkastats och att residualerna inte är normalfördelade.

Den centrala gränsvärdessatsen säger dock, om stickprovet överstiger 30 observationer är urvalet tillräckligt stort för att anses vara normalfördelat. I det här fallet finns det 345 observationer vilket gör att Gauss-Markovs sjätte antagande ändå får anses vara uppfyllt.

3.10.5 Reliabilitet och validitet

Viktiga aspekter i genomförandet av en studie är att den är replikerbar, det vill säga att studien kan genomföras på samma sätt igen. (Bryman och Bell, 2013)

Under studiens gång har ett antal val och antaganden gjorts. Dessa har på ett noggrant sätt beskrivits och eventuella beräkningar finns dokumenterade för att göra studien replikerbar. Den teori som har samlats in för studien är hämtad från artiklar i välrenommerade publikationer, hur många gånger som en artikel har blivit citerad i annan forskning har beaktats i valet av teori.

Då det saknas ett entydigt mått på agentkostnader så har denna studie varit tvungen till att identifiera en lämplig metod för att approximera agentkostnader. Valet av mått grundar sig på tidigare forskning och de tillvägagångssätt som är mest förekommande. Att approximera agentkostnader är dock inte oproblemiskt vilket har beaktats tidigare i den här studien. Dock ska det ytterligare en gång poängteras att det rör sig om en approximation av agentkostnader och att måttet egentligen är utformat för att mäta effektivitet. Detta innebär att det finns en risk för att vissa agentkostnader inte fångas upp och att måttet istället mäter något mer än enbart agentkostnader.

I regressionsmodellen förklaras måttet Asset Utilization Ratio, AU till 32 procent av de förklarande variablerna. Således krävs det troligtvis fler kontrollvariabler för att kunna förklara måttet på ett bättre sätt. Dock ligger denna studies fokus inte på att förklara måttet på ett optimalt sätt utan fokus ligger istället på att undersöka styrelsesammansättningens påverkan på måttet AU. Därför anses inte förklaringsgraden utgöra ett problem.

En kontrollvariabel som har övervägts är bransch. Dock innebär en branschindelning betydande implikationer vid genomförande av denna studie. En branschindelning utifrån Nasdaq OMX Stockholms branschindelning och studiens urval av undersökta bolag innebär att för vissa

branscher blir urvalet mycket litet, som lägst två bolag. Att utifrån ett fåtal observationer generalisera om branschspecifika egenskaper är i sin tur svårt och riskerar att bli missvisande.

I denna studie har avvägningen gjorts att exkludera bransch utifrån bedömningen att kvalitetsförlusterna på grund av de begränsade urvalen är större än vinsterna av en branschindelning. Då bransch exkluderats så omfattar studien alla bolag på OMX Nordic large-cap, förutom banksektorn. Därmed kan urvalet anses vara representativt för marknaden i sin helhet. På grund av detta dras slutsatsen att studiens resultat kommer att vara generaliserbart i en bredare kontext.

4 Resultat

I denna del kommer resultaten för vardera hypotes att presenteras, alla tester är testade med en signifikansnivå på 5 procent. Fullständig information från den genomförda regressionsanalysen presenteras i bilaga 3. Kapitlet avslutas med en sammanfattning av faktiska och förväntade hypotesutfall.

4.1 Beskrivande statistik

Undersökningen grundar sig på 60 bolag under tidsperioden 2010 till och med 2015 vilket har resulterat i totalt 365 observationer. Efter att denna data har justerats enligt bortfallsanalysen återstår 345 observationer. Tabell 4.1 sammanfattar beskrivande statistik från den insamlade datan.

Tabell 4.1 – beskrivande statistik

	Asset Utilization	Antalet ledamöter	Andel kvinnliga ledamöter	Log-Omsättning	Log-Skuldsättning
Medelvärde	0,795	7,8	26%	16,5	0,8
Median	0,785	8	25%	16,6	0,8
Max-värde	2,879	13	60%	19,5	5,55
Minsta värde	0,001	4	0%	11,46	11,46
Observationer	345	345	345	345	345

Ur tabell 4.1 ovan går det bland annat att avläsa att den genomsnittliga styrelsestorleken har medelvärdet 7,8 ledamöter och medianvärdet 8 ledamöter. I urvalet är den största styrelsen mätt till 13 personer medan den minsta styrelsen består av 4 personer. När det kommer till andelen kvinnor är medelvärdet 26,5 procent med variation från 0 till 60 procent. Tabell 4.1 avslöjar även att stora variationer förekommer i måttet Asset Utilization Ratio, AU där maxvärdet är ungefär 2.8 medan minimivärdet är nära 0. De två logaritmerade kontrollvariablerna är dock svårtolkade i denna kontext.

4.2 Regressionsresultat

4.2.1 Test för antalet styrelseledamöter

Denna studies första oberoende variabel har testats utifrån nollhypotesen:

H0= Det finns ingen påverkan mellan antalet styrelseledamöter Asset Utilization Ratio.

H1 = Det finns en negativ påverkan mellan antalet styrelseledamöter och Asset Utilization Ratio.

Resultatet presenteras i tabell 4.2. Tabellen visar att det finns ett positivt samband mellan antalet styrelseledamöter och Asset Utilization Ratio. Det ska dock förtydligas att ett positivt samband betyder minskade agentkostnader. Resultatet visar på ett samband som går mot hypotesen om att en större styrelse leder till ökade agentkostnader. Tabell 4.2 visar även att nollhypotesen först kan förkastas på 10- procentsnivå och således kan inte denna studie påvisa ett signifikant resultat gällande denna hypotes.

