

FEKH89
Examensarbete i Finansiering
HT-2017

Ekonomihögskolan
Lunds Universitet



LUNDS
UNIVERSITET

Nyoterade Bolags Framtid – För Viktig För att Länas till Männen

Författare: Frida Arnekull
Emma Renlund
Fredrika Söderman

Handledare: Maria Gårdängen

ABSTRAKT

Titel	Nynoterade Bolags Framtid – För Viktig För att Lämnas till Männen
Seminariedatum	2018-01-11
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15HP
Författare	Frida Arnekull, Emma Renlund, Fredrika Söderman
Handledare	Maria Gårdängen
Nyckelord	Börsintroduktioner, First North, Stockholmsbörsen, Kvinnor i Ledningen, Kortsiktig Prestation, Långsiktig Prestation
Syfte	Syftet med studien är att undersöka företags kortsiktiga och långsiktiga prestation efter en börsintroduktion på de svenska handelsplatserna First North och Stockholmsbörsen, och se om inkludering av kvinnor i ledningen har en inverkan på prestationen.
Metod	Studien utgår från en kvantitativ metod med en deduktiv ansats.
Teori	Studien bygger på Ritters teori om underprissättning och långsiktig underprestation av företag. Tidigare forskning gällande börsintroduktioner ligger också som teoretisk grund.
Resultat	Regressionen uppvisar ett positivt samband mellan BHAR och kvinnor i ledningen. I regressionen för EPS återfinns också ett positivt samband för de två variablerna. Tobin's Q skiljer sig från övriga beroende variabler med ett negativt samband. Inget av sambanden visar sig vara signifikanta på vald signifikansnivå.
Slutsats	Studiens slutsats är att en ledning med både män och kvinnor är att föredra då dessa presterar bättre på lång sikt. Det speglar samhället i stort och borde ha lättare att attrahera fler kunder och investerare. Däremot har andelen kvinnor ett negativt samband med företags kortsiktiga prestation, men detta kan förklaras med vilken handelsplats företagen noteras på.

ABSTRACT

Title	The Future of Newly Listed Companies – too Important to be Left up to Men
Date of Seminar	2018-01-11
Course	FEKH89, Corporate Financial Management Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS
Authors	Frida Arnekull, Emma Renlund, Fredrika Söderman
Advisor	Maria Gårdängen
Key words	IPO, First North, Stockholm Stock Exchange, Women on the Executive Team, Short Run Performance, Long Run Performance
Purpose	The study's purpose is to examine the short run and long run performance following an IPO in the Swedish trading platforms First North and the Stockholm stock exchange, to see if women on the executive board have an impact on a company's financial performance.
Methodology	The study is based on a quantitative method with a deductive approach.
Theory	The study is based on Ritter's theory on underpricing and long run underperformance.
Results	The regression shows a positive relationship between BHAR and women on the executive team. A positive relationship is also shown in the regression for EPS. Tobin's Q shows a negative relationship between the two variables. No relationship is significant on the chosen level of significance.
Conclusions	An executive team consisting of both men and women is preferable, since they perform better in the long run. They represent the whole society and should therefore more easily attract a wider range of customers and investors. On the other hand, it is shown that women have a negative correlation with the company's short run performance. However, this can be explained by the choice of trading platform in which the company initially issues shares to the public.

FÖRORD

Den här studien har utförts under hösten 2017 med stort intresse hos oss författare för det högaktuella ämnet. Genom studien har vi kunnat fördjupa oss och få en mer konkret bild av hur jämställdhet och näringsliv kan hänga ihop. Förhoppningen är att vidare forskning ska utföras inom ämnet, vilket vi kommer följa med engagemang.

Vi vill tacka vår handledare, Maria Gårdängen, som har hjälpt till att styra studien i rätt riktning. Ett tack riktas även till Anamaria Cociorva för den vägledning hon har gett oss i ekonometrin.

– **Frida Arnekull**

– **Emma Renlund**

– **Fredrika Söderman**

DEFINITIONER OCH BEGREPP

Börsintroduktion	Definitionen enligt Ritter (1998) är första gången en säkerhet blir publik, vilket innebär att allmänheten kan köpa den på öppna marknaden. I denna studie benämns det också som börsnotering eller som den engelska förkortningen IPO, men även som att ett företag blir publikt.
Jämställdhet	Jämställdhet innebär att män och kvinnor ska behandlas lika och ha samma rättigheter (UMO, u.å). I den här studien räknas ett företag som jämställt om det är minst 40 % och max 60 % av ett kön.
Företagsnamn	Då företag har ändrat namn efter börsintroduktion används det företagsnamn som Skatteverket har registrerat för bolaget.
Prestation	Avkastning i förhållande till jämförbart index, tillväxt i EPS och den initiala prissättningen
Kort sikt	Den dagen företagen noteras
Lång sikt	Tre år
Stockholmsbörsen	Nasdaq Stockholm benämns även som Stockholmsbörsen
Primärnotering	När ett företag börsnoteras för första gången via en kontantemission

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING.....	9
1.1	Bakgrund	9
1.2	Problematisering	10
1.3	Frågeställningar	12
1.4	Syfte.....	13
1.5	Målgrupp	13
1.6	Avgränsningar	13
1.7	Disposition.....	14
2	JÄMSTÄLLDHET OCH FINANSIELLA KRISER	15
2.1	Ledaregenskaper	15
2.2	Närhet till konsumenten	15
2.3	Kvinnor mer välutbildade.....	15
2.4	Finanskrisen	15
3	TEORETISK REFERENS RAM	17
3.1	IPO Puzzle	17
3.1.1	Underprissättning.....	17
3.1.2	Långsiktig underprestation.....	18
3.2	Tidigare forskning	19
3.2.1	The Long-Run Performance of Initial Public Offerings	19
3.2.2	Initial Public Offerings: International Insights.....	19
3.2.3	Wall Street Reaction to Women in IPOs.....	20
3.2.4	The Long Run Performance of Initial Public Offerings.....	21
3.2.5	Gender Diversity in Top Management Teams and Innovation Capabilities	21
4	METOD	22
4.1	Forskningsansats	22
4.2	Urval.....	22
4.2.1	Primärnotering	22
4.2.2	Bortfall.....	23
4.2.3	Handelsplats.....	23
4.2.4	Tidshorisont	24
4.2.5	Sammanställning urvalsmetoder	24
4.3	Datainsamling	25
4.4	Beroende variabler.....	26
4.4.1	BHAR	26
4.4.2	EPS.....	27
4.4.3	Tobin's Q.....	27
4.5	Oberoende variabel.....	28
4.6	Kontrollvariabler	28
4.6.1	IPO Volym	28
4.6.2	Ålder.....	29
4.6.3	Första dagens avkastning.....	29
4.6.4	Storlek på utgåvan	29
4.6.5	Handelsplats.....	30
4.6.6	Bransch.....	30
4.7	Studiens testmetod	30
4.7.1	Ordinary Least Square (OLS).....	31
4.7.2	OLS tillförlitlighet	32
4.7.3	Signifikansnivå	33

4.7.4 Förklaringsgrad (R^2).....	34
4.7.5 T-test.....	34
4.8 Metoddiskussion	34
4.8.1 Reliabilitet	34
4.8.2 Validitet.....	35
5 RESULTAT	37
5.1 Kvinnor i ledningsgrupper.....	37
5.2 Förstadagsavkastning.....	37
5.3 BHAR.....	37
5.3.1 Deskriptiv statistik.....	37
5.3.2 Regressionsanalys.....	39
5.3.3 Tillförlitlighet.....	40
5.4 EPS	41
5.4.1 Deskriptiv statistik.....	41
5.4.2 Regressionsanalys.....	42
5.4.3 Tillförlitlighet.....	43
5.5 Tobin's Q.....	43
5.5.1 Deskriptiv statistik.....	43
5.5.2 Regressionsanalys.....	44
5.5.3 Tillförlitlighet.....	45
6 ANALYS.....	47
6.1 BHAR.....	47
6.1.1 Beroende variabel	47
6.1.2 Oberoende variabel.....	48
6.1.3 Kontrollvariabler	49
6.2 EPS	51
6.2.1 Beroende variabel	51
6.2.2 Oberoende variabel.....	52
6.2.3 Kontrollvariabel.....	53
6.3 Tobin's Q.....	55
6.3.1 Beroende variabel	55
6.3.2 Oberoende variabel.....	56
6.3.3 Kontrollvariabler	57
7 SLUTSATS OCH DISKUSSION	59
7.1 Slutsats.....	59
7.2 BHAR.....	59
7.3 EPS	60
7.4 Tobin's Q.....	60
7.5 Generell sammanfattning	61
7.6 Förslag till fortsatt forskning.....	61
KÄLLFÖRTECKNING.....	63
BILAGOR	67
BILAGA 1 – SAMMANSTÄLLNING AV FÖRETAG.....	67
BILAGA 2 – ÅLDER.....	71
BILAGA 3 – STORLEK PÅ UTGÅVAN	72
BILAGA 4 - KORRELATIONSMATRIS	73
BILAGA 5 – VARIANCE INFLATION FACTORS (VIF).....	74
BILAGA 6 – JARQUE-BERA BHAR	74
BILAGA 7 – JARQUE-BERA RESIDUALER BHAR.....	75
BILAGA 8 – JARQUE-BERA EPS.....	75
BILAGA 9 – JARQUE-BERA RESIDUALER EPS.....	75

BILAGA 10 – BOXPLOT EPS.....	76
BILAGA 11 – JARQUE-BERA TOBIN’S Q	76
BILAGA 12 – JARQUE-BERA RESIDUALER TOBIN’S Q	77
BILAGA 13 – BOXPLOT TOBIN’S Q.....	78
BILAGA 14 – REGRESSION BHAR	79
BILAGA 15 – WHITE’S MODIFIERADE STANDARDFEL BHAR	80
BILAGA 16 – WHITE-TEST BHAR.....	81
BILAGA 17 – RAMSEY RESET BHAR	82
BILAGA 18 – REGRESSION EPS.....	83
BILAGA 19 – WHITE-TEST EPS	84
BILAGA 20 – RAMSEY RESET EPS	85
BILAGA 21 – REGRESSION TOBIN’S Q	86
BILAGA 22 – REGRESSION TOBIN’S Q EFTER WHITE’S MODIFIERADE STANDARDFEL	87
BILAGA 23 – WHITE-TEST TOBIN’S Q	88
BILAGA 24 – RAMSEY RESET TOBIN’S Q.....	89
BILAGA 25 – SCATTER PLOT TOBIN’S Q	90

1 INLEDNING

Studiens inledande kapitel beskriver dess bakgrund och problematisering, vilket leder till syftet med studien och dess frågeställning. Studiens avgränsning och disposition beskrivs också.

1.1 Bakgrund

Året är 1922, Ruth sitter och tittar ut genom sitt fönster. Hon är lycklig och upprymd, nästintill i extas. De första kvinnorna har äntligen kommit in i Sveriges riksdag, inte en dag för tidigt. Året innan var än bättre, svenska kvinnor fick äntligen allmän rösträtt, som de kämpat. Dessutom upphörde männens målsmanskap över sina kvinnor. Det är nu det vänder. Det måste vara nu det vänder. Ruths döttrar och deras döttrar kommer få leva i ett jämställt Sverige. Där kvinnor är lika mycket värda som män, där kvinnor respekteras och tas på allvar och där kvinnor har rätten att bestämma över sig själva och sina egna kroppar.

“The point is not for women simply to take power out of men’s hands, since that wouldn’t change anything about the world.

It’s a question precisely of destroying that notion of power”

-Simone de Beauvoir
(Card, 2003:202)

Knappt hundra år senare, en regnig novemberdag i Lund 2017, vad har hänt? Det må ha hänt mycket, men än är det en lång väg kvar att gå. Rörelsen ”#MeToo” (Lindkvist, 2017) kan knappast undgått någon. Kampanjen där flera tusentals kvinnor, unga som gamla, gör uppror mot sexuella trakasserier, sexuellt våld och kränkningar på arbetsplatsen, på krogen, i skolan, i vänskapskretsar eller av personer i nära relationer. Enligt SCB (2016) utför kvinnor fortfarande den största delen av allt obetalt hemarbete, stannar hemma för vård av sjukt barn och tar ut störst föräldraledighet. Det här resulterar bland annat i lägre löner och pensioner för kvinnor. Sveriges befolkning är dryga 10 miljoner, ungefär hälften av dem är kvinnor, men endast 17 av alla dessa kvinnor besitter en VD-post i Stockholmsbörsens 298

bolag (AllBright, 2017). I Stockholmsbörsens styrelser återfinns 33 % kvinnor, men endast 6 % har en ordförandepost. I ledningsgrupperna är det ännu dystrare, där endast 22 % är kvinnor och många av dem saknar resultatansvar. I svenska styrelser är Anders ett namn som klingar välbekant; 2013 är 58 olika Anders representerade och är därmed det vanligaste namnet. Johan är det vanligaste VD-namnet; Johan återfinns 15 gånger som VD i börsens bolag. Antalet kvinnliga VD:ar samma år är endast 14 stycken. Det är alltså vanligare med en Anders som VD än en kvinna. (AllBright, 2017;2013). Om utvecklingen fortsätter i samma takt som tidigare kommer svenska ledningar först vara jämställda år 2039, vilket innebär att kvinnor som är över 43 år inte kommer uppleva jämställda ledningsgrupper innan de pensioneras (AllBright, 2017).

Detta faktum kan tyckas vara märkligt då flertalet studier visar att företag som både har män och kvinnor representerade i ledningen faktiskt presterar bättre än företag med enbart män i ledande positioner. Enligt Noland, Moran och Kotschwar (2016) kan ett företags vinstmarginal öka i snitt med 15 % om de går från att inte ha några kvinnor i ledningen till att ha 30 % kvinnor. De menar samtidigt att även vinsten ökar med i snitt 6 % för de företag som har minst 30 % kvinnor i sin ledning. I en studie från Avanza (2016) visas det att jämställda bolag på Stockholmsbörsen under tre år har en kursutveckling på 64,7 %, vilket kan jämföras med OMXSPI kursutveckling på 31,6 %. I Grant Thorntons (2015) studie, som baseras på företag med en kvinna eller mer i ledningen, finner de att företag med enbart manliga befattningshavare presterar sämre än de företag som är diversifierade.

1.2 Problematisering

Förstadsavkastningen för aktier som börsintroduceras är i regel väldigt hög. Därför kan det tyckas verka avvikande att den långsiktiga prestationen, tre till fem år, är relativt dålig (Berk och DeMarzo, 2017). Ritter (1991) kan sägas ha lagt grunden för studier kring just den långsiktiga prestationen av företag som nyligen introducerats till börsen. Ritter och Welch (2002) skriver i sin artikel att det även är vanligt för företag som börsintroduceras att vara underprissatta i genomsnitt i alla länder. Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) visar att det i Sverige förekommer underprissättning i större utsträckning än i de flesta andra länder.

Ritter (1991) studerar bolag som börsintroducerades på den amerikanska marknaden mellan år 1974 och 1985. Där finner han att bolagen har en signifikant sämre abnormal avkastning på tre år än redan befintliga bolag på börsen. Han undersöker även variabler som ålder, bransch, storlek på utgåvan, förstadaysavkastning och volym på börsintroduktionerna som möjliga förklaringar till detta fenomen. Ritter finner bland annat att den abnormala avkastningen är ännu sämre för företag som noteras under år då volymen på antal börsintroduktioner är hög. Vidare diskuterar han att företag vars avkastning är hög första dagen även tenderar att ha en sämre abnormal avkastning på tre års sikt. Han menar att börsintroduktioner egentligen inte är underprissatta, utan att det är första dagens stängningskurs som är för hög. Ritter har även studerat börsintroduktioner på kort sikt. I sin artikel 1984 skriver han att förstadaysavkastningen under 1980 var 48,4 %. Han nämner även att detta fenomen har existerat under en lång tid och att företag med högre risk är mer underprissatta. Ritter nämner ytterligare att underprissättningen är en form av kompensation till investerare för att de ska göra en fundamental analys och behöver då samla på sig information om företaget. Loughran och Ritter (1995) vidareutvecklar diskussionen och finner att företag som börsnoteras underpresterar jämfört med redan publika företag, fem år efter dagen de börsintroduceras. I artikeln kommer de fram till att den årliga avkastningen endast är 5 % jämfört med redan börsnoterade företag vars årliga avkastning är 12 %. Loughran och Ritter (1995) diskuterar även de att börsintroduktioner är felvärderade. De menar att investeraren letar efter "det nya Microsoft", det vill säga nästa stora aktieraket, och att de därmed ständigt tycks misslyckas med att estimerar sannolikheten att hitta den nya stora vinnaren på marknaden.