Tabell 4.2 – Antalet styrelseledamöter påverkan på Asset Utilization Ratio

Oberoende variabel	Nollhypotes	P-värde	Förkastad	Påverkan	Koefficient
Antalet styrelseledamöter	Ingen påverkan	0,0948**	Nej	Positiv	0,013

Signifikansnivå: **=10 procent

4.2.2 Test för andelen kvinnliga styrelseledamöter

För att avgöra vilken påverkan andelen kvinnliga styrelseledamöter har på Asset Utilization Ratio, AU, så har följande nollhypotes testats:

H0= Det finns ingen påverkan mellan andelen kvinnliga styrelseledamöter och Asset Utilization Ratio.

H1=Det finns en negativ påverkan mellan andelen kvinnliga styrelseledamöter och Asset Utilization Ratio.

Den oberoende variabeln är i detta fall signifikant på 1-procentsnivå vilket medför att nollhypotesen kan förkastas och resultatet påvisar att andelen kvinnliga styrelseledamöter har en påverkan på AU. Data är sammanställd i tabell 4.3.

Tabell 4.3 – Andelen kvinnliga styrelseledamöters påverkan på Asset Utilization Ratio

Oberoende variabel	Nollhypotes	P-värde	Förkastad	Påverkan	Koefficient
Andelen kvinnliga styrelseledamöter	Ingen påverkan	0,0025*	Ja	Negativ	-0,186

Signifikansnivå: *= 1 procent

Tabell 4.3 visar även att sambandet mellan andelen kvinnliga styrelseledamöter har en negativ påverkan på AU och ska läsas som att andelen kvinnliga styrelseledamöter tenderar till att öka företags agentkostnader. Detta resultat är i enlighet det förväntade resultatet.

4.2.3 Test av kontrollvariabler

Testet för kontrollvariabeln företagsstorlek grundar sig på nollhypotesen:

H0= Det finns ingen påverkan mellan omsättning och Asset Utilization Ratio.

H1= Det finns en påverkan mellan omsättning och Asset Utilization Ratio.

Tabell 4.4 sammanställer resultatet för kontrollvariabeln och ur tabellen kan det avläsas att nollhypotesen även här förkastas på 1-procentsnivå. I detta fall är sambandet positivt och indikerar att agentkostnader tenderar till att minska med ökad företagsstorlek.

Tabell 4.4 – Omsättningens påverkan på Asset Utilization Ratio

Oberoende variabel	Nollhypotes	P-värde	Förkastad	Påverkan	Koefficient
Omsättning	Ingen påverkan	0,0000*	Ja	Positiv	0,172

Signifikansnivå: *= 1 procent

Även gällande kontrollvariabeln skuldsättning kunde nollhypotesen förkastas:

H0= Det finns ingen påverkan mellan skuldsättningsgrad och Asset Utilization Ratio.

H1= Det finns en påverkan mellan skuldsättningsgrad och Asset Utilization Ratio.

Den testade nollhypotesen förkastades på 1-procentsnivå enligt tabell 4.5. Tabell 4.5 visar även att påverkan är svagt negativ. Det här tyder på att Asset Utilization Ratio minskar med skuldsättningsgraden. Likt tidigare tolkningar så betyder det här att agentkostnader tenderar att öka i takt med att skuldsättningsgraden ökar.

Tabell 4.5 – Skuldsättningsgradens påverkan på Asset Utilization Ratio

Oberoende variabel	Nollhypotes	P-värde	Förkastad	Påverkan	Koefficient
Skuldsättningsgrad	Ingen påverkan	0,0000*	Ja	Negativ	-0,06

Signifikansnivå: *= 1 procent

4.3 Sammanfattning hypotesutfall

I tabell 4.6 sammanställs resultatet från samtliga hypoteser och även utfall från tidigare forskning visas. Det är av vikt att poängtera att ett positivt samband ska tolkas som en förbättring av AU vilket i sin tur indikerar minskade agentkostnader.

Tabell 4.6 – Faktisk och förväntad påverkan

Oberoende variabel	Nollhypotes	P-värde	Förkastad	Påverkan	Förväntad Påverkan
Antalet styrelseledamöter	Ingen påverkan	0,0948**	Nej	Positiv	Negativ
Andelen kvinnliga styrelseledamöter	Ingen påverkan	0,0025*	Ja	Negativ	Negativ
Omsättning	Ingen påverkan	0,0000*	Ja	Positiv	Negativ
Skuldsättningsgrad	Ingen påverkan	0,0000*	Ja	Negativ	Positiv

Signifikansnivå: *=1 procent **=10 procent

5 Analys

I det här avsnittet kommer det empiriska materialet att analyseras utifrån teorier och tidigare forskning för att på bästa sätt förklara studiens resultat.

5.1 Styrelsestorleken påverkan på företags agentkostnader

Regressionsanalysen visar att antalet styrelseledamöter har en positiv påverkan på Asset Utilization Ratio, AU dock är detta samband inte signifikant. Tolkningen av resultatet blir att en större styrelse kan minska agentkostnader. Detta resultat skiljer sig gentemot Yermack (1996), Singh och Davidson (2003) som menar att en större styrelse leder till högre agentkostnader.

Yermack (1996) argumenterar för att en större styrelse leder till ökade agentkostnader då risken för koordinations och kommunikationsproblem ökar i takt med att styrelsen växer. Den här effekten är mest påtaglig när styrelsen växer till en storlek över 12 personer. Denna studie finner inget stöd för detta argument, dock ska det understrykas att Yermack (1996) undersöker styrelser som i genomsnitt består av 12,3 ledamöter vilket kan jämföras med denna studie som har en genomsnittlig styrelsestorlek på 7,8 ledamöter. Det här kan betyda att denna studie inte ser effekterna av koordinations- och kommunikationsproblem på grund av att den genomsnittliga styrelsen inte är tillräckligt stor. Det ska även tilläggas att den största styrelsen i urvalet består av 13 personer vilket är långt under den största styrelsestorleken i Yermacks (1996) studie.

En mer rättvis jämförelse görs med Singh och Davidson (2003) som använder AU som mått på agentkostnader och är likt denna studie baserad på stora bolag. Singh och Davidson (2003) finner ett signifikant samband mellan styrelsestorlek och AU, koefficienten är negativ det vill säga att en större styrelse ökar företags agentkostnader. Singh och Davidsons (2003) studie har ett medelvärde på 9,2 styrelseledamöter. I studien argumenteras i linje med Yermack (1996) om att en större styrelse skapar koordinations- och kommunikationsproblem.

I kontrast till Yermack (1996) och Singh och Davidson (2003) kan Eisenberg, Sundgren och Wells. (1998) lyftas fram. Eisenberg, Sundgren och Wells. (1998) kommer fram till samma resultat som Yermack (1996) och Singh och Davidson (2003), men det som särskiljer Eisenberg, Sundgren och Wells (1998) är att studien utförts på småföretag och har ett lågt medelvärde om 3,7 styrelseledamöter. Detta resultat tyder på att olika typer av företag behöver olika antal styrelseledamöter beroende på företagsspecifika egenskaper så som exempelvis industri, marknad och kapitalstruktur. Coles (2008) instämmer med Eisenberg, Sundgren och Wells, (1998) i att styrelsestorlek är beroende på företagets storlek, sammansättning och behov av expertkunskaper. Vidare argumenterar Jensen (1993) för att en ökad företagsstorlek kan leda till ytterligare agentkostnader. Jensen (1993) förklarar vidare att i takt med att företaget växer så växer även avståndet mellan ägare och verkställande funktion. På så vis krävs en större styrelse för att uppfylla det ökade övervakningsbehovet, detta övervakningsbehov leder i sin tur till ökade agentkostnader. Även detta argument bygger på företagsspecifika egenskaper och att företaget är diversifierat över många produktområden samt har en komplex organisationsstruktur som kräver hög övervakning.

I den här studien konstateras att det råder ett starkt samband mellan antalet styrelseledamöter och kontrollvariabeln företagsstorlek med en korrelation på 0,45 mellan dessa variabler. Detta talar för att Eisenberg, Sundgren och Wells, (1998) och Coles (2008) har rätt angående sin slutsats att antalet styrelseledamöter beror på företagsstorlek.

Utifrån tidigare forskning och denna studies resultat kan argumentationen som Jensen (1993) samt Lipton och Lorsch (1992) för om en optimal styrelsestorlek ifrågasättas. Istället måste styrelsestorlek avgöras utifrån företagsspecifika egenskaper. Dock kan det vara så att oavsett företagsspecifika egenskaper så finns det en kritisk gräns sett till antalet styrelsemedlemmar där ytterligare en styrelsemedlem leder till ökade agentkostnader. Detta istället för att bidra med en ökad övervakning och effektivitet som annars leder till sänkta agentkostnader.

Gemensamt för denna studies resultat och tidigare forskning är att ett signifikant samband kan konstateras. På så vis kan studierna enas kring att det finns ett samband mellan antalet styrelseledamöter och agentkostnader, men att koefficientens riktning beror på de undersökta bolagen och vad som karakteriserar urvalet.

5.2 Könsfördelningens påverkan på agentkostnader

Resultatet från regressionsanalysen ger ett signifikant resultat på 1-procentsnivån. Koefficienten visar att det finns ett negativt samband mellan andelen kvinnor och Asset Utilization Ratio, AU. Det här negativa sambandet betyder att en ökad andel kvinnor i styrelsen leder till ökade agentkostnader. Resultatet ligger i linje med det resultat som Garanina och Kaikova (2016) presenterar. Garanina och Kaikova (2016) kan i sin studie påvisa att det föreligger ett negativt statistiskt signifikant samband mellan andelen kvinnor och AU i Norge och ett positivt signifikant samband i USA. Dock är dess påverkan på agentkostnader, precis som i denna studie svaga. Den svaga påverkan gör det möjligt att poängtera att andelen kvinnliga styrelseledamöter har en mycket liten påverkan på AU och på så vis agentkostnader. Det negativa samband som Garanina och Kaikova (2016) påvisar måste dock ses i ljuset av den kvotering till styrelser i ASA-bolag som Norge har infört. Ahern och Dittmar (2011) undersöker effekterna av kvotering och finner bevis för att vid en kvotering så tenderar företagen att utse kvinnor med lägre snittålder än styrelsens totala snittålder. Ahern och Dittmar (2011) lägger i sin studie fram en eventuell förklaring till det negativa sambandet där de säger att inkvoterade ledamöter med en lägre ålder även saknar samma erfarenhet som styrelsen i stort. Vidare menar Ahern och Dittmar (2011) att styrelsen väljs för att maximera värdet för aktieägarna och att en kvotering leder till minskade valmöjligheter som i sin tur kan ligga till grund för det negativa sambandet. Det här kan jämföras med resultatet i denna studie som också kommer fram till ett negativt samband. Resultatet ska ses i ljuset av att Sverige inte har någon kvotering av kvinnor till bolagsstyrelser och att aktieägarna således är helt fria att välja representanter oavsett kön. Således stödjer denna studies resultat inte Ahern och Dittmars (2011) argumentation eftersom samma resultat uppnås i både Sverige och Norge.