Vidare har flertalet studier gjorts inom ämnet och olika förklarande variabler har undersökts. Bland annat finner Brau, Couch och Sutton (2012) en koppling mellan långsiktig underprestation och företag som gör förvärv inom det första året som publikt företag. Levis (1993) finner samma långsiktiga underprestation av nymoterade bolag som Ritter (1991), men på den brittiska marknaden. Su och Bangassa (2011) finner att nymoterade bolag även i Kina underpresterar på lång sikt och att en förklarande variabel till detta fenomen är underwriterns rykte.

Enbart tre studier hittas som undersöker om kvinnor i ledande positioner kan ha en inverkan på företagets prestation vid börsintroduktioner (Quintana-García och Benavides-Velasco, 2016; Mohan och Chen, 2004; Welbourne, Cychota och Ferrante, 2007). Quintana-García och Benavides-Velascos studie (2016) undersöker den kortsiktiga prestationen hos biomedicinska företag som börsintroduceras. De finner att kvinnor i ledningen har en negativ och signifikant påverkan. Mohan och Chen (2004) studerar om prissättning vid börsintroduktioner skiljer sig åt beroende på om det är en kvinnlig eller manlig VD. Welbourne, Cychota och Ferrantes (2007) studie undersöker både kortsiktig och långsiktig prestation. Studien visar att företag som har kvinnor i sina ledningsgrupper presterar signifikant bättre på kort sikt och visar på ett positivt samband även på lång sikt. Samtliga studier som undersöker sambandet med kvinnor i ledningsgrupper och börsintroduktioners prestation är gjorda i USA och därav har ingen liknande studie gjorts på svenska nymoterade företag. Här ser författarna ett gap i forskningen och finner Sverige extra intressant att studera då en studie utförd av Credit Suisse (2014) visar att Sverige är ett av världens bästa länder på att ha kvinnor representerade i ledningsgrupper. Vidare finner författarna ytterst få studier överlag som utförs på den svenska marknaden när det kommer till långsiktig och kortsiktig prestation efter en börsintroduktion. Den kanske mest omfattande studie som görs på den svenska marknaden är utförd av Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) där de finner att Sverige är ett av få länder där man faktiskt ser positiv abnormal avkastning tre år efter börsintroduktionen. Samma studie finner, som nämnts ovan, att Sverige är ett av de länder där underprissättning förekommer mest frekvent. Detta bygger på intresset ytterligare att undersöka den svenska marknaden. Med tanke på att det har påvisats att den svenska börsmarknaden är utmärkande i hänsyn till jämställdhet, och att det inte har utförts vidare betydande studier inom ämnet på många år, ser författarna ett behov av mer uppdaterad forskning inom området på den svenska marknaden.

1.3 Frågeställningar

- Hur ser den kortsiktiga prestationen ut för företag vid en börsintroduktion på Stockholmsbörsen och First North med både kvinnor och män i ledningen jämfört med företag där ledningsgruppen enbart består av män?

- Hur ser den långsiktiga prestationen ut för företag efter en börsintroduktion på Stockholmsbörsen och First North med både kvinnor och män i ledningen jämfört med företag där ledningsgruppen enbart består av män?

1.4 Syfte

Studien ämnar till att analysera och svara på hur kvinnors närvaro i ledningsgrupper kan påverka företagets kortsiktiga- och långsiktiga prestation efter en börsintroduktion på de svenska handelsplatserna First North och Stockholmsbörsen.

1.5 Målgrupp

Målgruppen för denna studie är andra ekonomistudenter och akademiker som har viss kunskap inom ämnet. Om författarna får drömma stort är förhoppningen att studien ska kunna välkomnas av det svenska näringslivet och påverka ledande befattningshavare till ett mer jämställt näringsliv.

1.6 Avgränsningar

Studien avser att granska börsintroduktioner på handelsplatserna Stockholmsbörsen och First North eftersom de drivs av samma aktör, Nasdaq (Nasdaq [A], u.å). För att begränsa studien ytterligare och för att även göra den aktuell har författarna beslutat att granska antalet börsintroduktioner mellan januari 2006 till sista november 2014. December 2014 har inte kunnat inkluderas eftersom dess långsiktiga prestation på 36 månader inte går att mäta. En period på nio år har valts då författarna anser att det är ett tillräckligt stort tidsspänn för att kunna visa ett samband mellan de variabler som undersöks.

Studien analyserar primärnoteringar som utger stamaktier på de valda handelsplatserna. Det är viktigt för studien att företaget är noterat för allra första gången, då det blir första gången marknaden gör en företagsvärdering.

Likt Ritter (1991) inkluderas företag som blir avnoterade inom tre år med anledning av att det annars skulle ske ett oönskat bortfall, ett så kallad survival bias, där endast de företag som går bra och överlever inkluderas, vilket kan bli missvisande. Dessutom inkluderas företag som byter lista från First North till Stockholmsbörsen inom loppet av tre år. I sådant fall inkluderas den första noteringen på First North i studien, och den abnormala avkastningen tre år framåt.

1.7 Disposition

Studien är linje med den disposition som Bryman och Bell (2013) presenterar för kvantitativ forskning.

Inledning: En bakgrund formuleras och problematiseringen diskuteras. Här presenteras också uppsatsens syfte och dess avgränsningar.

Jämställdhet och finansiella kriser: Detta avsnitt redogör för övriga studier och sekundär data som inte platsar i den teoretiska referensramen.

Teoretisk referensram: Det här avsnittet framför vilka teorier som har använts och är relevanta för undersökningen. Här presenteras också tidigare forskning med liknande teman som slutligen mynnar ut i hypotesutveckling.

Metod: Syftet med det här avsnittet är att förklara hur författarna går till väga för att konstruera studien och beskriver vad det är för data undersökningen bygger på. Det förklaras på vilka grunder vald data har insamlats och motivering till de val som studien baseras på.

Resultat: Här visas resultatet från de tre olika regressionsanalyserna som görs på insamlad data. Hypoteserna testas och diverse tabeller och diagram redogörs.

Analys: I analysen jämförs det teoretiska materialet mot det empiriska materialet. Teorin förklarar utfallet av empiriska data.

Slutsats: I slutsatsen framförs vad studien har resulterat i och hur det tolkas i analysen. Här finns utrymme för dels tidigare teoretiska resonemang men även för författarnas vidareutveckling av dem genom egna reflektioner.

2 JÄMSTÄLLDHET OCH FINANSIELLA KRISER

I kommande kapitel tas relevanta sekundärkällor upp som hjälper till att förklara de ämnen som studiens frågeställning berör, utan att grunda sig i utformade teorier men med konkreta förklaringar som ger ökad legitimitet till ämnet.

2.1 Ledaregenskaper

I en studie utförd av McKinsey (2008) undersöks ledarskapsegenskaper hos kvinnor och män. De diskuterar nio stycken nyckelkriterier för ett framgångsrikt ledarskap, vilka är; förväntningar och belöning, förebild, utvecklande av anställda, inspiration, aktivt deltagande i beslutsfattande, intellektuell stimulation, effektiv kommunikation, individuellt beslutsfattande samt kontroll och korrigerande. De finner att kvinnor använder de första fem egenskaperna oftare än män, speciellt de första tre, medan män använder de två sista mer frekvent. Allbright [B] (2012) menar att detta är ett stöd för att en mer jämställd ledning är att föredra, då alla egenskaper behövs för ett balanserat ledarskap.

2.2 Närhet till konsumenten

En poäng med att inkludera kvinnor i styrelsen, men som även kan kopplas till ökad jämställdhet i ledningen, är att det ger ökad förståelse och närmare koppling till slutkonsumenten, som enligt studier ofta är kvinnor. Enligt en undersökning i USA tas 73 % av alla köpbeslut av kvinnor. (Allbright [B], 2012).

2.3 Kvinnor mer välutbildade

Det finns statistik som visar på att 54 % av världens befolkning som har högre utbildning är kvinnor. Tjejer får dessutom bättre resultat i skolan (Allbright [B], 2012). Det här argumentet kan styrkas med bevis på överlägsna resultat i internationella mätningar av skolprestationer som exempelvis PISA-undersökningen (Nationella Sekretariatet för Genusforskning, u.å).

2.4 Finanskrisen

Det förekommer finanskriser och konjunktursvängningar med viss regelbundenhet. Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) förklarar att det finns en positiv korrelation mellan antalet börsnoteringar och konjunkturläget. Företag håller sig tillbaka från att

utföra en börsintroduktion under osäkra ekonomiska tider, där investerare är mer återhållsamma och har lägre köpkraft vilket leder till en underteckning av aktien. Efter den senaste finanskrisen 2007-2008, som är den värsta globala finanskrisen sedan den stora depressionen på 1930-talet (Avanza, 2017), upplever den svenska marknaden 2008 det värsta börsåret på 100 år och investerare fick kalla fötter på grund av utbrytningen av finanskrisen (Andersson, 2008).

3 TEORETISK REFERENS RAM

Följande kapitel redogör för de teorier som används. Här presenteras även tidigare forskning inom ämnet som är av relevans för denna studie, då jämförelser kan göras i analysen.

3.1 IPO Puzzle

Berk och DeMarzo (2017) skriver att det uppstår fyra karaktäristiska fenomen vid en börsintroduktion som bildar börsintroduktionspusslet. Pusslets olika delar är:

Underprissättning: företag som blir publika har ofta en positiv förstadagsavkastning.

Cykliskhet: vid högkonjunkturer tenderar antalet börsintroduktioner att öka

Kostsam: i genomsnitt är det väldigt dyrt att börsintroducera ett bolag

Långsiktig underprestation: tre till fem år efter börsintroduktionen är det vanligt att bolag som börsopteras presterar sämre än de redan etablerade företagen.

Nedan kommer långsiktig underprestation och underprissättning förklaras vidare då det är denna studies huvudsakliga fokus.

3.1.1 Underprissättning

Ritter (1998) diskuterar flertalet hypoteser och dess påverkan på underprissättning, följande hypoteser är av relevans för denna studie och vidare analys:

1. The Winner's Curse Hypothesis: Efterfrågan på utgivna aktier minskar när det går dåligt för börsintroduktioner. En förklaring till detta är informationsasymmetri. När den icke-informerade investeraren får full tillgivning av sin order beror detta på att andra investerare inte är intresserade av aktien. Investeraren vinner när denna egentligen förlorar. För att alla ska vilja delta i börsintroduktionerna måste aktien i genomsnitt vara underprissatt. (Ritter, 1998).
2. The Market Feedback Hypothesis: De som är ansvariga för börsintroduktionen vill att den vanliga investeraren ska ge ut information som de kan använda som grund till prissättning av aktien. För att investeraren ska ge ut denna

information krävs någon form av kompensation varpå det är vanligt att aktierna blir underprissatta. (Ritter, 1998).

3. The Ownership Dispersion Hypothesis: Företagen som ger ut aktier använder sig av underprissättning för att skapa ett överskott av små aktieägare. De använder sig av denna ägarstruktur för att få bättre likviditet, men också för att försvåra möjligheten för utomstående att utmana ledningen. (Ritter, 1998).

3.1.2 Långsiktig underprestation

Ett mönster beskrivs av Ritter (1991) där det är vanligt för företag som blir publika att underprestera på lång sikt. I artikeln skriver Ritter att företag som blir publika mellan 1975-1984 har en långsiktig avkastning mätt tre år efter introduktionen på 34,47 %. Detta jämförs med liknande företag, sett till storlek och bransch, som redan är etablerade på börsen och som har en genomsnittlig avkastning på 61,86 %. Ritter finner ett liknande resultat i sin artikel (1998) men då mätt fem år efter att företagen noterats på börsen. I denna studie finner han även att mindre företag har en högre tendens att underprestera. Fem år efter sin börsintroduktion brukar stora företag underprestera med 3,7 % per år medan det går ännu sämre för de mindre företagen.

Ritter (1998) skriver om tre hypoteser som kan påverka företagets långsiktiga underprestation:

1. The Divergence of Opinion Hypothesis: här menar Ritter att de personer som är mest optimistiska till börsintroduktioner även kommer vara de personer som köper aktien. När det inte finns så mycket information på marknaden finns det en stor spridning mellan optimistiska och pessimistiska personers betalningsvilja. Ju mer tiden går och desto mer information som kommer ut på marknaden, kommer skiljaktigheter mellan optimistiska och pessimistiska investerare att minska. En konsekvens blir att priset avtar och bildar marknadspriset. (Ritter, 1998).
2. The Impresario Hypothesis förklaras genom att garanter som håller i börsintroduktionen vill ha en överdriven efterfrågan och underprissätter därför aktien. Hypotesen antar att de företag med högst förstadagsavkastning kommer ha lägst efterföljande avkastning. Det beror på att investerare övervärderar aktien eftersom de inte utför en vidare analys av företagets

fundamenta, vilket gör att de inte vet den sanna relationen mellan priset som erbjuds och den underliggande tillgången. (Ritter, 1998).

3. The Windows of Opportunity Hypothesis handlar om att företagen försöker tajma sin introduktion med högkonjunktur. Vidare handlar hypotesen om att de företag som blir publika under perioder med många börsintroduktioner tenderar att vara mer övervärderade och en följd blir då en långsiktig underprestation. (Ritter, 1998).

3.2 Tidigare forskning

3.2.1 The Long-Run Performance of Initial Public Offerings

Ritter (1991) undersöker 1526 börsintroduktioner i USA gjorda mellan åren 1975–1984. I artikeln finner han att dessa företag signifikant underpresterar på tre års sikt jämfört med redan befintliga företag på börsen som verkar inom samma bransch och är lika stora. Han menar att denna underprestation kan tänkas bero på tre olika faktorer; riskmätning, otur eller trender, och överoptimism. För att undersöka den långsiktiga prestationen använder Ritter sig av två olika mått, CAR och BHAR. Vidare undersöker han möjliga förklaringar till varför företag underpresterar på lång sikt efter sin börsintroduktion. Variabler som undersöks är; första dagens avkastning, storlek på utgåvan, branschtillhörighet, ålder och årlig volym av börsintroduktioner.

Ritter finner att unga företag och företag som börsintroduceras under år när även många andra företag börsintroduceras presterar ännu sämre än medel-företaget. Medelvärde för företagens logaritmerade ålder när de noteras är 2,009. Vidare presenteras att den långsiktiga prestationen skiljer sig vitt beroende på branschtillhörighet. Ritter menar även att det finns ett samband mellan långsiktig underprestation och första dagens avkastning, där medelvärdet för studien är 14,06 %. Han upptäcker också att det finns en tendens för de företag som har högst förstadaysavkastning att prestera sämst på tre års sikt.

3.2.2 Initial Public Offerings: International Insights

Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) vidareutvecklar fenomenet underprissättning vid börsnoteringar och effekten på både kort och lång sikt. Författarna visar att det finns en positiv korrelation mellan antalet börsintroduktioner under ett år och ett lands inflationsjusterade aktiemarknad, där fler börsintroduktioner genomförs i tider av högkonjunktur och vice versa. I studien beskrivs ytterligare ett positivt samband

mellan perioder med ett stort antal börsintroduktioner och lägre avkastning på lång sikt. Med dessa resultat påvisar de att företag väljer att strategiskt genomföra en börsintroduktion i tider där värdet är högt, i så kallade bull markets, och att investerare på så sätt får lägre avkastning på lång sikt.

Den vidareutveckling som Loughran, Ritter och Rydqvist gör av Ritters hypotes gällande underprissättning belyser även till vilken grad underprissättningarna skiljer sig åt länderna emellan. Loughran, Ritter och Rydqvist påvisar att Sverige har en särskilt hög grad av underprissättning som delvis beror på försök att undvika betalning av de höga skatter som är utmärkande för Sverige. Vid många små emissioner i Sverige tilldelas aktierna företagets anställda och andra intressenter som är nära anknutna till företaget. Med anledning av särskilt höga löneskatter och låga avkastningsskatter är det ekonomiskt fördelaktigt att tilldela underprissatta aktier till företagets personal.

I studien finner de även att medelvärdet för förstadagsavkastning i Sverige är 38,2 % och att Sverige är ett av få länder som visar på en positiv abnormal avkastning, på 1,2 %, tre år efter börsintroduktion. De menar dock att resultat bör tolkas med viss försiktighet då antalet observationer är relativt få.