Jurkus, Park och Woodar (2011) visar att det finns ett omvänt samband, att agentkostnader minskar med en högre andel kvinnor. Dock föreligger detta samband endast när företagen verkar på en mindre konkurrensutsatt marknad. Huruvida bolagen i denna studie verkar på en konkurrensutsatt marknad eller inte har inte undersökts och det går därför inte att svara på om detta kan vara en bakomliggande orsak till resultatet som presenteras i denna studie.

De varierande resultaten från tidigare forskning kopplat till denna studie visar på svårigheten med att mäta könshördelningens påverkan på agentkostnader. Det är svårt att veta om det finns unika egenskaper som är kopplade till kön eller om kön fungerar som proxy för någonting annat, som

till exempel utbildningsbakgrund eller erfarenhet. Att kontrollera för den typen av variabler ligger utanför den här studiens avgränsning, men jämförelser med tidigare forskning kan göras.

Adams och Ferreira (2009) försöker hantera ovanstående problem genom att undersöka kön i förhållande till andra kvantifierbara variabler som i sin tur, teoretiskt sett kan anses ha en påverkan på agentkostnader. Exempelvis undersöks det för ålder och antal styrelsemöten som kvinnor respektive män närvarar på. Adams och Ferreira (2009) menar likt Carter (2003) att en högre andel kvinnor kan minska agentkostnader genom en effektivare övervakning i de fall då företag saknar en effektiv bolagsstyrning. I de fall då bolagsstyrningen är effektiv så kan en högre andel kvinnor vara kontraproduktivt och leda till ökade agentkostnader. Trots att Adams och Ferreira (2009) undersöker flertalet variabler är deras slutsats att det är svårt att mäta könsspecifika egenskaper, då sambanden är mycket komplexa.

Det negativa sambandet mellan andelen kvinnor och Asset Utilization Ratio som kan påvisas i denna studie behöver inte nödvändigtvis tolkas som att en ökad andel kvinnor per automatik leder till ökade agentkostnader. Istället kan variablerna som undersökningen kontrollerar för även påverkar resultatet. Detta i enlighet med Carter och Simpson (2003), Jurkus, Park och Woodard, (2011) samt Adams och Ferreira (2009).

5.3 Kontrollvariabel - Företagsstorlek

Resultatet från den här studien ligger här i linje med tidigare forskning från Singh och Davidson (2003), Fleming, Heaney och McCosker (2005), McKnight och Weir (2009), då denna studie kan påvisa att det finns ett positivt signifikant samband. Det vill säga att agentkostnader minskar med en större omsättning.

Ökningen av Asset Utilization Ratio, AU, förklaras till följd av att företag som har en större omsättning även tenderar till att ha en mer diversifierad verksamhet. När verksamheten blir allt mer diversifierad öppnas möjligheter för företaget att använda sina tillgångar inom olika segment och på så vis kan en effektivare användning av tillgångarna möjliggöras. På så vis är det rimligt att effektivitetsmättet AU ökar med en ökad omsättning.

I det här fallet är det en nackdel att använda ett effektivitetsmått då det är möjligt att AU enbart fångar upp effektivitetsförbättringar som skapas av en ökad omsättning och diversifiering. Detta istället för att faktiskt fånga upp agentkostnader som övervakningskostnader, kontraktskostnader eller andra kostnader som uppstår till följd av agentproblematiken. Det hade i det här fallet varit mer lämpligt att använda ett kostnadsmått som på ett bättre sätt fångar upp agentkostnader, men på grund av de redovisningsskäl som diskuterats har detta inte varit möjligt.

Tidigare forskning har även pekat på att övervakningskostnader ökar i takt med att företaget växer i omsättning på grund av att avståndet mellan ägare och ledning växer (Doukas, Kim & Pantzalis, 2000). Den här studien finner dock inget stöd för denna hypotes men lyfter fram en alternativ förklaring som även kan förklara resultatet.

En förklaring som denna studie presenterar handlar om hur reglerna för bolagsstyrning är utformade. Även om övervakningsbehovet ökar i takt med företagsstorlek så medför även en ökad företagsstorlek att kvaliteten på bolagsstyrningen förbättras. Detta till följd av att svensk kod för bolagsstyrning följer principen "följ eller förklara" vilket betyder att den inte är tvingande. Påföljderna för att bryta mot koden är relativt små vilket i sin tur leder till att mindre företag riskerar att bli mindre benägna att följa riktlinjerna jämfört med större företag. Detta eftersom att en ökad storlek leder till att media och andra intressenter ställer högre krav på transparens och att lagar och regler efterföljs. Sammantaget blir effekten att en ökad omsättning kan leda till en högre kvalitet på bolagsstyrningen vilket leder till minskade agentkostnader.

5.4 Kontrollvariabel - Skuldsättningsgrad

Resultatet i den här studien strider mot tidigare forskning (Jensen, 1986; Grossman & Hart, 1982; Ang, Cole & Lin, 2000; Fleming, Heaney & McCosker, 2005). Denna studie finner att det råder ett signifikant negativt mellan Asset Utilization Ratio och skuldsättningsgrad vilket betyder att agentkostnader ökar med ökad skuldsättning.

Detta är ett resultat som inte stöds av tidigare teori. Teorin som Grossman och Hart (1982) framför bygger på antagandet att en högre belåningsgrad leder till en högre riskexponering och

konkursrisk, Jensen (1986) menar att en ökad skuldsättningsgrad även leder till att risken för opportunistiskt beteende minskar. Sammantaget menar både Jensen (1986), Grossman och Hart (1982) att agentkostnader minskar med ökad belåningsgrad. Att detta skulle vara fallet för alla grader av belåning behöver inte vara sant. Troligtvis skiljer sig både risken för konkurs och risken för opportunistiskt beteende avsevärt beroende på om belåningsgraden är hög eller låg. I denna studie är en möjlig tolkning av den negativa koefficienten att effekterna av en ökad skuldsättningsgrad uppstår först efter en viss nivå av belåning och att urvalet i denna studie inte har tillräckligt hög belåningsgrad för att dessa effekter ska uppnås. Alternativt kan det vara så att risken för konkurs inte heller är helt styrt av belåningsgraden och att konkursrisken i bolagen på Large cap-listan kan anses som generellt sett låg. Därför kan det avslutningsvis konstateras att teorin inte behöver vara felaktig och att effekten som syns i denna studie snarare kan vara ett resultat av urvalet och att graden av skuldsättning måste undersökas för att avgöra skuldsättningsgradens verkliga påverkan på agentkostnader.

6 Diskussion

I denna del kommer egna tankar och idéer som väckts under studiens gång att presenteras

6.1 Svensk bolagsstyrning

Att det resultat som presenteras i den här studien till stor del skiljer sig åt jämfört med tidigare forskning från i huvudsak USA kan eventuellt förklaras utifrån bolagsstyrningstraditionen i Sverige.

En tolkning av resultatet i den här studien kan vara att det är tradition eller krav på styrelserepresentation från ett antal storägare som medför att resultatet skiljer sig åt gentemot tidigare forskning. En faktor som kan påverka styrelsens storlek är ägarspridningen. I den nordiska traditionen finns det ett fåtal större industriella ägare per bolag och ett relativt sett begränsat antal större institutionella ägare. Ett större institutionellt ägande kan i sin tur betyda att ägandet utgörs av passiva investerare. Om passiva investerare representeras i styrelsen kan detta betyda att denna representant inte är lika drivande i styrelsearbetet och att en free-rider effekt uppstår. Då det institutionella ägandet inte är lika påtagligt i Sverige så är inte denna effekt lika märkbar och detta kan vara en förklaring till varför svenska bolag kan dra nytta av ytterligare styrelseledamöter.

Skillnader i bolagsstyrningstradition finns även i form av att styrelsen i svenska bolag i högre grad består av företagsberoende ledamöter jämfört med amerikanska bolag. En högre grad beroende ledamöter kan i sin tur höja styrelsens kunskap om företaget och det är möjligt att detta ligger till grund för en effektivare användning av företagets tillgångar vilket avspeglar sig i företagets Asset Utilization Ratio, AU. Studiens avvikande resultat jämfört med tidigare forskning ska således ses i ljuset av de skillnader i tradition och näringslivsstruktur som finns mellan Sverige och USA.

6.2 Kvantifiering av agentkostnader

I den här studien har begreppet agentkostnader beskrivits, detta för att kunna undersöka hur styrelsesammansättning kan påverka dessa kostnader. Detta har förutsatt att agentkostnader kan kvantifieras.

Studien visar på de betydande svårigheter som finns med att i första hand avgöra vad som driver agentkostnader, för att i nästa steg också definiera ett mått som mäter dessa kostnader. En relevant diskussion är då om agentkostnader är mätbara och om det i så fall finns ett enskilt mått som fångar upp dem. I den här studien har måttet Asset Utilization Ratio, AU applicerats som ett generellt mått för agentkostnader.

Ett företags effektivitet drivs av mer än enbart styrelsesammansättningen. Omsättning som utgör en nyckelpunkt i AU kan till exempel drivas av andra bakomliggande faktorer. Det kan vara så att AU fångar upp agentkostnader men att måttet även fångar upp andra faktorer som påverkar den sammantagna effekten och resultatet.

6.3 Könsspecifika egenskaper

I tidigare forskning är det få studier som har undersökt kvinnors påverkan på agentkostnader. I de fall detta har gjorts konstateras att det är svårt att veta om det är kvinnor i sig som är bakomliggande faktor till konstaterade samband eller om kvinnor är en proxy för något annat.

Den här studien har i tidigare avsnitt beskrivit problematiken med att använda kvinnor som variabel. Problemet med att använda kön som en förklarande variabel är att slutsatsen måste grunda sig på generaliseringar av könets beteende då en rad personliga egenskaper måste kategoriseras enligt antingen “manligt” eller “kvinnligt”. Troligtvis beror beteende snarare på en lång rad andra parametrar och inte enbart på vilket kön personen i fråga har, utan är snarare troligtvis helt individuell. Således blir frågan om det överhuvudtaget är relevant att använda kön som mätvariabel och om inte fokus istället borde ligga på vilken kompetens styrelsen har?

Vid undersökning av hur styrelsesammansättningen borde se ut för att bilda en så effektiv styrelse som möjligt borde således utgångspunkten vid tillsättandet av ny styrelsemedlem vara dess kompetens och inte vilket kön, ålder eller etnicitet personen i fråga har.

7 Slutsats

I denna del presenteras studiens slutsats utifrån resultat och förd diskussion. Även förslag på vidare forskning tas upp i detta kapitel.

Studiens syfte har varit att med hjälp av måttet Asset Utilization Ratio undersöka hur styrelsesammansättning, i form av andelen kvinnor och styrelsestorlek påverkar agentkostnader. Utifrån det här syftet avser studien att fylla ett forskningsgap gällande styrelsesammansättningens påverkan på agentkostnader i en svensk kontext med en blick framåt mot en eventuell styrelsekvotering.

Resultatet visar att en större styrelse leder till en ökad Asset Utilization Ratio vilket i den här studien likställs med minskade agentkostnader. Dock är resultatet inte signifikant men trots detta har en diskussion förts kring utfallet.