3.2.3 Wall Street Reaction to Women in IPOs

I denna artikel undersöker Welbourne, Cycyota och Ferrante (2007) hur kvinnors befintlighet i ledningsgrupper, mätt i procent, påverkar den kortsiktiga och långsiktiga prestationen vid börsintroduktioner. De undersöker 534 företag som börsnoteras under 1993. De väljer att granska ledningsgrupper hellre än styrelser då de motiverar att det är ledningen som fattar de främsta besluten och att styrelsen snarare är utformad för att ge råd och godkänna beslut. Som beroende variabler använder de Tobin's Q för att se på den kortsiktiga prestationen och EPS samt aktiepriset 1996 för att undersöka den långsiktiga prestationen. Medelvärdet för tillväxten i EPS är -0,07 % och medelvärdet för Tobin's Q, ologaritmerad, är 3,4. Som oberoende variabel använder de den procentuella andelen kvinnor i företagsledningen. I artikeln kommer de fram till att andelen kvinnor i ledningen har ett positivt och signifikant samband med Tobin's Q och ett positivt, men marginellt signifikant, samband med aktiekursen 1996 och EPS. De undersöker även ett antal kontrollvariabler, bland annat branschtillhörighet, och finner att de olika branscherna kan ha olika påverkan på

resultaten. Förklaringsgraden för regressionen med Tobin's Q är 0,12, för aktiepriset är den 0,44 och för EPS är förklaringsgraden 0,38.

3.2.4 The Long Run Performance of Initial Public Offerings

Levis (1993) artikel baseras på 712 börsnoteringar på Londonbörsen mellan 1980–1988. Den genomsnittliga förstadagsavkastningen är 14,3 %. Studien visar att börsnoteringar i Storbritannien underpresterar i referens till tre års publika noteringar efter första dagens handel. Den visar också att graden av underprestation är större för de mindre företagen. Levis finner ytterligare att storlek på utgåvan har ett positivt samband med den långsiktiga prestationen. Sambandet som återfinns i denna studie är av liknande karaktär som Ritters studie (1991) gjord på den amerikanska börsen. Levis menar att en viss del av förstadagsavkastningen kan förklaras av underprissättning, men att den även utgörs av en överreaktion på marknaden. Likt det resultat som återfinns på den amerikanska marknaden, att antal IPOs har ett negativt samband med långsiktig prestation, återfinns även i Levis studie. Det är dock ej signifikant.

3.2.5 Gender Diversity in Top Management Teams and Innovation Capabilities

Quintana- García och Benavides- Velasco (2016) undersöker hur könsskillnader i ledningsgruppen kan påverka forskningsbaserade företags möjlighet att attrahera investerare vid en börsintroduktion. De undersöker vilken påverkan kvinnor i ledningen har på det kapital ett företag får in när de blir publika. Studien resulterar i ett negativt och signifikant resultat mellan kvinnor i ledningen och framgång vid börsintroduktion. Resultatet förklarar de genom att det finns för få kvinnor i ledningarna.

3.3 Hypotesutveckling

Utifrån tidigare studier, teorier och empirisk data utformas följande hypoteser:

- Kvinnor i ledningen har en positiv inverkan på företagets långsiktiga prestation efter en börsintroduktion
- Kvinnor i ledningen har en positiv inverkan på företagets kortsiktiga prestation vid en börsintroduktion

4 METOD

Följande kapitel redogör för hur studien har utförts. Urval med begränsning, datainsamling och valda variabler förklaras. Här ges motiveringar till samtliga delar vilka har bidragit till studiens utformning.

4.1 Forskningsansats

Enligt Bryman och Bell (2013) innebär den deduktiva metoden att hypoteser ställs utifrån tidigare teorier och studier inom området som sen ligger till grund för empirisk granskning. Vidare menar de att förhållandet mellan teori och forskning vid en kvantitativ studie är av den deduktiva ansatsen. En kvantitativ studie menar de är en insamling av numerisk data och att fenomenet analyseras objektivt, medan en kvalitativ studie lägger mer vikt på ord vid insamling och analys av data. Då denna studie kommer forma hypoteser utifrån teorier och tidigare studier samt är baserad på kvantifierbar data, är utgångspunkten en kvantitativ studie med en deduktiv ansats.

4.2 Urval

4.2.1 Primärnotering

Ritter (1998) definierar en börsintroduktion som det tillfälle ett bolags tillgångar för första gången säljs på en allmän marknad. Utifrån Ritters definition innefattar denna studie enbart primärnoteringar på First North och Stockholmsbörsen. Det innebär att företagen inte får ha varit noterade på en handelsplats tidigare i Sverige och inte heller i något annat land. I denna studie räknas även så kallade avknoppningar som sekundärnoteringar. Då avskiljs dotterbolaget från sitt noterade moderbolag och i samband med avskiljningen noteras dotterbolaget. Även omvänt förvärv räknas som sekundärnotering då ett bolag blir noterat i och med uppköp av ett redan noterat bolag. De företag som börjat sin resa på First North inom tidsspannet för att sedan byta till Stockholmsbörsen, eller vice versa, kommer inkluderas i studien. Dock räknas det som en notering första gången företaget träder in på en av handelsplatserna. Företag som tidigare varit listade på någon handelsplats, men som omvandlas till privata bolag för att sedan noteras igen, inkluderas.

Studien kommer bara innefatta företag som ger ut stamaktier i samband med noteringen. Likt Ritter (1991), exkluderas företag som ger ut unitemissioner eller enbart preferensaktier. Unitemissioner innebär att ett paket av både aktier och teckningsoptioner är det som erbjuds att tecknas. De företag som inte gjort nyemission i samband med sin notering, och således har storlek på utgåva som är 0kr, tas inte heller med i studien.

4.2.2 Bortfall

Då denna studie har relativt få observationer i jämförelse med Ritter (1991), Levis (1993) och Welbourne, Cycyota och Ferrante (2007) kan en extrem uteliggare ha stor påverkan på resultatet. För att inte manipulera utfallet är det endast motiverat att ta bort några få extrema uteliggare. Även om observationerna är relativt små i jämförelse med tidigare studier anses det ändå vara tillräckligt många för att kunna utesluta vissa extrema värden. Då följande företag; Unlimited Travel Group, Seamless Distribution och Seanet Maritime Communications, påverkar resultatet mer i fel riktning om de inkluderas än vad de gör om de utesluts kommer de exkluderas. I och med att dessa företag exkluderas blir regressionernas tillförlitlighet större utan att varken modifiera eller förändra resultatet nämnvärt.

4.2.3 Handelsplats

De svenska handelsplatser som undersöks är First North och Stockholmsbörsen. First North är mindre reglerad än Stockholmsbörsen och gör det därmed enklare för mindre tillväxtbolag att lista sig. Varje bolag som är listat på First North har en rådgivare som tillförsäkrar att de följer de regelverk och krav som finns. First North och Stockholmsbörsen drivs parallellt av Nasdaq. (Nasdaq [A], u.å). Med tanke på att First North och Stockholmsbörsen drivs av samma aktör, och att även First North har en rådgivare som garanterar att allt sköts på rätt sätt, känns det motiverat att undersöka båda dessa handelsplatser. Således utesluts till exempel Aktietorget, som drivs av en annan aktör, för att kunna göra en rättvis bedömning och jämförelse. Det stora urvalet av olika bolag som verkar inom olika branscher och vars storlek skiljs åt kan komma att ge studien ett mer differentierat resultat. I studien inkluderas endast svenska noterade bolag eftersom det finns begränsad åtkomlighet för de utländska bolagen.

4.2.4 Tidshorisont

Genom att studera en längre tidshorisont finns det möjligheter att se ett starkare samband mellan de variabler som undersöks, varpå en tidshorisont på nio år analyseras. För att studien ska vara aktuell har 2006 valts som startår. Det valet grundas också i att tidigare år inte omfattar lika många kvinnor i ledningen. Inkludering av tidigare år skulle innebära att studien skulle ha en mindre andel av företag som har kvinnor i sina ledningar. Därmed skulle inte en rättvis bild av dagens läge visas och studiens resultat skulle kunna bli missvisande. Slutår är 2014 så att aktiekursen 36 månader efter introduktionen finns tillgänglig. December 2014 har inte kunnat inkluderas eftersom dess prestation tre år efter notering inte går att mäta.

4.2.5 Sammanställning urvalsmetoder

- Börsintroduktioner mellan januari 2006- november 2014
- Svenska bolag som noteras på First North eller Stockholmsbörsen
- Primärnotering av stamaktier
- Avknoppning, omvänt förvärv och unitemission ses som sekundärnotering och exkluderas
- De företag som inte gör nyemission i samband med noteringen exkluderas också

Nedan följer ett diagram över antalet börsintroduktioner per år under vald tidsperiod innan bortfall. Diagrammet visar också hur många av de här företagen som har minst en kvinna i ledningen. Alla noteringar är hämtade från Nasdaq (Nasdaq [E], u.å; Nasdaq [F], u.å).

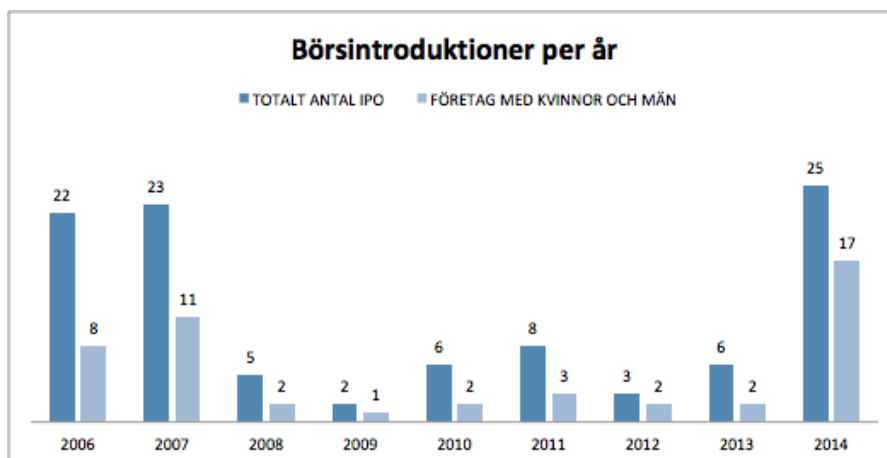


Diagram 1. Börsintroduktioner per år under vald tidsperiod

4.3 Datainsamling

För att kunna genomföra studien är det första steget att ta reda på vilka företag som börsintroduceras under den valda tidsperioden. Denna information hämtas från Nasdaqs hemsida där de listar upp alla bolag som noteras sorterade efter år (Nasdaq [E], u.å; Nasdaq [F], u.å). Ett flertal av bolagen har under den valda tidsperioden ändrat sitt namn. Information om de nya namnen hämtas från Skatteverket och är de som företagen benämns som i studien. Då syftet med studien är att undersöka kvinnor i ledningen, är nästa steg att ta reda på hur ledningsgrupperna ser ut när bolagen noteras. I årsredovisningarna från respektive bolag hämtas denna information.

För att kunna göra en trovärdig regression studeras tidigare studier som gjorts inom ämnet för att kunna sammanställa andra variabler som påverkar den långsiktiga och kortsiktiga prestationen. En sammanställning görs och insamlandet av data börjar. Teckningskurser och antal aktier som ges ut vid noteringen hämtas från Skatteverket, bolagens årsredovisningar och prospekt. I årsredovisningarna hämtas även ålder på företagen och resultat per aktie. I de fall då resultat per aktie inte finns i årsredovisningen divideras årets resultat med antal aktier vid full utspädning för att få fram nyckeltalet.

För att kunna räkna ut bolagens förstadagsavkastning, buy-and-hold-return och Tobin's Q, hämtas data från Datastream. För att beräkna förstadagsavkastningen hämtas respektive företags ojusterade stängningskurs för den första dagen ner. Bokfört värde per aktie hämtas hem för att kunna räkna Tobin's Q. När buy-and-hold beräknas är det viktigt att använda kurser som är justerade för split och utdelningar. Därför hämtas Total Return Index (RI) ner, vilket är ett index som finns på Datastream som räknar ut förändringen från ett datum till ett annat, där hänsyn tas till splits och utdelningar. För att kunna få fram förändringen av valt jämförelseindex hämtas historiska kurser från Nasdaqs hemsida baserat på bransch.

Data justeras inte för inflation då konsumentprisindex har en väldigt låg förändring under vald tidsperiod (SCB, u.å). Det skiljer sig från Ritter (1991) som justerar för inflation i sin artikel, dock på grund av att den är utfärdad under en period där inflationen varierar stort mellan åren.

Genomförandet av regressionsanalysen görs i programmet EViews. Där har även flertalet test utförts för att säkerställa tillförlitligheten av data som presenteras. Kompletterande t-test görs i programmet SPSS.

4.4 Beroende variabler

4.4.1 BHAR

Det första måttet för att undersöka företagens långsiktiga prestation är BHAR, buy and hold abnormal return, i enlighet med Ritter (1991), vilket mäts över en period på 36 månader. I beräkningen av BHAR används första dagens stängningskurs och inte teckningskursen. Ritter undersöker även CAR, cumulative average adjusted returns, men då CAR, enligt Gompers och Lerner (2003), ger en missvisande bild när den abnormala avkastningen är volatil undersöks inte CAR i denna studie. Detta grundas i att vissa branscher som undersöks i studien verkar på volatila marknader. Dessutom undersöks små- och tillväxtbolag i och med att First North inkluderas som handelsplats. Utifrån detta diskuterar Barber och Lyon (1997) att man hellre ska använda BHAR än CAR när långsiktig abnormal avkastning undersöks. Barber och Lyon (1997) menar att BHAR visar skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen. Formeln ser ut som följande:

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})] \quad (1)$$

där

$$\prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] = BHR_{IPO} = \frac{P_T - P_0}{P_0} \quad (2)$$

I uträkningen av BHAR tar man förändringen i aktiepriset minus förändringen för index. I denna studie används Stockholmsbörsens branschspecifika index, även för de företag som listas på First North. Detta görs för att utesluta kurspåverkan, då de branschspecifika index som finns för bolagen på First North redovisas i Euro (Nasdaq [G], u.å). Eftersom denna studie använder börskurser där utdelningar är återinvesterade används OMXSGI, vilket är det index där utdelningar återinvesteras (Nasdaq, [D], u.å).

Welbourne, Cycyota och Ferrantes studie (2007), som denna studie jämför mycket med, undersöker enbart förändringen på aktiekursen. Det kan motiveras med att de undersöker ett år och inte ett längre tidsspänn. När flera år inkluderas kan det vara viktigt att ha BHAR så att hänsyn tas till hur det har gått i övrigt på börsen. Flertalet tidigare studie använder BHAR för att mäta den långsiktiga prestationen (Ritter, 1991; Loughran, Ritter och Rydqvist, 1994; Brau, Couch och Sutton, 2012).

I enlighet med Ritter (1991) inkluderar denna studie företag som avnoteras inom tre år. Om så är fallet används stängningskursen den dag företaget avnoteras för att beräkna den abnormala avkastningen. Som tidigare nämnts i avsnitt 4.2 urval, inkluderas de företag som byter lista från First North till Stockholmsbörsen inom tre år, eller vice versa. I dessa fall beräknas den abnormala avkastningen från första dagen på den första handelsplatsen och 36 månader framåt - även detta i enlighet med Ritter (1991).

4.4.2 EPS

Som ett komplement till BHAR används EPS, det vill säga resultat per aktie, som beroende variabel för att undersöka den långsiktiga prestationen. Då Noland, Moran och Kotschwar (2016) menar att ett företags vinst kan öka om det blir mer jämfällt, är EPS ett intressant mått för denna studie. Dessutom använder även Welbourne, Cycyota och Ferrante (2007) EPS som en beroende variabel och en jämförelse är därmed av intresse. Welbourne, Cycyota och Ferrante menar även att EPS är ett väl använt mått av analytiker och investerare för att uppskatta framtida börsvärderingar. Precis som Welbourne, Cycyota och Ferrante kommer EPS räknas som en förändring genom att jämföra EPS det året företaget börsintroduceras med EPS tre år senare. För de företag som avnoteras innan tre år, räknas förändringen fram till det året de avnoteras. Alltså beräknas den treåriga tillväxten i EPS.

$$EPS = (EPS \text{ år } 3 - EPS \text{ år } 0) / EPS \text{ år } 0 \quad (3)$$

4.4.3 Tobin's Q

För att mäta företagets kortsiktiga prestation mäts det initiala priset vid börsintroduktionen genom Tobin's Q, likt Welbourne, Cycyota och Ferrante (2007).