Studiens resultat strider mot tidigare forskning. Det är möjligt att skillnaderna i bolagsstyrning mellan Sverige och USA är den bakomliggande orsaken men för att med säkerhet kunna påvisa detta samband krävs ytterligare kontrollvariabler. Således går det inte att dra några definitiva slutsatser, den här studien öppnar istället upp för vidare forskning på området.

Resultatet i den här studien angående hur andelen kvinnliga styrelseledamöter påverka agentkostnader överensstämmer med den tidigare forskning som har gjorts om effekterna av kvotering. Andelen kvinnor tenderar till att minska Asset Utilization Ratio vilket i den här studien likställs med ökade agentkostnader. På grund av att resultaten överensstämmer med tidigare forskning angående kvotering görs slutsatsen att argumentet att kvotering medför högre agentkostnader inte behöver vara sant. Istället lyfter den här studien fram vikten av att undersöka andra faktorer som exempelvis styrelsens kompetens snarare än dess könsfördelning. Effekter av bolagsstyrelsers könsfördelning är ett intressant och aktuellt ämne där resultatet i den här studien ska ses i ljuset av en eventuell svensk styrelsekvotering.

7.1 Vidare forskning

Andelen beroende respektive oberoende styrelseledamöter har inte undersökts i denna studie. Dock spelar skillnader mellan oberoende och beroende ledamöter troligtvis en stor roll för styrelsens arbete och effektivitet och således företagets agentkostnader. Därför anser vi att vidare forskning bör undersöka detta samband. Vidare forskning kan även inkludera fler variabler som är anknutna till frågan om hur agentkostnader och dess delkomponenter mäts på bästa sätt. Avslutningsvis finns ett uppenbart utrymme för en jämförande studie gällande agentkostnader och kvinnlig styrelserepresentation mellan Sverige och Norge då näringslivsstruktur i stora drag är likartad, med undantag för den norska könskvoteringen.

Källförteckning

Adams, R. och Ferreira D., (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), ss 291-309.

Allbright (2013). Lika barn leka bäst [PDF], Hämtad 2016-11-10 från:
<https://static1.squarespace.com/static/5501a836e4b0472e6124f984/t/56376673e4b09838a5f37392/1446471283962/Lika+barn+leka+b%C3%A4st+2013.pdf>

Allbright (2016). Var femte ledare nu kvinna [PDF], Hämtad 2016-11-12 från:
<https://static1.squarespace.com/static/5501a836e4b0472e6124f984/t/56dd818c59827e888a9da8e1/1457357199239/AllBrightrapporten2016.pdf>

Ang, J.S., Cole, R.A. och Lin, J., (2000). Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance*, vol. 55.

Ahern, K. och Dittmar, A., (2011). The changing of the boards: the impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127(1), ss. 137-197.

Bhagat, S. och Black, B.S., (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. Publicerad i *Journal of Corporation Law* nr 27, ss. 231-273. Hämtad 2016-12-02 från:
https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=313026

Amess, K., Banerji, S. och Lampousis, A., (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis* vol 42, ss. 421-433.

Bertrand, M., Black, S. E., Jensen, S. och Lleras-Muney, A., (2014). Breaking the glass ceiling? The effect of board quotas on female labor market outcomes in Norway (Nr. w20256). National Bureau of Economic Research. Nedladdad 2016-11-30 från: <http://www.nber.org/papers/w20256>

Besanko, D., och Wu, J., (2013). The impact of market structure and learning on the tradeoff between R&D competition and cooperation." *The Journal of Industrial Economics* vol. 61(1), ss.166-201.

Bigelli M, och Sánchez-Vidal, J, (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking och Finance* vol. 36(1), ss. 26-35.

Brooks, C., (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Bryman, A. och Bell, E. (2013), *Business Research Methods*, 3rd edition, Oxford: Oxford University Press.

Carlsson, R.H., (2007). Swedish Corporate Governance and Value Creation: owners still in the drivers seat, *Journal compilation*, vol. 15(6), ss. 1038-1055).

Carter, D.A. och Simpson, W.G., (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, vol. 38(1), ss.33-53.

Coles, J.L., Daniel, N.D. och Naveen, L., (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* vol. 87(2), ss. 329-356.

Coughlan, A.T. och Schmidt, R.M., (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, ss. 43-66.

Daunfeldt, S-O. och Rudholm, N., (2012). Does Gender Diversity in the Boardroom Improve Firm Performance?, Working paper, Nr. 60, Institutionen för ekonomi, Högskolan i Dalarna.

Doukas, J., Kim C., och Pantzalis, C., (2000). Security analysts, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, vol. 56(6), ss. 54-63.

Eisenberg, T., Sundgren, S. och Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economics*, vol. 48(1), ss. 35-54.

Eisenhardt, K.M., (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, vol. 14(1), ss. 57-74.

Ekonomifakta, (2016). Kvinnor i styrelser. Hämtad 2016-12-15 från:

<http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Arbetsmarknad/Jamstalldhet/Kvinnor-i-styrelser/>

EU-kommissionen. (2016) Gender Equality, Board members. Hämtad 2016-12-15 från:
http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/database/business-finance/supervisory-board-board-directors/index_en.htm

Fama, E.F. och Jensen, M.C., (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law och Economics*, vol. 26(2), ss. 301-325.

FAR (2016). Samlingsvolymen Revision. FAR Akademi. Stockholm.

Fleming, G., Heaney, R. och McCosker, R., (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, ss. 29-52.

G20/OECD (2015). Principles of Corporate Governance. OECD Publishing.

Garanina T., Kaikova E., (2016). Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis, *Corporate Governance*, vol. 16(2), ss.347 - 360.

Gompers, P.A., Ishii, J.L., och Metrick, A., (2001). Corporate governance and equity prices. Nr. w8449. National bureau of economic research.