De motiverar att Tobin's Q är att föredra framför det absoluta aktiepriset eftersom det ger en bild av de förväntningar som marknaden har på organisationens förmåga. Av de tre beroende variabler som analyseras i sin artikel finner de bland annat att kvinnor i ledningen har en signifikant påverkan på Tobin's Q. I denna studie logaritmeras Tobin's Q då det tydligt går att urskilja ett mer normalfördelat värde efter att variabeln logaritmeras i bilaga 11.

$$\text{Tobin's } Q = \text{Marknadspris} / \text{Bokförtvärde per aktie} \quad (4)$$

4.5 Oberoende variabel

Den förklarande variabeln i denna studie är andelen kvinnor i ledningsgruppen, likt Welbourne, Cycyota och Ferrantes studie från 2007. Varför ledningsgrupper väljs att studeras istället för styrelser beror på att det är i ledningen som det dagliga beslutsfattandet sker, det operationella arbetet utförs och där makten finns (Welbourne, Cycyota och Ferrante, 2007; Allbright [A] 2012) Dessutom menar Noland, Moran och Kotschwar (2016) att det främst är jämställdhet i ledningen, mer än en jämställd styrelse, som bidrar till högst lönsamhet för företagen.

För de företag där enbart en kvinna återfinns i ledande position, och där denna är HR-ansvarig, tolkas företaget som ett företag utan kvinnor i ledningen. Detta på grund av att bland annat AllBright (2017) menar att HR-ansvarig inte har något resultatansvar.

4.6 Kontrollvariabler

För att göra en tillförlitlig studie och för att kunna utesluta andra förklarande variabler utöver just kvinnor i ledningen läggs ett antal kontrollvariabler till. Samtliga kontrollvariabler undersöks i tidigare studier utförda inom ämnet.

4.6.1 IPO Volym

Kontrollvariabeln baseras på den årliga volymen av börsintroduktioner. Ritter (1991) menar att den långsiktiga avkastningen för börsintroducerade företag är ännu sämre om de noteras under ett år då volymen av börsintroduktioner är hög. Även i sin studie från 1994 och 1998 finner han ett liknande samband. Levis (1993) finner även han ett liknande bevis på den brittiska marknaden, men i kontrast till Ritters studier är relationen inte konsekvent. Eftersom tidigare studier finner ett samband mellan den

långsiktiga prestationen och antal börsintroduktioner, anser författarna att det är viktigt att addera denna kontrollvariabel till regressionen. Antalet börsintroduktioner beräknas genom att inkludera de 100 ursprungsföretagen uppdelat på året de introduceras.

4.6.2 Ålder

Ritter (1991) använder företagets ålder som en variabel för att förklara börsintroduktioners långsiktiga underprestation. Han finner att yngre företag presterar sämre än äldre företag. Även Quintana- García och Benavides- Velasco (2016) använder ålder som en kontrollvariabel men på kort sikt. De menar att ålder kan ha en påverkan på marknadsvärdet i form av erfarenhet och expertis. Därmed inkluderas ålder som en kontrollvariabel i denna studie. Ålder beräknas som följande:

$$\text{Ålder} = \text{året börsintroduktion skedde} - \text{året företaget grundades} \quad (5)$$

I enlighet med Ritter (1991) logaritmeras $1 +$ åldern för att få en normalfördelning som enligt Brooks (2014) krävs för att få en tillförlitlig regression. I bilaga 2 går det att utläsa att variabeln åldern blir normalfördelad när den logaritmeras.

4.6.3 Första dagens avkastning

Både Ritter (1991) och Levis (1993) finner ett samband mellan förstadagsavkastning och långsiktig prestation. De menar att företag med högst avkastning första dagen de handlas publikt är de företag som presterar sämst på lång sikt. Då två utav de största studierna som gjorts inom ämnet har fått ett signifikant samband, inkluderas denna variabel som en kontrollvariabel. Första dagens avkastning beräknas på följande sätt:

$$\text{Förstadagsavkastning} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (6)$$

4.6.4 Storlek på utgåvan

Ritter (1998) undersöker hur mycket kapital ett företag får in vid en börsintroduktion. Som tidigare nämnt finner han att de mindre företagen presterar sämre än de stora. Ritter (1991) menar att företag vars storlek på utgåvan är mindre än andras vid börsnoteringen har en ökad tendens att prestera sämre på lång sikt. Utifrån tidigare

forskning används storlek på utgåvan som en kontrollvariabel för att utesluta att detta kan påverka resultatet.

En regression ska vara normalfördelad enligt Brooks (2014). I bilaga 3 kan man tydligt se att storlek på utgåvan inte är normalfördelad, varpå variabeln logaritmeras och ett mer normalfördelat histogram går att utläsa.

$$\text{Storlek på utgåva} = \text{teckningskurs} * \text{antal utgivna aktier} \quad (7)$$

4.6.5 Handelsplats

Eftersom noteringar på First North och Stockholmsbörsen undersöks, och ett bolag på First North ses som mer riskabelt att investera i, (Nasdaq [B], u.å) inkluderas handelsplats som kontrollvariabel. Handelsplatserna kodas som dummyvariabler - företag som noteras på First North kodas med en nolla och företag som noteras på Stockholmsbörsen med en etta.

4.6.6 Bransch

Ritter (1991) finner att företagens långsiktiga underprestation skiljer sig åt beroende på vilken bransch bolagen tillhör. Även Welbourne, Cicyota och Ferrante (2007) finner att branschtillhörighet har en påverkan på företagens långsiktiga, men även kortsiktiga prestation. För att utesluta att branschtillhörighet är en förklarande variabel till denna studie rensas det bort. Alla företag är indelade i en bransch som baseras på den branschindelning som Nasdaq använder sig utav som heter Industry Classification Benchmark, ICB (Nasdaq [C], u.å). Det finns andra förekommande indelningar men eftersom studien undersöker Nasdaqs handelsplatser är det motiverat att använda sig av en gruppering som är i linje med deras.

De olika branscherna görs till dummyvariabler, varav en droppas och ses därmed som referensvariabel. Detta görs för att undvika multikollinearitet, som enligt Brooks (2014) är ett möjligt problem när en regression utförs. Branschen Telecom används som referensvariabel i denna studie.

4.7 Studiens testmetod

I denna studie utförs tre regressionsanalyser med tre olika beroende variabler; BHAR, Tobin's Q och tillväxt i EPS. En regressionsanalys ämnar att visa vilken effekt en

eller flera oberoende variabler har på den beroende variabeln (Brooks, 2014). I denna studie undersöks främst en oberoende variabel, vilken är kvinnor i ledningsgrupper. Däremot, som tidigare nämnts, har ett antal kontrollvariabler inkluderats vilka även de kommer analyseras vidare. En multipel regression har följande ekvation (Brooks, 2014):

$$y_t = \beta_2 x_{2t} + \beta_3 x_{3t} + \dots + \beta_k x_{kt} + \varepsilon_t \quad (8)$$

4.7.1 Ordinary Least Square (OLS)

OLS, ordinary least squares, är den vanligaste metoden för att skatta parametrar i en linjär regressionsmodell (Brooks, 2014) och används därför här. Med OLS-metoden anpassas en linje till data som finns genom att minimera summan av kvadratresidualerna, alltså att minimera summan av kvadraternas area så att avståndet till linjen blir så litet som möjligt (Brooks, 2014).

I studien undersöks data för de oberoende variablerna som kan påverka de beroende variablerna, men det finns även feltermerna som kan påverka och därför måste följande fem antaganden hållas för att OLS ska vara tillförlitligt:

1. $E(u_t) = 0$. Medelvärdet av feltermerna ska vara noll. Det här förhållandet kan aldrig brytas så länge ett intercept inkluderas i regressionen. (Brooks, 2014).
2. $\text{Var}(u_t) = \sigma^2$. Variansen av feltermerna ska vara konstant, alltså antagande om homoskedasticitet. Är feltermerna inte konstanta sägs de vara heteroskedastiska. (Brooks, 2014).
3. $\text{Cov}(u_i, u_j) = 0$. Kovariansen mellan feltermerna ska vara noll, alltså är feltermerna statistiskt oberoende av varandra. Om feltermerna på något sätt korrelerar med varandra sägs de vara autokorrelerade. (Brooks, 2014). Gujarati och Porter (2009) menar att man inte behöver anta att ett företags feltermerna har någon korrelation med ett annat företags feltermerna när tvärsnittsdata används. Utifrån det här behövs inte autokorrelation testas i den här studien då den bygger på tvärsnittsdata.
4. $\text{Cov}(u_t, x_t) = 0$. De oberoende variablerna är okorrelerade med feltermerna. (Brooks, 2014).
5. Feltermerna ska vara normalfördelade (Brooks, 2014).

Brooks (2014) diskuterar även två indirekta antaganden för OLS; multikollinearitet och att metoden ska vara linjär, alltså att förhållandet mellan beroende och oberoende variabel kan representeras med en rak linje. Med multikollinearitet menar han att de förklarande variablerna starkt korrelerar med varandra och att detta kan vara ett problem när regressionen ska utföras.

4.7.2 OLS tillförlitlighet

För att kunna bedöma om ovannämnda förhållanden håller genomförs följande statistiska test:

Ramsey RESET: För att testa om förhållandet mellan beroende variabel och förklarande variabel är linjärt utförs Ramsey RESET. Enligt Brooks (2014) är detta ett effektivt test för att undersöka om förhållandet är linjärt. För att avgöra om variablerna är linjära ska testet inte vara signifikant till den bestämda signifikansnivån.

Gujarati och Porter (2009) menar att ett scatter plot är bra att använda för att undersöka hur de olika variablerna i en regression förhåller sig till varandra. Därför utförs ett scatter plot för att se vilka variabler som är linjära när testet ovan inte är signifikant. De variabler som inte är linjära kvadreras för att se om testet blir mer normalfördelat.

Jarque-Bera: Enligt Brooks (2014) är Jarque-Bera ett av de mest använda testen för att undersöka normalfördelning. När ett Jarque-Bera-test görs i EViews ska det inte vara signifikant. Brooks menar vidare att extrema uteliggare kan uteslutas för att få mer normalfördelade residualer. Dock menar han också att många forskare inom ekonometrin inte anser att detta är okej då det räknas som att man modifierar sitt resultat. Brooks diskuterar även att det kan vara problematiskt att få en normalfördelning när en studie omfattas av ett få antal företag då extremvärden kan komma att ha en stor påverkan.

I de fall variablerna inte är normalfördelade utförs ett boxplot för att se om det finns några extrema uteliggare som snedvrider resultatet och därmed kan uteslutas.

I denna studie accepteras viss mån av icke-normalfördelade termer. Extrema uteliggare droppas, men andra utmärkande värden som inte är extrema uteliggare inkluderas. Författarna anser att detta är mer motiverat eftersom, enligt Brooks (2014), kan droppandet av värden ses som modifiering av resultatet för att få ett starkare stöd till sin hypotes. Det behövs väl underbyggda motiv för att en variabel ska uteslutas. Dessutom anser författarna att en högre siffra på Jarque-Bera är accepterat då studien bygger på finansiell data.

White-test: För att kunna utesluta att feltermerna är heteroskedastiska utförs ett White-test i EViews. Ett p-värde som är högre än signifikansnivån innebär att nollhypotesen accepteras och feltermerna är därmed homoskedastiska. Om White-testet visar på heteroskedasticitet utförs White's modifierade standardfel i EViews. När detta utförs ändras enbart feltermerna och de tidigare parametrarna/variablerna ser precis likadana ut som tidigare. Däremot kan p-värdena för de olika variablerna komma att ändras marginellt. (Brooks, 2014). Dock menar Gujarati och Porter (2009) att det är relativt vanligt med heteroskedasticitet när tvärsnittsdata används.

Multikollinearitet: Samtliga kontrollvariabler och den oberoende variabeln korrelation med varandra undersöks för att se om det förekommer någon multikollinearitet. Brooks (2014) nämner att man vill undersöka om det finns något signifikant samband mellan de oberoende variablerna. Han menar att det är ett problem om variablerna är högt korrelerade med varandra. Enlig Gujarati och Porter (2009) anses den här nivån ligga på +/- 0,8.

För att ytterligare undersöka multikollinearitet utförs variance-inflating factor (VIF). VIF visar om en variabls varians förstoras om multikollinearitet förekommer. En tumregel är att värdena inte ska överstiga 10. (Gujarati och Porter, 2009).

4.7.3 Signifikansnivå

Eftersom denna studie testar hypoteser måste en signifikansnivå sättas innan regressionsanalysen utförs. Enligt Körner och Wahlgren (2006) är signifikansnivå den risk att nollhypotesen förkastas då den egentligen borde accepteras. De menar att vanliga värden att anta är 0,1 %, 1 % eller 5 %, men att 5 % är den signifikansnivån som används allra mest. Därför kommer en signifikansnivå på 5 % användas.

4.7.4 Förklaringsgrad (R^2)

För att undersöka det linjära förhållandet mellan den beroende- och oberoende variabeln och se hur starkt detta förhållande är används förklaringsgraden. Förklaringsgraden visar på hur variationer i den beroende variabeln kan förklaras med hjälp av den oberoende variabeln. R^2 mäts i procent och sambandet uttrycks därmed i hur stor andel påverkan är. (Körner och Wahlgren, 2006). Förklaringsgraden, R^2 , ökar när fler förklarande variabler tillförs regressionen. Justerad förklaringsgrad tar hänsyn till antalet oberoende variabler och ökar inte i lika stor utsträckning som ojusterad R^2 . (Gujarati och Porter, 2009). Därmed används den justerade förklaringsgraden i denna studie då regressionen innehåller flera oberoende variabler.

4.7.5 T-test

T-test är en form av hypotesprövning. Det som kontrolleras är om det finns en skillnad i medelvärde för två grupper eller variabler, där nollhypotesen är att det inte föreligger någon skillnad i medelvärde. Överstiger p-värdet den bestämda signifikansnivån är nollhypotesen sann. (Wahlgren, 2012). Syftet med testet är att se om företag med kvinnor i ledningen har ett annorlunda medelvärde än företag med enbart män i ledningen.

4.8 Metoddiskussion

4.8.1 Reliabilitet

Reliabilitet för en studie spelar en betydande roll. Den visar hur pålitlig ett mått är och handlar om huruvida studiens resultat är densamma om den skulle undersökas igen. (Bryman och Bell, 2013). Datainsamlingen till studien väljs noggrant ut för att öka studiens grad av reliabilitet. Välkända databaser som Nasdaq OMX, Skatteverket och Datastream används för att samla data. Trots att dessa källor anses vara pålitliga, finns det en risk i att jämförbarheten minskar när olika källor används för att samla data, även om källorna ofta visar på samma information. Kompletterande information hämtas i stor utsträckning från företagens utgivna årsredovisningar och från prospekt, vilka anses vara pålitliga för att samla information om företagen. Vidare beskriver författarna löpande hur man går tillväga i studien och på bästa sätt försökt beskriva vilka kurser och mått som använts för att studien ska kunna replikeras.

4.8.2 Validitet

Ytterligare ett viktigt bedömningskriterie är validitet som delas upp i två aspekter; inre och yttre validitet. Den inre syftar till hur väl exempelvis valda variabler mäter det som de ämnar undersöka. Den yttre handlar om hur trovärdig insamlad data är. (Bryman och Bell, 2013).

Oberoende variabel, andelen kvinnor i ledningen, och övriga kontrollvariabler har alla valts baserat på tidigare studier som har kommit fram till att dessa kan ha en påverkan på den kortsiktiga- och långsiktiga prestationen för företag efter en börsintroduktion. Det här anses därmed vara väl motiverat.

Denna studie använder Stockholmsbörsens branschspecifika index som jämförelseindex för alla noteringar. Där baseras indexet på alla noterade bolag inom branschen. Utifrån att större bolag noteras på Stockholmsbörsen kan det bli svårt för de små tillväxtbolagen på First North att mäta sig mot ett sådant index. Däremot anser författarna till denna studie att fördelarna överväger nackdelarna. Hade First Norths branschspecifika index använts istället hade stor hänsyn behövts tas till det faktum att dessa index redovisas i Euro, och därmed till kursförändringar som är oerhört svåra att mäta. Dessa förändringar bedömer författarna vara ett större problem än det ovan.

En möjlig anmärkning som går att göra på vald tidsperiod är varför studien inte samlat data från längre bak i tiden, det vill säga tidigare än år 2006. Motiveringen till detta är att det är tidskrävande arbete och har inte ansetts bidra till ett mer pålitligt resultat på en betydande skala. Vald tidsperiod uppfattas som rimlig inom ramen för studien.