Gjölberg, M., (2010). Varieties of corporate social responsibility: CSR meets the Nordic Model. *Regulation och Governance*, vol.4, ss. 203–229.

Grossman, S.J. och Hart, O.D., (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. *The economics of information and uncertainty*, University of Chicago Press, ss. 128-146.

Hammer, T.H., Currall, S.C. och Stern, R.N., (1991). Worker Representation on Boards of Directors: A Study of Competing Roles. *Industrial and Labor Relations Review*, nr 44(4), ss. 661- 680.

Hart, O.D. och Moore, J., (1988). Incomplete Contracts and Renegotiation, *Econometrica*, nr 56 (4), ss. 785-795.

Henry, D., (2006). Agency costs, corporate governance and ownership structure: evidence from Australia. *School of Business La Trobe University*, 44.

Hermalin, B.E. och Weisbach, M.S., (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, vol. 20, ss. 101-112.

Holmstrom, B. och Kaplan, S.N., (2003). The state of US corporate governance: What's right and what's wrong?." *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 15(3), ss. 8-20.

Hopt, K.J., och Leyens, P.C., (2004). Board models in Europe—recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. *European Company and Financial Law Review*, vol 1(2), ss. 135-168.

Isacson T, Cervenka A., (2014). Svenska Dagbladet, Företaget betalar Martin-Löfs jaktparadis. SVD.se 2014-12-15. Hämtad 2016-11-30 från:
<http://www.sVD.se/foretaget-betalar-martin-lofs-jaktparadis>

Jensen, M.C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, ss. 323-329.

Jensen, M.C., (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*.

Jensen, M.C. och Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.

Jurkus, A.F., Park, J.C. och Woodard, L.S. (2011). Women in top management and agency costs, *Journal of Business Research*, vol. 64(2), ss. 180-186.

Justitiedepartementet (2016). Jämn könsfördelning i bolagsstyrelser. Ds 2016:32. Hämtad 2016-12-15 från: <http://www.regeringen.se/rattsdokument/departementsserien-och-promemorior/2016/09/ds-201632/>

Kim, Nofsinger och Mohr, (2010). *Corporate Governance*, 3:e upplagan. New Jersey: Pearson Education.

Knyazeva, A., Knyazeva, D. och Masulis, R.W., (2013). The supply of corporate directors and board independence. *Review of Financial Studies* 26(6), ss. 1561-1605.

Kollegiet för Svensk bolagsstyrning - Svensk kod för bolagsstyrning
Hämtad 2016-12-09 från: <http://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod>
[Citeras som: Svensk kod för bolagsstyrning, 2016]

Kollegiet för Svensk bolagsstyrning – Historik
Hämtad 2016-12-09 från: <http://www.bolagsstyrning.se/koden/historik>

Kärreman, M., (1999). Styrelseledamöters mandat - ansats till en teori om styrelsearbete i börsnoterade företag. Lund, Lund Business Press.

Lipton, M. och Lorsch, J. W., (1992). A modest proposal for improved corporate governance. Business Lawyer.

McKnight, P.J. och Weir, C., (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis. The Quarterly Review of Economics and Finance, vol. 49(2), ss. 39-158.

Nasdaq Stockholm: Regelverk för emittenter, Nasdaq Stockholm 1 januari 2016.
Hämtad 2016-12-05 från: http://business.nasdaq.com/Docs/Nasdaq-Stockholm-Rule-Book-for-Issuers_SV.pdf

Offenberg, D., (2010). Agency costs and the size discount: Evidence from acquisitions. Journal of Economics, Finance and Administrative Science, vol. 15(29), ss. 73-93.

Pozen, R.C., (2010). The Big Idea: The Case for Professional Boards. Harvard Business Review, December 2010.

Prowse, D., (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. Journal of Financial Economics, vol. 27.

Randøy, T., Thomsen S. och Oxelheim L., (2006). A Nordic perspective on corporate board diversity." Age, 390.0.5428.

Rudski, L.G.,(2010). Guidelines for the echocardiographic assessment of the right heart in adults: a report from the American Society of Echocardiography: endorsed by the European Association of Echocardiography, a registered branch of the European Society of Cardiology, and the Canadian Society of Echocardiography. *Journal of the American Society of Echocardiography*, vol. 23(7), ss. 685-713.

Schelling, T.C., (1956). An essay on bargaining. *The American Economic Review*, ss.281-306.

Siddiqui, M.F., Razzaq, N., Malik, F. och Gul, S. (2013), Internal corporate governance mechanisms and agency cost: evidence from large KSE listed firms. *European Journal of Business and Management*, vol. 5(23).

Singh, M. och Davidson, W.A. (2003). Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 27(5).

Stoll, H.R. och Whaley, R.E., (1983). Transaction costs and the small firm effect. *Journal of Financial Economics*, vol. 12(1), ss.57-79.

Stulz, R.M., (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics* 26, ss. 3-27.

Svensk Författningssamling, SFS 2014:967

Hämtad 2016-11-29 från: https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2014967-om-inforande-av-lagen-2014966_sfs-2014-967

Svensk Författningssamling, SFS 2005:551

Hämtad 2016-11-29 från:

http://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551

Tricker, B., (2015). *Corporate Governance, Principles, Policies and Practices*, 3 upplagan, Oxford University Press.

Williamson, O.E., (2005). Transaction cost economics. *Handbook of new institutional economics*. Springer US, ss. 41-65.

Vinnicombe, S., Doldor, E. och Sealy, R., (2015). The Female FTSE Board Report 2015. The female FTSE board report 2015. International Centre of Women Business Leaders, Cranfield School of Management, UK.