Barber och Lyon (1997) presenterar en kritik mot BHAR i och med att jämförelseindex som används i beräkningen inkluderar företag som nyligen noterats och som i enlighet med Ritter (1991) underpresterar tre år efter notering. Ritter jämför långsiktig prestation hos nynoterade bolag med den för redan etablerade företag som har varit på börsen längre än tre år. Däremot kan det tänkas att index inte innehåller många nyintroducerade företag och dess påverkan kan antas vara försumbar. Barber och Lyon lyfter också fram problemet att företag har en extremt hög avkastning från det ena året till det andra, men det är mycket ovanligare att det förekommer samma extrema nivå för ett index. Trots att det finns kritik mot BHAR, har denna studie valt

att använda metoden med anledning av att den dels inkluderar många tillväxtbolag som är noterade på First North och att BHAR då ses som en bättre metod att använda än CAR. Dessutom blir studien mer jämförbar med de studier som har använt BHAR som metod för att räkna på långsiktig avkastning.

EPS är ett välkänt prestationsmått som ledningen vanligen lägger stor vikt i att få att se bra ut. Detta beror på att EPS kan ha en stor inverkan på aktiepriset, vilket har gjort att ett kortsiktigt fokus är vanligt. Trots EPS popularitet finns det begränsningar med måttet. Exempel på dessa begränsningar gäller värdeskapande för aktieägarna, EPS management och överdrivna tendenser för att få en tillväxt av EPS. Problemet med ett överdrivet fokus på EPS-tillväxt är att den kan bero på faktorer såsom inflation, en ökning av intäkter och skulder samt skuldsättningsgrad, vilket alla är faktorer som kan avgöra tillväxten av EPS. EPS-tillväxt som är genererad utöver någon av dessa faktorer nämns som "överskotts"- EPS-tillväxt. Slutsatsen här är att ett överdrivet fokus på EPS-måttet kan leda till osunt beslutsfattande från ledningens håll, vilket åtminstone bör tas i beaktning. (De Wet, 2014). Författarna anser att det är till studiens fördel att två mått på den långsiktiga prestationen används; ett som visar marknadens reaktion till företaget och ett som företaget kan styra mer. I och med att två mått används kan beaktning till ovanstående kritik tas.

En av de mest kända kritikerna till måttet Tobin's Q är Doug Henwood (1998), som menar att Q-förhållandet inte ger en rättvis bedömning av hur investerare sätter marknadsvärdet. Vidare diskuterar han att i Tobin's studie från 1977 där han framför teorin om Q-värdet studeras enbart åren mellan 1960-1974, och att de ekonomiska förutsättningarna och marknadsläget för dessa år inte behöver vara allmängiltiga. Samtidigt ökade Q-värdet i samband med de rådande "bull markets" på 1980-talet, men då följde inte investeringarna med. Sedan 1970-talet har ett högt Q-värde kopplats till en låg investeringsgrad och ett lågt Q-värde med en hög investeringsgrad, vilket är raka motsatsen till teorin om Tobin's Q och visar på att resonemanget kring Q-förhållandet inte är fullt ut hållbart. Dock anser författarna att måttet är relevant och behövs för jämförelse. Dessutom anser författarna att det är ett bra mått då det i denna studie kommer visa vad företagens teckningskurser är i relation med deras bokförda värde. Därmed är det ett bra mått på underprissättning.

5 RESULTAT

Kommande kapitel visar det resultat som har nåtts via datainsamling och utförd regressionsanalys för respektive beroende variabel. Vidare visas även de kontrolltest som görs för att kontrollera regressionernas tillförlitlighet.

5.1 Kvinnor i ledningsgrupper

Ursprungligen studeras 100 företag varav 48 har kvinnor i ledningen. 2006 börsnoteras 24 företag och en tredjedel av dessa har kvinnor i sina ledningsgrupper. Baserat på 27 företag är den siffran uppe på 63 % år 2014. (Bilaga 1). Under hela tidsperioden som mäts är det sex företag som är helt jämställda. Tre företag har över 60 % kvinnor i sina ledningar och räknas därmed inte som jämställda. Två utav de studerade företagen har kvinnlig VD vid noteringen; Odd Molly noteras på First North och Besqab noteras på Stockholmsbörsen. På grund av extrema uteliggare räknas tre företag som bortfall, så i den slutgiltiga regressionen som utförs återfinns 97 företag, varav 48 har kvinnor i sina ledningsgrupper. Den bransch där det återfinns flest företag med kvinnor i ledningen är Consumer Goods med 62,5 %. Branschen med minst företag är Basic Materials med 28,57 % (Bilaga 1).

5.2 Förstadagsavkastning

Utifrån tabell 1 skiljer sig inte den genomsnittliga förstadagsavkastningen avsevärt åt handelsplatserna emellan, men den är lite högre på First North. Den genomsnittliga förstadagsavkastningen totalt för hela studien är 4,88 %.

Handelsplats	Genomsnittlig förstadagsavkastning
Stockholmsbörsen	4,67 %
First North	4,99 %
Totalt	4,88 %

Tabell 1. Genomsnittlig förstadagsavkastning per handelsplats

5.3 BHAR

5.3.1 Deskriptiv statistik

Utav de 97 företag som studeras uppvisar 40 positiv BHAR, varav 22 är företag med kvinnor i ledningen vilket syns i tabell 2. I samma tabell går det att utläsa att majoriteten utav företagen har negativ BHAR. Medelvärdet för alla företagens BHAR

är -10,71 % (Bilaga 6). I sammanställningen av alla bolag, bilaga 1, utmärker sig tre företag som har betydligt mer positiv BHAR än övriga företag vilka är; ALM Equity, Alltele och Immunicum. Samtliga tre bolag har en BHAR på över 200 % och två utav dessa företag har kvinnor i ledningen.

	Negativ BHAR	Positiv BHAR	Totalt
BHAR kvinna	26	22	48
BHAR endast män	31	18	49
Totalt	57	40	97

Tabell 2. Antal företag med negativ respektive positiv BHAR

I tabell 3 visas ett t-test med den beroende variabeln BHAR och oberoende variabeln kön. Testet visar att företag med kvinnor i ledningen har ett medelvärde på -1,8 % och företag med enbart män i ledningen har ett medelvärde på -19,44 %. Skillnaden mellan de två olika medelvärdena är inte signifikanta till en 5 % signifikansnivå.

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean
BHAR kvinna	1,801	95	0,283	- 1,80 %
BHAR endast män	1,801	95	0,283	- 19,44 %

Tabell 3. T-test för BHAR

Financials, Utilities, Telecom och Consumer Goods är de branscher vars medelvärde på BHAR är positivt. Telecom är den bransch med högst medelvärde på 120,3 %, lägst har Oil & Gas på -64,78 %. (Diagram 2). Alla branscher som uppvisar positiv BHAR har 50 % eller mer företag som har kvinnor i ledningen (Bilaga 1).

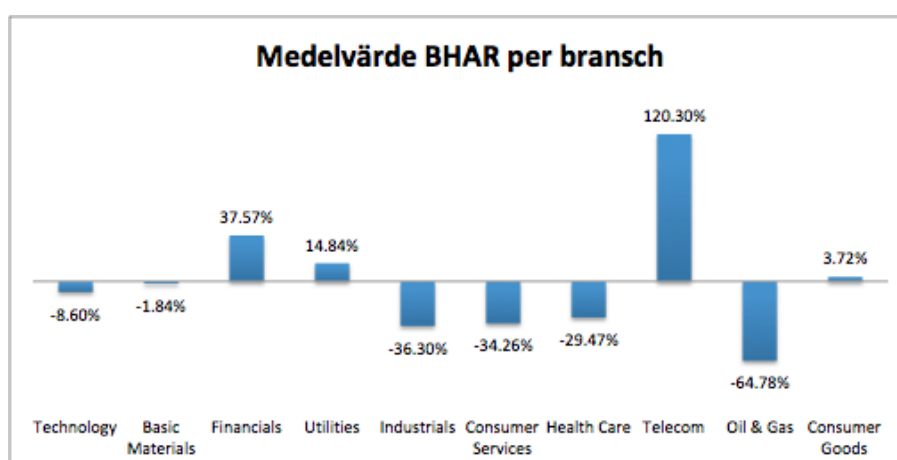


Diagram 2. Medelvärde för BHAR per bransch

Genomsnittlig BHAR skiljer sig åt under åren för tidsperioden som studeras. I tabell 4 visas detta. 2009 till 2011 präglas av höga negativa BHAR och åren därefter har betydligt bättre medelvärde för BHAR.

ÅR	GENOMSNITTLIG BHAR
2006	- 16,19 %
2007	- 1,63 %
2008	+ 8,88 %
2009	- 64,81 %
2010	- 68,84 %
2011	- 48,19 %
2012	+ 57,64 %
2013	+ 8,36 %
2014	- 0,74 %

Tabell 4. Genomsnittlig BHAR årsvis

5.3.2 Regressionsanalys

H_0 = Det finns ingen signifikant skillnad mellan de företags BHAR som har kvinnor i ledningen och de företag som enbart har män

H_1 = Det finns en signifikant skillnad mellan de företags BHAR som har kvinnor i ledningen och de företag som enbart har män

I bilaga 14 visas den fullständiga regressionen som utförs med den oberoende variabeln, kvinna i procent, och samtliga kontrollvariabler. Studiens oberoende variabel visar ett positivt samband med den beroende variabeln. Koefficient är 0,395. Det tyder på att varje ytterligare procent kvinna i ledningen ökar BHAR med 0,395. Däremot är p-värdet 0,369 vilket innebär att nollhypotesen accepteras och sambandet är därmed inte signifikant. I regressionen går det även att urskilja hur de olika kontrollvariablerna förhåller sig till BHAR. Handelsplats, som kodas som en dummy, ett för Stockholmsbörsen och noll för First North, har ett negativt samband. P-värdet är 0,943, vilket innebär att sambandet inte är signifikant. Kontrollvariablerna; förstadagsavkastning, antal IPO, logaritmerad ålder och logaritmerad storlek på utgåvan visar samtliga ett positivt samband, men inget är signifikant. Den genomsnittliga logaritmerade åldern när företag noteras är 25,742 (Bilaga 1). Justerad förklaringsgrad för regressionen är 0,114.

Gentemot referensbranschen Telecom uppvisar samtliga branscher ett negativt samband där flertalet är signifikanta. Consumer Goods, Consumer Services, Health Care och Industrials är signifikanta på 0,1 % -nivån och Technology, Basic Materials samt Oil & Gas är signifikanta på 5 % -nivån. (Bilaga 14).

5.3.3 Tillförlitlighet

- **Jarque-Bera:** För att undersöka om feltermerna är normalfördelade görs ett Jarque-Bera på residualerna. Testet går att se i bilaga 7. Jarque-Bera ligger på 82,25 och p-nivån noll, vilket innebär att nollhypotesen accepteras och att feltermerna kan ses som icke-normalfördelade. Som tidigare nämnts i metoden kommer det här accepteras.
- **Ramsey Reset:** I bilaga 17 testas linjäriteten, samtliga tre test överstiger signifikansnivån på 5 % och därmed anses förhållandet mellan beroende och oberoende variabel vara linjärt.
- **White-test:** När feltermerna undersöks om de är konstanta utförs ett White-test vilket går att utläsa i bilaga 16. F-statistic och Obs*R-squared överstiger kraftigt signifikansnivån. Däremot ligger Scaled explained precis på signifikansnivån, vilket betyder att testet är något heteroskedastiskt, men i så liten mån att inget seriöst problem existerar. Det här är i enlighet med Brooks (2014). För att utesluta att ett seriöst problem föreligger utförs ändå en regression med ett White's modifierade standardfel som visar på att p-värdena inte har ändrats nämnvärt (Bilaga 15).
- **Multikollinearitet:** I bilaga 4 syns korrelationerna mellan de olika oberoende variablerna, både förklarande variabel och kontrollvariabler. Variablerna som har högst korrelation med varandra är logaritmerad storlek på utgåvan och handelsplats. Korrelationen där emellan är 0,73. De kritiska gränsvärdena för multikollinearitet ligger enligt Gujarati och Porter (2009) på under -0,80 eller över 0,80. Därmed uppvisar detta test ingen problematisk multikollinearitet. Som ett komplement görs även ett VIF-test, vilket går att se i bilaga 5, och inget utav värdena överstiger det kritiska värdet på 10. Därmed stärks ytterligare antagandet om att ingen problematisk multikollinearitet förekommer.

5.4 EPS

5.4.1 Deskriptiv statistik

Förändringen i EPS är positiv för 60 av de 97 företag som studeras. Medelvärdet för förändringen i EPS under den studerade tidsperioden är 18,5 % (Bilaga 8). Fördelningen på de 60 företagen är relativt jämn mellan de som har kvinnor i ledningen och de som enbart har män. Det här går att utläsa från tabell 5. Däremot skiljer sig medelvärdet avsevärt åt för de två olika grupperna. För företag som har kvinnor med i sina ledningsgrupper ligger medelvärdet på 36,73 % och för företag med enbart män uppgår medelvärdet till 0,63 %, dock är skillnaden inte signifikant. (Tabell 6). De företag som utmärker sig positivt är; Oscar Properties, D. Carnegie & CO och Thule. Där alla har en positivt tillväxt på över 400 %. Oscar Properties och D. Carnegie & CO har kvinnor i ledningen. Åt andra hållet är det Modern Ekonomi och Misen Energy som utmärker sig. De har en negativ förändring på över 500 %. Modern Ekonomi har inga kvinnor i sin ledning, vilket Misen Energy däremot har. (Bilaga 1).

	Negativ EPS	Positiv EPS	Totalt
Företag kvinna	17	31	48
Företag endast män	20	29	49
Totalt	37	60	97

Tabell 5. Antal företag med negativ respektive positiv EPS

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean
EPS kvinna	1,046	95	0,298	36,73 %
EPS endast män	1,046	95	0,298	0,63 %

Tabell 6. T-test för EPS

När medelvärdet för tillväxt i EPS utifrån bransch studeras, enligt diagram 3, är Financials den bransch som har högst värde på 147 %. Även Consumer Goods har ett högt positivt medelvärde på cirka 108 %. Sämst medelvärde uppvisar Oil & Gas på -279 %. Samtliga tre branscher har över 50 % företag som har kvinnor i sina ledningar.

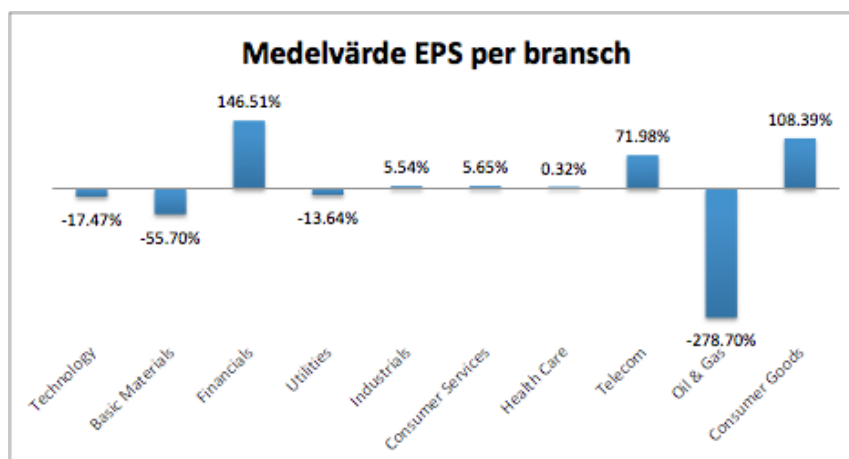


Diagram 3. Medelvärde för EPS per bransch

Flertalet av åren för tidshorizonten som studeras uppvisar positiv genomsnittlig EPS. Däremot finns det tre år som uppvisar negativa medelvärden; 2006, 2008 och 2013. 2014 är det år som har högst positiv genomsnittlig EPS på 102,69 %. (Tabell 7)

ÅR	GENOMSNISSLIG EPS
2006	- 64,91 %
2007	+ 7,23 %
2008	- 12,51 %
2009	+ 13,75 %
2010	+ 29,01 %
2011	+ 22,76 %
2012	+ 35,35 %
2013	- 19,20 %
2014	+ 102,69 %

Tabell 7. Genomsnittlig EPS årsvis

5.4.2 Regressionsanalys

H_0 = Det finns ingen signifikant skillnad mellan de företags EPS som har kvinnor i ledningen och de företag som enbart har män

H_1 = Det finns en signifikant skillnad mellan de företags EPS som har kvinnor i ledningen och de företag som enbart har män

Utifrån regressionen som utförs med EPS som beroende variabel, bilaga 18, kan en positiv koefficient med den förklarande variabeln, andel kvinnor i ledningen, tolkas. P-värdet är 0,717, vilket dock innebär att nollhypotesen inte går att förkasta. Därmed är det positiva sambandet inte signifikant. Den justerade förklaringsgraden till denna regression är 0,059.

Av kontrollvariablerna uppvisar förstadagsavkastningen och antal IPO ett negativt samband, men sambanden är inte signifikanta då p-värdena är 0,3731 respektive 0,89. Logaritmerad ålder och storlek på utgåvan samt handelsplats har en positiv koefficient, men återigen är p-värdena höga och inget signifikant samband går att utläsa.

Vad gäller branscherna och deras referensvariabel Telecom, uppvisar Consumer Goods och Financials positiva koefficienter, resterande branscher har negativa koefficienter. Den enda bransch som har ett signifikant samband är Oil & Gas som gentemot Telecom har en koefficient på -3,26 och ett p-värde på 0,0309.

5.4.3 Tillförlitlighet

- **Jarque-Bera:** När normalfördelning testas görs först ett test med extrema uteliggare och Jarque-Bera uppgår till 9 591,59 (Bilaga 9). För att hitta eventuella uteliggare utförs ett boxplot, där återfinns två extrema uteliggare (bilaga 10). Dessa tas bort i enlighet med Brooks (2014). Jarque-Bera blir mer normalfördelat och nivån uppgår till 16,56 (bilaga 9).
- **Ramsey Reset:** För att testa linjäriteten mellan den beroende och oberoende variabeln utförs detta test. P-värdena för de olika testerna överstiger signifikansnivån på 5 %. Det innebär att nollhypotesen accepteras, det finns alltså ett linjärt samband. (Bilaga 20).
- **White-test:** Feltermerna är homoskedastiska då F-Statistic, Obs*R-squared och Scaled explained har p-värden som är högre än signifikansnivån på 5 %. Testet går att utläsa i sin helhet i bilaga 19.
- **Multikollinearitet:** De oberoende variablerna är inte högt korrelerade med varandra eftersom korrelationstestet i bilaga 4 inte visar på några nivåer högre än 0,8 eller lägre än -0,8. Som tidigare nämnts är det två variabler som utmärker sig, logaritmerad storlek på utgåvan och handelsplats som har en korrelation på 0,74. Det ovannämnda VIF-testet i stycke 5.3.3 gäller även här.

5.5 Tobin's Q

5.5.1 Deskriptiv statistik

Det initiala medelvärdet för Tobin's Q är 5,065 vilket ändras till 0,913 när variabeln logaritmeras och extremvärdet tas bort (bilaga 11). Nordic Leisures Tobin's Q ologaritmerad är 104 och har därmed det högsta värdet. Näst högst Tobin's Q har

Nexam Chemical med ett värde på 25. Inget utav dessa två företag har kvinnor i ledningen. Lägst Tobin's Q finns hos Rusforest och Misen Energy, båda med ett värde på 0,03 och kvinnor i ledningen. (Bilaga 1).

Utifrån t-testet, med ologaritmerad Tobin's Q, är medelvärdet för de företag som har kvinnor i sin ledning 3,343 och för de företag med enbart män är den siffran 6,752. P-värdet för testet är 0,127 och skillnaden är därmed inte signifikant. (Tabell 8).

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean
Tobin's Q kvinna	- 1,538	95	0,127	3,3433
Tobin's Q endast män	- 1,538	95	0,127	6,7518

Tabell 8. T-test för ologaritmerad Tobin's Q

Consumer Services är den bransch med högst Tobin's Q följt av Technology. Genomsnittliga värdena är 11,18 respektive 6,88. Andelen företag med kvinnor i ledningen för Technology är en tredjedel och 50 % för Consumer Services. Endast en bransch, Oil & Gas, uppvisar ett medelvärde som är mindre än ett. (Diagram 4).

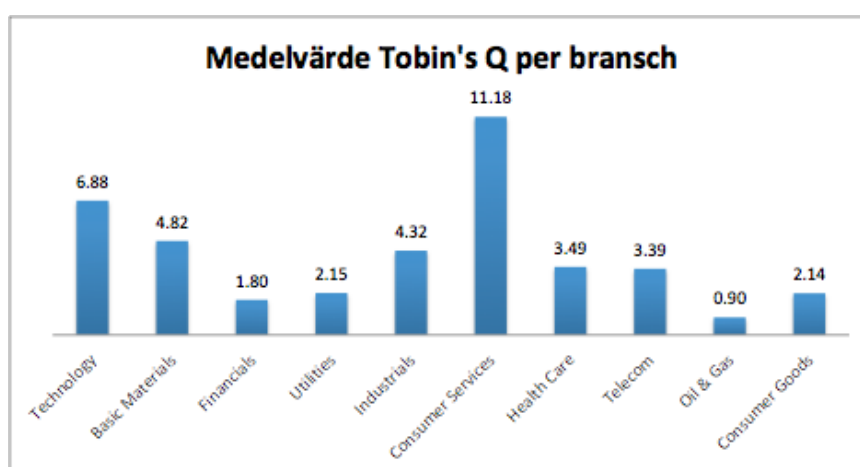


Diagram 4. Medelvärde för ologaritmerad Tobin's Q per bransch

5.5.2 Regressionsanalys

H_0 = Det finns ingen signifikant skillnad mellan de företags Tobin's Q som har kvinnor i ledningen och de företag som enbart har män

H_1 = Det finns en signifikant skillnad mellan de företags Tobin's Q som har kvinnor i ledningen och de företag som enbart har män

I bilaga 22, där den fullständiga regressionen syns, visas ett negativt samband mellan andelen kvinnor och den beroende variabeln Tobin's Q. Koefficienten är -0,829 och p-värdet 0,253. Att p-värdet överstiger signifikansnivån innebär att nollhypotesen accepteras och att det därmed inte finns något signifikant samband. Regressionens justerade förklaringsgrad uppgår till 0,160.

Av kontrollvariablerna är det endast variabeln handelsplats som har en positiv koefficient på 0,02. Sambandet är däremot inte signifikant då p-värdet ligger på 0,95. Resterande kontrollvariabler; förstadagsavkastning, antal IPO, logaritmerad ålder och logaritmerad storlek på utgåvan har inte heller signifikanta samband.

Technology och Consumer Services är de två branscher som har positiva koefficienter till referensbranschen Telecom. Sambanden är däremot inte signifikanta. Financials är den enda bransch som uppvisar ett p-värde lägre än signifikansnivån på 5 %, vilket innebär att det negativa sambandet som uppvisas är signifikant.

5.5.3 Tillförlitlighet

- **Jarque-Bera:** Residualernas normalfördelningen testas i bilaga 12. Jarque-Bera innan Tobin's Q logaritmeras och med extrema uteliggare uppgår till 15 052,88. Tobin's Q logaritmeras och ett boxplot utförs där en extrem uteliggare observeras och utesluts (Bilaga 13). Jarque-Bera uppgår nu till 35,5 och residualerna är betydligt mer normalfördelade (Bilaga 12).
- **Ramsey Reset:** I bilaga 24 ses denna regressions linjäritetstest. Samtliga tre test uppvisar p-värden under signifikansnivån vilket betyder att sambandet mellan den beroende och oberoende variabeln inte är linjär. För att undersöka vilka variabler som inte är linjära utförs en scatter plot, vilket återfinns i bilaga 25. Med grund från detta kvadreras variablerna förstadagsavkastning, kvinna procent och antal IPO i försök om att få ett linjärt samband. Ingen förbättring kan utläsas, därför lämnas testet som det var i utgångsläget.
- **White-test:** I bilaga 23 syns testet som utförs för att testa om feltermerna är heteroskedastiska. F-statistic och Obs*R-squareds p-värden överstiger studiens signifikansnivå. Däremot har Scaled explained ett p-värde på 0,002, vilket understiger signifikansnivån. Därmed är feltermerna till viss mån heteroskedastiska och därför utförs även en regression med White's modifierade standardfel och regressionen visas i sin helhet i bilaga 22. Hur

regressionen ser ut innan denna justering görs återfinns i bilaga 21. Regressionerna ser i princip likadana ut förutom att de olika variablernas p-värden har ändrats något.

- **Multikollinearitet:** Eftersom precis samma oberoende variabel och kontrollvariabler används som i de andra två regressionerna gäller även korrelationstestet i bilaga 4 för denna regression. Samma gäller för VIF-testet.

6 ANALYS

I följande stycke ställs teorier mot studiens resultat. Även jämförelse mot tidigare forskning görs här. Vidare analyseras möjliga förklaringar till resultatet och varför det i vissa fall skiljer sig åt från tidigare studier.

6.1 BHAR

6.1.1 Beroende variabel

Enligt teorin är långsiktig underprestation vid börsintroduktioner ett välkänt fenomen. Nynoterade företag presterar generellt sett sämre än redan befintliga börsbolag. Ritter (1991) finner att nynoterade företag i USA presterar 27,39 procentenheter sämre än redan etablerade företag på börsen. Samma belägg återfinns i denna studie, då genomsnittlig BHAR är -10,71 %. Denna långsiktiga underprestation kan bero på Ritters hypotes "Divergence of Opinion". I början av en notering har investerarna vanligtvis begränsat med information och då är det lätt att vara överoptimistisk. Pessimism kan lätt komma ikapp när informationen blir mer tillgänglig. Utifrån tabell 4 kan detta analyseras. I spåret av en finanskris kan investerare tänkas vara extra pessimistiska och försiktiga, och håller därmed inne med sina investeringar. De har således inte samma betalningsvilja som innan och som en konsekvens sjunker kurserna.

Däremot visar Loughran, Ritter och Rydqvists (1994) studie att Sverige har en positiv BHAR på 1,2 %, vilket motsätter både teori och denna studies resultat. Varför resultatet skiljer sig från vad Loughran, Ritter och Rydqvist finner kan tänkas bero på att några år inom tidsspännet som studeras kantas av den globala finanskrisen. I tabell 4 går det tydligt att urskilja att åren 2009 och 2010 har betydligt lägre genomsnittlig BHAR. Det kan antas att tiden efter en finanskris är osäker och att lågkonjunktur råder. En investerare präglas kanske då av mer skepticism till relativt okända bolag och är mer riskavert. De bolag som främst kan tänkas bli drabbade av detta är de mindre och nya bolagen på börsen. Därav presterar de nya bolagen sämre än index och uppvisar ett negativt BHAR.

6.1.2 Oberoende variabel

Likt Welbourne, Cycyota och Ferrante (2007) finner även denna studie ett positivt samband mellan andel kvinnor i ledningen och prestationen tre år framåt. Däremot undersöker denna studie BHAR medan deras studie enbart undersöker aktiekursernas förändringar. Därav kan endast viss jämförelse göras. Deras koefficient är 0,07 och signifikant på 10 % -nivån, vilket går att jämföra med denna regressionens koefficient på 0,4 som inte är signifikant. Den justerade förklaringsgraden i denna studie är 0,11 medan deras förklaringsgrad är 0,44. Skillnaden i förklaringsgraderna borde främst bero på det faktum att de inte använder justerad förklaringsgrad och därmed ökar deras förklaringsgrad för varje variabel som tillförs regressionen. Observationerna i denna studie är 97 medan Welbourne, Cycyota och Ferrante observerar 534 företag. Detta kan tänkas vara en förklaring till varför de har fått ett lägre p-värde. En annan möjlig förklaring till varför sambandet inte är signifikant kan bero på att så få företag faktiskt räknas som jämställda. Många av de företag som har kvinnor i sin ledning har mindre än 20 % kvinnor. Ytterligare en orsak kan vara de olika tidsspannen som skiljer sig åt mellan studierna. Dessutom undersöker Welbourne, Cycyota och Ferrante enbart börsintroduktioner som sker år 1993, medan ett tidsspänn på nio år undersöks här. Om enbart år 2014 studeras, där högst andel företag med kvinnor representerade i ledningen återfinns, hade resultaten möjligen sett annorlunda ut.

Oavsett om ledningen är diversifierad avseende kön, eller enbart består av män, kan ett negativt BHAR utläsas i t-testet i tabell 3. Dock är medelvärdet för företag med kvinnor i ledningen -1,80 % och för företag med enbart män är den siffran -19,44 %. Eftersom testet inte har ett lågt p-värde är skillnaden mellan de två medelvärdena inte signifikant. Även fast de företag som har kvinnor i ledningen i mångt och mycket har en bit kvar till att bli helt jämställda, är en möjlig förklaring till skillnaden att företagen ändå är en bit på vägen och att mer jämställda företag har en bättre presterande aktiekurs. Den förklaringen kan även ligga till grund för det resultat som återfinns i tabell 2, där 23 % av företagen med kvinnor i ledningen har positiv BHAR och för övriga bolag är det 19 % som har en positiv BHAR.

Vidare analys sker med försiktighet då sambandet ovan inte är signifikant. Däremot undersöker denna studie de två största handelsplatserna i Sverige och en relativt lång tidshorisont, så resultatet är ändå av intresse att analysera. Möjliga förklaringar till

den positiva koefficienten som uppvisas i regressionen kan vara ledarskapsegenskaper. Då kvinnliga chefer till exempel agerar mer frekvent som förebilder, motiverar anställda och har ett aktivt deltagande i beslutsfattande, kan det här bidra till god stämning som genomsyrar hela företaget och speglas utåt. Dessutom kompletterar det egenskaper som manliga chefer använder mer frekvent som individuellt beslutsfattande, kontroll och korrigerande. Företagen får då en mix av de viktiga egenskaper som behövs för ett framgångsrikt ledarskap som torde leda till god grund för att nå framgång. Nödvändigtvis behöver inte företagets kursutveckling direkt speglas av företagets finansiella prestationer och lyckat ledarskap, men det borde i alla fall vara en oerhört viktig och trygghetsinvasiv signal till investerarna. Ytterligare kan det tänkas att investerare gör investeringar i bolag som de kan förhålla sig till. Då cirka hälften av Sveriges befolkning är kvinnor, och anses vara potentiella investerare, kan en större inkludering av kvinnor i ledningen leda till att åtminstone fler kvinnor blir benägna till att investera i företaget.

6.1.3 Kontrollvariabler

Samtliga variabler där sambandet inte är signifikant analyseras med försiktighet.

Kontrollvariabeln ålder uppvisar ett positivt samband med BHAR, men sambandet är inte signifikant. Att åldern uppvisar en positiv koefficient ligger i linje med Ritter (1991) som menar att unga företag presterar sämre än äldre företag. Detta kan tänkas beror på att äldre företag redan har lyckats etablera sig hos konsumenter och investerare som tillförlitliga och trygga. Unga eller nystartade företag kan utstråla tillväxt och spänning, vilket kan leda till nyfikenhet hos investeraren, men ju mer information som blir tillgänglig desto mindre attraktivt kan företaget verka. En förklaring till att sambandet inte är signifikant, vilket Ritters samband är, kan vara det faktum att medelvärdet för logaritmerad ålder i denna studie är 25,742 medan Ritters medelvärde är 2,009. Merparten av företagen i denna studie har några år på nacken och har därmed haft tid på sig att växa och bli stabila. Företagen i Ritters studie är sannolikt yngre företag rent generellt och därmed kan fallet vara så att skillnaden blir signifikant.

Logaritmerad storlek på utgåvan visar ett positivt, men inte signifikant, samband med BHAR. Detta överensstämmer med Ritters resultat om att små företag med små utgåvor presterar ännu sämre än de företag som har en större utgåva. Det här kan

tänkas bero på att företag som ger ut större utgåvor i regel också är större företag. Stora företag kan ha en bättre grund från första början. I dåliga tider finns det kanske mer trygghet att falla tillbaka på. Därmed kan dessa företags aktiekurser vara mer stabila.

I Ritters studie från 1991 finner han att de företag med högst förstadagsavkastning presterar sämre på tre års sikt. Han finner ett liknande samband i sin studie 1998 fast på fem års sikt. Utifrån detta formar han hypotesen "The Impresario Hypothesis". I denna studie är sambandet däremot positivt, vilket tyder på motsatsen. Dock är sambandet inte signifikant. Skillnaden kan bero på att Sverige är ett mindre land än USA och att det därmed finns en annan närhet till företagen där det blir enklare för investerare att få mer information. Dessutom visas det i tabell 1 att denna studies genomsnittliga förstadagsavkastning är 4,88 %. Det är betydligt lägre än vad Loughran, Ritter och Rydqvist studie från 1994 finner. Det kan betyda att mer information finns tillgänglig och som en konsekvens har informationsasymmetrin minskat och investerare kan göra en bättre bedömning av värdet på företagen.

Variabeln handelsplats har kodats som en dummy, där Stockholmsbörsen är ett. I regressionen har denna variabel en negativ koefficient på 0,02 och ett p-värde på 0,943. Sambandet är därmed långt ifrån signifikant och koefficienten nära noll, vilket gör variabeln relativt svår att analysera. Att koefficienten är negativ tolkas som att företag som noteras på Stockholmsbörsen har sämre BHAR än de företag som noteras på First North. Det här kan tänkas bero på att företag på First North generellt sett är mer riskfyllda investeringar och att en högre avkastning därmed går att förvänta.