World Economic Forum. The Global Gender Gap, (2016). Hämtad 2016-12-15 från: http://www3.weforum.org/docs/GGGR16/WEF_Global_Gender_Gap_Report_2016.pdf

Yermack, D., (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*.

Åhman, O., (1997). Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt, Iustus, Uppsala.

Bilaga 1 – Test för multikollinaritet

Tabell 1: Korrelationsmatris för de oberoende variablerna.

	Antalet styrelse- ledamöter	Andelen kvinnor	Företags- storlek	Skuldsättningsgrad
--	--	----------------------------	------------------------------	---------------------------

Antalet styrelseledamöter	1	-0,09	0,45	-0,03
Andelen kvinnor	-0,09	1	0,12	0,13
Företagstorlek	0,45	0,12	1	-0,17
Skuldsättnings-grad	-0,03	0,13	-0,17	1

Bilaga 2 - test för normalitet

Diagram 1

Test för normalitet - med extremvärden

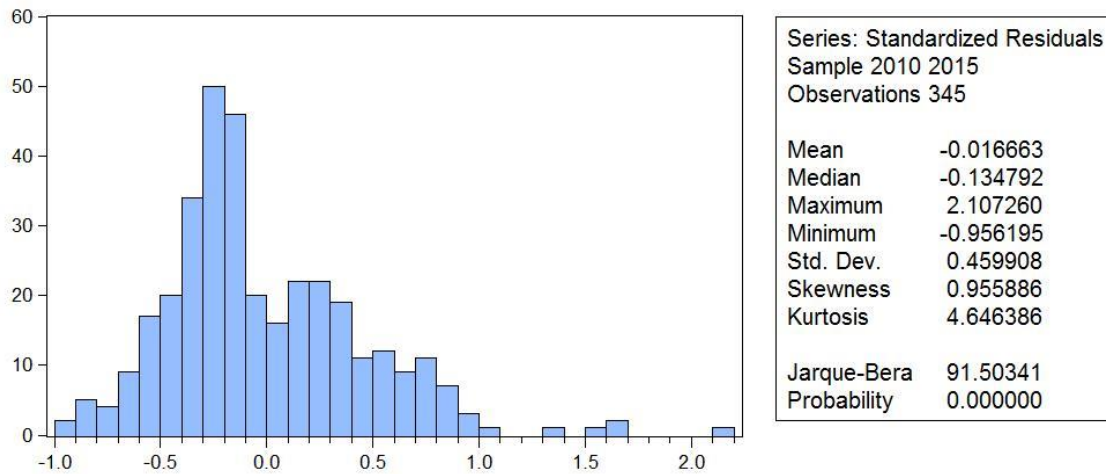
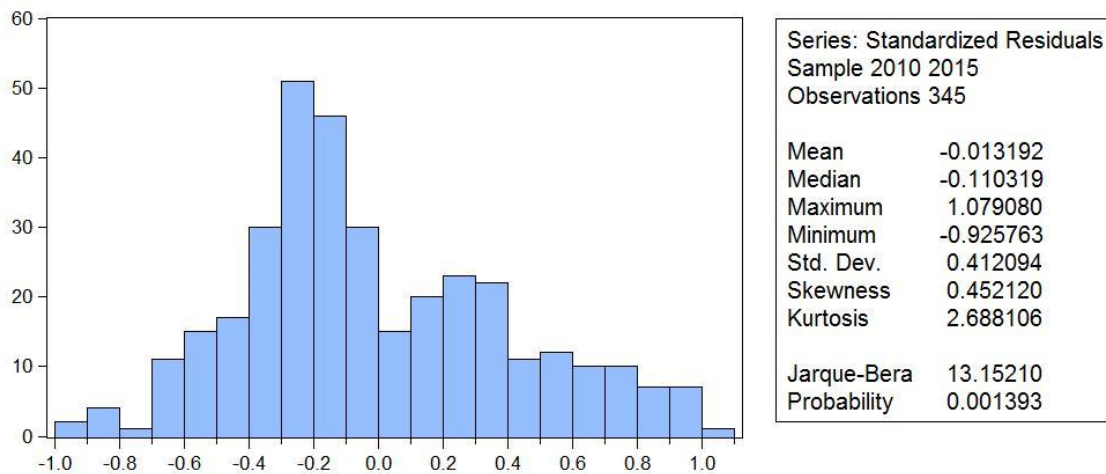


Diagram 2

Test för normalitet - utan extremvärden



Bilaga 3 - Resultat från regression

Dependent Variable: ASSET_UTILIZATION_RATIO Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 01/05/17 Time: 15:18 Sample: 2010 2015 Periods included: 6 Cross-sections included: 60 Total panel (unbalanced) observations: 345 Swamy and Arora estimator of component variances White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected) WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.076846	0.219426	-9.464891	0.0000
ANTAL_LEDAMOTER_UTSEDDA_	0.013677	0.008163	1.675541	0.0948
RATIO_KVINNOR	-0.186771	0.061250	-3.049298	0.0025
LFTG_STORLEK	0.172584	0.010929	15.79149	0.0000
LSKULDSATTNINGSGRAD	-0.063751	0.010423	-6.116360	0.0000
AXISDUM	1.698853	0.968847	1.753479	0.0804
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.399465	0.9409
Idiosyncratic random			0.100096	0.0591
Weighted Statistics				
R-squared	0.359208	Mean dependent var	0.082552	
Adjusted R-squared	0.349757	S.D. dependent var	0.124824	
S.E. of regression	0.100443	Sum squared resid	3.420069	
F-statistic	38.00664	Durbin-Watson stat	1.223119	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.439980	Mean dependent var	0.794864	
Sum squared resid	57.80805	Durbin-Watson stat	0.072363	