Antal IPO:s har en positiv koefficient på 0,007, men då p-värdet är 0,4748 är sambandet inte signifikant. Ritter finner ett motsatt samband. Han menar att företag som börsintroduceras i perioder där det förekommer ett stort antal introduktioner presterar sämre på lång sikt. I sin hypotes "The Windows of Opportunity" förklarar Ritter (1998) att företag tenderar att bli publika när ekonomin och marknaderna går bra, men att dessa företag även underpresterar på lång sikt. Levis (1993) finner också ett negativt samband, vilket däremot inte är signifikant. Det går att utläsa i diagram 1 att åren kring finanskrisen kantas av få introduktioner, vilket stämmer överens med hypotesen ovan. Däremot är sambandet till BHAR positivt, vilket då är

motsägelsefullt. Detta kan bero på att flera av åren i studien genomsyras av finanskrisen. 2009 noteras två företag och 2010 noteras sex företag. Tre år senare ligger respektive årliga genomsnittliga BHAR på -64,81 % och -68,84 %. Detta kan alltså tänkas vara en konsekvens av finanskrisen, och rådande lågkonjunktur efter denna. BHAR tar i viss mån hänsyn till lågkonjunkturer då ett jämförelseindex används, men under en rådande lågkonjunktur kan det tänkas att investerare föredrar mer välkända, etablerade företag framför de relativt nya företagen och därmed drabbas dessa företags aktiekurser hårdast av en lågkonjunktur.

Gentemot referensbranschen Telecom uppvisar Technology, Basic Materials, Industrials, Health Care, Oil & Gas, Consumer Services och Consumer Goods ett negativt och signifikant samband. Just Oil & Gas innehåller endast två företag och dess resultat kan därför vara lite missvisande. Även Ritter och Welbourne, Cycyota och Ferrante (1991; 2007) finner att branscherna skiljer sig åt. En förklaring till de negativa sambanden kan vara att förväntningarna på Telecom är högre än övriga branscher. Då Telecom består utav data och telefoni, något som har utvecklats mycket på senare tid och kommit att bli en stor del av samhället, kan det göra att förväntningarna för denna bransch ökar mer. Detta påstående kan stärkas ytterligare då det tydligt går att se i diagram 2 att Telecom är den bransch med högst medelvärde på BHAR.

6.2 EPS

6.2.1 Beroende variabel

Medelvärdet för tillväxten i EPS är 18,5 % vilket går att jämföra med Welbourne, Cycyota och Ferrantes (2007) värde på -0,07 %. Att värdet är positivt är egentligen inte särskilt förvånande då det kan antas att företagen blir mer kända bland konsumenterna när de blir publika. Det kan till och med tänkas att företag blir publika dels på grund av den anledningen, och inte bara för likviditetens skull. När företagen har en högre igenkännighetsfaktor torde även försäljning öka och i slutändan även vinsten. Däremot skiljer sig denna studies resultat markant ifrån Welbourne, Cycyota och Ferrante som har ett negativt resultat. Detta kan i mångt och mycket tänkas bero på de olika studerade tidsperioderna. Då de endast studerar börsintroduktioner gjorda år 1993 kan det mycket väl vara så att tre år framåt, alltså 1996, generellt sett inte var ett år med goda finansiella prestationer och därmed det negativa medelvärdet. I tabell

7 går det till exempel att utläsa att medelvärdet för tillväxt i EPS för de företag som börsnoteras 2006 är - 64,91 %, vilket möjligen kan vara en produkt av finanskrisen då deras treårsjubileum är 2009. Alltså finns det år som har negativa resultat även i denna studie, men då ett medelvärde räknas ut för hela tidsperioden rensar det bort för sämre år.

6.2.2 Oberoende variabel

Sambandet mellan andelen kvinnor och EPS är positivt med en koefficient på 0,346. P-värdet är 0,717, vilket betyder att sambandet inte är signifikant. Viss analys är dock ändå av intresse. I Welbourne, Cychota och Ferrantes studie (2007) är sambandet också positivt, och även signifikant på 10 % -nivån. Dessutom har de en högre förklaringsgrad på 0,38 medan denna studies förklaringsgrad är 0,06, men återigen borde skillnaden bero på att denna studie använder den justerade förklaringsgraden. Varför signifikans inte uppnås kan återigen tänkas bero på att urvalet i denna studie är betydligt mindre än urvalet i deras studie. En annan orsak till att signifikans inte uppnås kan bero på att det är för få kvinnor med i ledningsgrupperna för att det ska göra någon signifikant skillnad. Många utav företagen som har kvinnor i sina ledningar har 20 % eller mindre andel kvinnor och frågan är då om dessa lyckas göra någon verklig skillnad. Utifrån Noland, Moran och Kotschwar (2016) ska den nivån ligga på 30 % för att ha en viss positiv påverkan på företagets vinst.

Medelvärdet i EPS för de företag med kvinnor i ledningen är 36,73 % och för företag med enbart män är den siffran enbart 0,63 %, dock är skillnaden inte signifikant (tabell 6). Utifrån tabell 5 kan även en marginell skillnad utläsas där företag med kvinnor i ledningen har fler fall med positiv EPS.

Oavsett om sambandet inte visar sig vara signifikant är det ändå positivt, och analys kring varför sambandet är positivt kan vara intressant. Dessutom visar t-testet, som nämnts ovan, att de företag som har kvinnor i sina ledningar har betydligt högre medelvärde för tillväxten i EPS. Som nämntes i inledningen finns det studier som visar att företag som är mer jämställda har en högre vinst, vilket alltså även denna studies resultat visar. En förklaring till varför det är så här kan möjligen bero på att en mer jämställd ledning reflekterar samhället i stort. Ungefär hälften av Sveriges befolkning är kvinnor och för att då kunna förstå alla typer av kunder och deras beteende borde en jämställd ledning bäst kunna möta dessa behov. I USA tas 73 % av

alla köpbeslut av kvinnor och liknande siffror borde speglas på den svenska marknaden. Sålides borde en jämställd ledning bidra till ökat resultat. Vidare går kvinnor ut skolan med högre betyg och därmed kan det tänkas att de även har viss högre kunskap och bättre inlärningsförmåga. Båda dessa är viktiga egenskaper för ett företag och dess förmåga att generera vinst.

6.2.3 Kontrollvariabel

Förstadagsavkastningen är den variabel som har starkast samband till EPS. Den är dock ej signifikant och koefficienten är -0,62. Både Ritter (1991;1998) och Levis (1993) finner att de företag som har högst förstadagsavkastning presterar sämst på lång sikt. Eftersom Ritter och Levis mäter långsiktig prestation med ett annat mått går det inte att göra en komplett jämförelse. Däremot finner denna studie samma negativa samband, även fast det inte är signifikant. Detta resultat går att koppla ihop med "The Impresario Hypothesis", vilken säger att investeraren övervärderar aktien då denna inte gör en riktig fundamental analys av företaget. I tabell 1 går det att utläsa att First North är den handelsplats som har högst genomsnittlig förstadagsavkastning och därför kan det tolkas som att denna handelsplats övervärderas av investerarna. Då det förmodligen är mindre tillväxtbolag som noteras på First North kanske inte lika mycket information finns tillgänglig om företagen. Dessutom kan investerarna ha en övertro till deras tillväxtpotentialer och därmed lägger de inte lika stor vikt vid olika nyckeltal och negativa siffror i kassaflöde och resultat.

Ritter (1991) finner ett positivt och signifikant samband mellan långsiktig prestation och storlek på utgåvan. I denna studie har storlek på utgåva en positiv koefficient, men sambandet är återigen inte signifikant. En förklaring till detta kan vara att majoriteten av företagen noteras på First North och har således relativt små utgåvor. Hade enbart Stockholmsbörsen undersökts där utgåvorna är större hade möjligen sambandet varit signifikant. Återigen går detta att koppla till att företag som ger större utgåvor är större företag som kan tänkas ha stabilare vinst. Större företag kan antas ha lättare att attrahera väldigt kompetenta och duktiga anställda som kan styra företaget i rätt riktning. Dessutom är det förmodligen lättare för större företag att skaffa sig stordriftsfördelar och marknadsandelar som gör att de kan effektivisera kostnader och produktion, vilket då kan leda till högre vinst.

Variabeln ålder har ett positivt, men inte signifikant, samband med EPS. Det positiva sambandet återfinns även i Ritters (1991) studie, men är då signifikant. Som tidigare nämnts kan det vara olika medelvärden på åldern från de olika marknaderna som ligger till grund för att Ritter får signifikans, vilket inte denna studie får. Att sambandet är positivt kan däremot tänkas vara rätt givet då äldre företag borde vara mer stabila och de yngre företagen fortfarande kan vara kvar i uppstartsfasen där de ännu inte börjat gå med vinst.

Antalet börsintroduktioner har en marginell negativ påverkan på EPS med ett p-värde som långt överstiger signifikansnivån. Även Levis (1993) får ett negativt och icke-signifikant samband. Dessa två resultat skiljer sig från Ritters (1991) signifikanta samband. Hypotesen "The Windows of Opportunity" menar att företag väljer att bli publika i högkonjunkturer och att dessa sedan brukar prestera sämre än de som blivit publika i perioder med färre introduktioner. Tidsspannet från denna studie inkluderar en finansiell kris och efterskalvet av denna. I diagram 1 går det att utläsa att betydligt färre företag noteras under finanskrisen. Dessa företag har sitt treårsjubileum när det fortfarande kan tänkas råda lågkonjunktur och därmed kan resultatet påverkas. Hade det inte varit finanskris utan bara lågkonjunktur när dessa företag noterats hade kanske högkonjunktur rått tre år efter noteringen, och då hade sambandet kanske blivit signifikant.

Handelsplats, där Stockholmsbörsen kodas med en etta, har en positiv koppling till den beroende variabeln. Detta innebär att företag som noteras på Stockholmsbörsen har högre tillväxt i EPS än de som noteras på First North. Sambandet är däremot inte signifikant. En möjlig förklaring till varför viss skillnad visas mellan de olika handelsplatserna kan vara att det i regel är större företag som noteras på Stockholmsbörsen. Dessa företag kan därmed ha större kundkännedom och kunderna kan i sin tur ha större kännedom om företaget. Det kan resultera i att kunderna vänder sig till dessa företag i första hand som i sin tur får bättre resultat. Dessutom är det inte helt ovanligt att mindre tillväxtbolag, som huserar på First North, börjar sin resa med röda siffror i den nedre delen av resultaträkningen, då man förmodligen gör stora initiala investeringar.

Branscherna Financials och Consumer Goods har en positiv men inte signifikant skillnad gentemot referensbranschen Telecom. Resterande branscher uppvisar ett negativt samband. Enbart Oil & Gas har ett signifikant samband, vilket innebär att de signifikant underpresterar gentemot Telecom. Att branscherna skiljer åt i prestation är även något Ritter (1991) och Welbourne, Cicyota och Ferrante (2007) finner. Att Oil & Gas är så pass negativ gentemot Telecom kan bero på att branschen enbart består av två företag, varav båda har negativa förändringar. Även fast Financials positiva skillnad inte är signifikant är resultatet intressant att analysera. I diagram 3 går det att utläsa att Financials är den bransch som har högst medelvärde på tillväxten i EPS. Branschen består av både finansbolag och fastighetsbolag, och framför allt fastighetsbranschen kan tänkas ha haft stora tillväxtpotentialer inom studiens tidsperiod. Det kan antas att fastighetsbolagen har upplevt kraftig efterfrågan efter sina produkter/tjänster inom den studerade tidsperioden, vilket borde ha lett till ökad vinst.

6.3 Tobin's Q

6.3.1 Beroende variabel

En del av börsintroduktionspusslet är att IPO:s är underprissatta. Ritter (1998) kommer med flertalet hypoteser om varför fenomenet uppstår. Vanligtvis baseras underprissättning på att första dagens avkastning är hög. I denna studie mäts det initiala priset genom att använda Tobin's Q, likt Welbourne, Cicyota och Ferrante (2007). Detta ses alltså som studiens kortsiktiga prestation. Medelvärdet för ologaritmerad Tobin's Q är 5,065 vilket jämförs med Welbourne, Cicyota och Ferrantes värde på 3,40. Det här betyder således att företagen i genomsnitt är högre värderade i Sverige än i USA när de blir publika. Detta är i motsättning till Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) som finner att Sverige är ett av de länder där en särskilt hög grad av underprissättning förekommer. I deras studie går det vidare att se att den genomsnittliga förstadagsavkastningen i Sverige är 38,2 %, vilket är betydligt högre än det genomsnittliga värdet i denna studie på 4,88 %. Detta är ytterligare ett möjligt bevis till att börsintroduktioner numera inte är markant underprissatta i Sverige. Ritter (1991) och Levis (1993) finner att den genomsnittliga förstadagsavkastningen i USA och Storbritannien är 14,06 % respektive 14,3 %, vilket även det är högre än värdet på 4,88 %. Samtliga studier nämnda ovan, där förstadagsavkastningen är betydligt högre än resultatet i denna studie, är relativt gamla studier och mycket kan tänkas ha förändrats sen dess. Till exempel kan det tänkas att internets framväxt har haft en stor

betydelse för att resultatet ser annorlunda ut idag. Information om diverse företag borde vara mer lättillgänglig för gemene man och risken att delta i en börsintroduktion borde vara mindre. Ritter (1998) diskuterar hypotesen “The Winners Curse” och menar att börsintroduktioner underprissätts för att alla investerare, även de med liten information, ska vara villiga att delta. I och med dagens informationsteknologi borde informationsasymmetrin vara mindre bland investerarna och därmed behövs inte underprissättning som kompensation på samma sätt. Dessutom borde även den mer åtkomliga informationen bidra till att investerarna lyckas värdera företagen bättre från första början och att det är lättare att göra en korrekt fundamental analys av företaget innan ett investeringsbeslut fattas.

6.3.2 Oberoende variabel

T-testet i tabell 8 visar att företag med enbart män har ett genomsnittligt Tobin's Q på 6,752 medan företag med kvinnors värde är 3,343. P-värdet är 0,127 och skillnaden är inte signifikant, dock är p-värdet relativt lågt jämfört med andra tester och nästintill signifikant på 10 % -nivån.

Till skillnad från Welbourne, Cycyota och Ferrante (2007) har andelen kvinnor ett negativt samband med Tobin's Q. Det betyder att ju färre kvinnor som sitter i ledningen desto högre Tobin's Q. P-värdet för variabeln är 0,231 och sambandet är därmed inte signifikant, men utav de studerade variablerna är det ändå den variabel som har det starkaste sambandet. Dessutom är den justerade förklaringsgraden 0,16 vilket går att jämföra med den ojusterade förklaringsgraden i Welbourne, Cycyota och Ferrantes studie som är 0,12. En möjlig förklaring till varför resultaten skiljer sig åt, även fast sambandet i denna studie ej är signifikant, kan vara att majoriteten av de företag som har kvinnor i sin ledning noteras på First North. “The Ownership Dispersion Hypothesis” förklarar att en anledning till underprissättning är att företagen vill ha många små ägare istället för få och stora för att inte förlora ägarkontrollen. Då bolagen på First North normalt sett är mindre tillväxtbolag kan det tänkas vara viktigare för dem att inte få in stora institutionella ägare som tar över makten och påverkar beslutsfattandet. De får det då svårare att styra företagen i den entreprenöriella andan som de önskar. Därmed har de en lägre teckningskurs så att små investerare kan köpa aktierna istället. Detta argument får stöd i att variabeln handelsplats är positiv i regressionen.

Resultatet är mer i linje med Quintana- García och Benavides- Velasco (2016). Dock ska en jämförelse göras med försiktighet då deras artikel endast studerar en bransch i USA och inte marknaden i sin helhet. Deras förklaring till det negativa resultatet är att det är för få kvinnor i ledningen vilket även kan vara fallet för denna studie. Dock måste inte fallet vara så, utan resultatet kan faktiskt tänkas vara en korrekt spegling av verkligheten. Som nämnts ovan är det på First North som de flesta bolag noteras som har kvinnor i sina ledningar och dessa bolag ses i regel som mer riskfyllda. Enligt Ritter (1984) underprissätts bolag i större utsträckning som har högre risk. Detta är alltså en möjlig förklaring och stärker diskussionen ovan ytterligare.

6.3.3 Kontrollvariabler

Variabeln handelsplats har som sagt en positiv koefficient, vilket alltså betyder att företag på Stockholmsbörsen har högre Tobin's Q än företag på First North. Skillnaden är dock inte signifikant. Ovan har en möjlig förklaring diskuterats till varför fallet kan se olika ut på de olika handelsplatserna. Dessutom menar Ritter (1984) att mer riskfyllda företag i regel underprissätts mer och då företag som noteras på First North är mer riskfyllda än de företag som noteras på Stockholmsbörsen är även detta en möjlig förklaring till resultatet.

Storlek på utgåvan har en negativ, men inte signifikant påverkan på Tobin's Q. Tidigare har det argumenterats för att de företag som ger ut större utgåvor rimligen borde vara större företag. En möjlig förklaring till varför påverkan är negativ kan vara att de företag som ger ut störst utgåvor är företag som behöver samla mycket information inför en börsnotering, vilket därmed kan komplicera prissättningen. Enligt hypotesen "The Market Feedback" underprissätts noteringar för att kompensera investerarna för den information de ger ut, vilket alltså kan tänkas vara fallet här.

Även förstadagsavkastningen har en negativ påverkan på Tobin's Q. Sambandet är inte signifikant, men riktningen på koefficienten stämmer överens med det som tidigare konstaterats; att börsintroduktioner är underprissatta. Att sambandet inte är signifikant kan kopplas samman med faktum ovan att det inte verkar förekomma någon betydlig underprissättning på den svenska marknaden under den studerade tidsperioden.

Variabeln antal IPO:s har ett marginellt, men inte signifikant negativt samband. Då sambandet inte är signifikant och koefficienten är så svagt negativ är denna variabel svår att analysera vidare. Däremot kan det negativa sambandet tänkas bero på att de år när många företag blir publika är marknaden "mätt" på börsintroduktioner och betalningsviljan sjunker som en konsekvens.

Ålder på företagen när de börsintroduceras har även det ett negativt, men inte signifikant, samband. Detta negativa samband kan bero på att äldre företag har haft längre tid på sig att bygga upp värdet på sina tillgångar och bokfört värde på aktie blir därför relativt högt. När dessa företag då ska noteras är förmodligen deras teckningskurser i jämförelse med bokfört värde relativt låga. I många fall är säkert de äldre företagens teckningskurser högre än de unga företagens teckningskurser, men i förhållande till vad de har för bokfört värde blir de låga.

Flertalet branscher uppvisar ett negativt samband gentemot referensbranschen Telecom. Endast två branscher, Technology och Consumer Services, uppvisar ett positivt samband. Däremot är det endast en bransch, Oil & Gas, som har ett signifikant samband. Consumer Services är även den bransch som har högst medelvärde på Tobin's Q enligt diagram 4. Det kan tänkas bero på att den branschen är mindre riskfylld att investera i och därmed kan högre teckningskurser sättas. Då Ritter (1984) menar på att riskfyllda företag underprissätts i större utsträckning borde det även vara tvärtom, att mindre riskfyllda företag har mindre underprissättning. Detta är en möjlig förklaring till det resultat Consumer Services uppvisar.

7 SLUTSATS OCH DISKUSSION

Här sammanfattas studiens resultat och analys. Slutsatser presenteras och argumenteras för. Även förslag till fortsatt forskning tas upp här.

7.1 Slutsats

Studiens syfte är att svara på hur kvinnors närvaro i ledningsgrupper kan påverka företagets kortsiktiga- och långsiktiga prestation efter en börsintroduktion på de svenska handelsplatserna First North och Stockholmsbörsen. På lång sikt finner vi en positiv påverkan på prestationen, men på kort sikt en negativ påverkan. Däremot är sambanden inte signifikanta. Nedan argumenteras för slutsatserna för respektive beroende variabel.

7.2 BHAR

Likt bland annat Ritters studie från 1991, finner även denna studie att nyoterade företag underpresterar jämfört med redan etablerade företag på lång sikt. Däremot skiljer sig resultatet ifrån Loughran, Ritter och Rydqvists studie från 1994 som finner att positiv abnormal avkastning existerar på den svenska marknaden efter börsintroduktioner. Utifrån detta kan det diskuteras att den svenska marknaden har förändrats och att den numer är i linje med den amerikanska, där underprestation på lång sikt är ett känt fenomen. Vidare visar regressionen att den oberoende variabeln andelen kvinnor i ledningen har ett positivt samband med BHAR, vilket betyder att för varje ökad procent kvinna som sitter i ledningen desto högre är BHAR. Däremot är sambandet inte signifikant, men då studien undersöker de två största handelsplatserna i Sverige under en relativt lång och aktuell tidsperiod kan det ändå argumenteras för att det är så här verkligheten faktiskt ser ut. Företag som har både kvinnor och män i sina ledningar visar alltså på en bättre abnormal avkastning på lång sikt efter en börsintroduktion än de företag där det enbart sitter män i ledningen.

Även fast sambandet inte är signifikant finns det inga som helst bevis som tyder på att en inkludering av kvinnor i företagsledningar skulle vara dåligt, utan snarare tvärtom. Tillsammans med tidigare studier kan denna studie visa att en diversifierad ledning med både män och kvinnor borde vara att föredra. En ledning bestående av båda könen vänder sig till hela marknaden och alla investerare och får en god blandning av

alla positiva ledaregenskaper. Därmed borde förståelsen och kännedomen till kunden öka, men även trivsel bland de anställda. Svaret på frågeställningen hur företag som har både kvinnor och män i sina ledningar presterar på lång sikt efter en börsintroduktion borde alltså vara att de presterar bättre än de företag med enbart män.

7.3 EPS

För att undersöka den långsiktiga prestationen ytterligare kompletteras BHAR med tillväxten i EPS. Regressionen visar att kvinnors närvarande i ledningen har en positiv påverkan på förändringen i EPS. Resultatet är inte signifikant, men som tidigare nämnts är denna studie relativt omfattande och inkluderar börsnoteringar från de två största marknaderna under många antal år. Därmed kan det återigen argumenteras för att inkluderingen av kvinnor i företagsledningar faktiskt har en positiv inverkan på den långsiktiga prestationen efter en börsintroduktion. I vilket fall finns det absolut ingenting som tyder på motsatsen och en större inkludering av kvinnor i ledningar borde alltså vara att föredra. Som nämnts i analysen, kan en ledning bestående av både män och kvinnor lättare förstå alla typer av kunders köpbehov och beteenden. Dessutom tas majoriteten av alla köpbeslut av kvinnor och därför borde det vara en självklarhet att inkludera dessa i företagets högsta beslutsfattanden. I analysen argumenteras det för att andelen kvinnor som finns i företagets ledningar kan vara för liten för att de ska kunna utgöra någon extrem skillnad och att detta då är en förklaring till varför signifikans inte uppnås. Låt oss nu säga att någon typ av drömvärld helt plötsligt skulle uppstå där näringslivets ledningsgrupper består av hälften kvinnor och hälften män, skulle då signifikans uppnås? Författarna har en stark tilltro till detta. Vi anser att det är viktigt att varje individ får lika möjligheter till att visa sin fulla potential. I nuläget tror vi dessvärre detta kan vara svårt för kvinnor då majoriteten av alla ledande befattningshavare är män och att oerhört kompetenta kvinnor därmed kan hamna i skymundan.

7.4 Tobin's Q

För att undersöka den kortsiktiga prestationen studeras företags initiala prissättning vid börsintroduktioner genom att beräkna Tobin's Q för diverse företag. Regressionen visar att andelen kvinnor i ledningen har ett negativt samband med Tobin's Q. Sambandet är återigen inte signifikant, men är ändå relativt talande för verkligheten. Återigen undersöks de två största marknaderna under en aktuell och relativt lång

tidsperiod. Dessutom är skillnaden i Tobin's Q mellan de olika grupperna, vilket går att se i tabell 8, nästintill signifikant på 10 % -nivån. Studiens andra frågeställning; hur företags kortsiktiga prestation ser ut efter en börsintroduktion där både män och kvinnor sitter i ledningen, besvaras alltså med att företag där både män och kvinnor sitter i ledningen presterar sämre på kort sikt än de företag där enbart män återfinns i ledningsgrupperna. Detta betyder alltså att företagen med kvinnor i ledningen i regel underprissätts i större utsträckning än de företag där det enbart sitter män i ledningen. I analysen argumenteras det för att detta i mångt och mycket beror på att majoriteten av de företag som har kvinnor i sina ledningar noteras på First North. Dessa företag är generellt sett mer riskfyllda och måste därför underprissättas som en form av kompensation för den ökade risken.

Vidare finner studien att svenska företag inte längre verkar vara särskilt underprissatta vid börsintroduktioner som Loughran, Ritter och Rydqvist finner i sin studie från 1994. Enligt författarna borde detta vara en påföljd av internets framväxt och dess underlättande av informations spridning och informationsinhämtande.

7.5 Generell sammanfattning

För att koppla tillbaka till citatet i inledningen; meningen är inte att kvinnor helt plötsligt ska ta över all makt från männen i ledningsgrupperna. Meningen är att kvinnor ska få samma möjligheter som män att utvecklas, visa sina kompetenser, få tycka och tänka och fatta beslut. Idag sker förmodligen en naturlig kvotering, där män väljer andra män för att de kan identifiera sig med dessa, men svenska ledningsgrupper behöver inte fler likasinnade och liktänkande. Företag behöver diversifiering och oliktankande som kan utmana varandra i idéer och tankesätt, för trots allt, kunderna är inte en och samma person och då borde inte ledningen heller vara det. En blandning av de bästa männen och kvinnornas kompetenser och egenskaper borde leda till bäst resultat på både kort och lång sikt.

7.6 Förslag till fortsatt forskning

För framtida studier kan det vara intressant att studera helt jämställda ledningar och hur deras företag presterar på kort- och lång sikt efter en börsintroduktion. Då denna studie inte fick signifikanta samband har författarna däremot en tro att det är möjligt att uppnå detta när ledningsgrupperna har en högre andel kvinnor och ses som helt jämställda. Vidare hade det även varit intressant att studera om det förekom mer eller

mindre earnings management inför en börsintroduktion beroende på ledningens utformning sett till kön.

Ytterligare ett intressant perspektiv är att studera en annan diversifiering än just kön som till exempel ålder på de ledande befattningshavarna, utländsk bakgrund eller utbildning. Då mycket av denna studies slutsats bygger på att just ökad diversifiering borde leda till ökad förståelse om företagets kunder, borde ytterligare diversifiering i ledningsgrupperna leda till ännu mer förståelse, och därför är det ett intressant ämne att studera vidare.

KÄLLFÖRTECKNING

Allbright (2017). Vd-kvinnor väljer jämställdhet [pdf] Tillgänglig online:
https://static1.squarespace.com/static/5501a836e4b0472e6124f984/t/59b5b954a9db0927a10e1b66/1505081782344/AllBrightrapporten_2017.pdf [Hämtad 21 november 2017]

Allbright (2013). Lika barn leka bäst [pdf] Tillgänglig online:
<https://static1.squarespace.com/static/5501a836e4b0472e6124f984/t/56376673e4b09838a5f37392/1446471283962/Lika+barn+leka+b%C3%A4st+2013.pdf> [Hämtad 30 november 2017]

Allbright [A] (2012). Allbrightrapporten 2012 [pdf] Tillgänglig online:
<https://static1.squarespace.com/static/5501a836e4b0472e6124f984/t/5632501ae4b000b8ae3b07ba/1446137882310/allbrightrapporten+2012.pdf> [Hämtad 21 november 2017]

Allbright [B] (2012). 7 anledningar till varför bolag bör bli mer jämställda, Tillgänglig online:
<http://www.allbright.se/nyheter/2015/11/26/7-anledningar-varfr-bolag-br-bli-jmstllda>
[Hämtad 13 december 2017]

Andersson, N. (2017). 10 år efter finanskrisen - en återblick! Blogginlägg tillgänglig på:
<https://blogg.avanza.se/avanza/10-ar-sedan-finanskrisen-en-aterblick/> [Hämtad 13 december 2017]

Andersson, K. (2008). 2008 - ett rekorduselt börsår, Svenska Dagbladet, 30 december, Tillgänglig online: <https://www.svd.se/2008--ett-rekorduselt-borsar> [Hämtad 13 december 2017]

Avanza (2016). Jämställda aktier har haft dubbelt så hög avkastning som börsen, Tillgänglig online:
<https://blogg.avanza.se/avanza/jamstallda-aktier-har-haft-dubbelt-sa-hog-avkastning-som-borsen/> [Hämtad 21 november 2017]

Barber, B.M. & Lyon, J.D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, [e-journal] vol. 43, no. 3, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 27 november 2017]

Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). Corporate Finance, upplaga 4, Essex: Pearson Education Limited

Brau, J.C., Couch, R.B. & Sutton, N.K. (2012). The Desire to Acquire and IPO Long-Run Underperformance. *Journal of Financials and Quantitative Analysis*, [e-journal] vol. 47, no. 3, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 25 november 2017]

Brooks, C. (2014). Introductory Econometrics For Finance, upplaga 3, Cambridge: Cambridge University Press

- Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, upplaga 2, Malmö: Liber
- Card, C. (2003). *The Cambridge Companion to Simone de Beauvoir*, Cambridge: Cambridge University Press
- Credit Suisse. (2014). *The CS Gender 3000: Women in Senior Management* [pdf] Tillgänglig online: <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=8128F3C0-99BC-22E6-838E2A5B1E4366DF> [Hämtad 12 december 2017]
- Desvaux, Georges. & Devillard, S. (2008). *Women Matter 2 - Female leadership, a competitive edge for the future* [pdf] Tillgänglig online: https://mckinseysociety.com/downloads/reports/Economic-Development/Women_matter_oct2008_english.pdf [Hämtad 18 december 2017]
- De Wet, J. (2014). *Earnings Per Share as a Measure of Financial Performance: Do we interpret it appropriately?*, GAA Accounting, 18 januari, Tillgänglig online: <http://www.gaaaccounting.com/earnings-per-share-as-a-measure-of-financial-performance-do-we-interpret-it-appropriately/> [Hämtad 4 januari 2018]
- Gompers, P.A. & Lerner, J. (2003). *The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence*. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 58, no. 4, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 27 november 2017]
- Grant Thornton (2015). *Women in Business: the value of diversity* [pdf] Tillgänglig online: http://www.granthornton.co.uk/globalassets/wib_value_of_diversity.pdf [Hämtad 21 november 2017]
- Gujarati, D.N. & Porter D.C. (2009). *Basic Econometrics*, upplaga 5, New York: McGraw Hill
- Henwood, D. (1998). *Wall Street: How It Works and for Whom* [pdf] Tillgänglig online: <http://www.wallstreetthebook.com/WallStreet.pdf> [Hämtad 4 januari 2018]
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2006). *Statistiskt Dataanalys*, upplaga 4, Lund: Studentlitteratur AB
- Levis, M. (1993). *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988*. *Financial Management*, [e-journal] vol. 22, no.1, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 26 november 2017]
- Lindkvist, H. (2017). *Därför tar kraften i #metoo över sociala medier*, Dagens Nyheter, 18 Oktober, Tillgänglig online: <https://www.dn.se/kultur-noje/darfor-tar-kraften-i-metoo-over-sociala-medier/> [Hämtad 14 december 2017]

Loughran, T. & Ritter, J.R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. L, no. 1, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 november 2017]

Loughran, T., Ritter, J.R. & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, [e-journal] vol. 2, no. 1, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 november 2017]

Mohen, N.J. & Chen, C.R. (2004). Are IPOs Priced Differently Based Upon Gender? *The Journal of Behavioral Finance*, [e-journal] vol. 5, no.1 Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 18 december 2017]

Nasdaq [A] (u.å). First North. Tillgänglig online: <http://www.nasdaqomxnordic.com/omoss/firstnorth> [Hämtad 26 november 2017]

Nasdaq [B] (u.å). Nasdaq First North Information. Tillgänglig online: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> [Hämtad 27 november 2017]

Nasdaq [C] (u.å). Industries, Segment and Indexes. Tillgänglig online: <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nordic-main-market/industries-segment-indexes/index.html> [Hämtad 27 november 2017]

Nasdaq [D] (u.å). Nasdaq Global Indexes. Tillgänglig online: <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXSGI> [Hämtad 27 november 2017]

Nasdaq [E] (u.å). Corporate Actions Stockholm- Changes to the List. Tillgänglig online: <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/corporate-actions/stockholm/changes-to-the-list> [Hämtad 13 december 2017]

Nasdaq [F] (u.å). First North Corporate Action. Tillgänglig online: http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/firstnorth/fncorporateactions [Hämtad 13 december 2017]

Nasdaq [G] (u.å). FN1000GI, First North Basic Materials GI, (SE0004385177). Tillgänglig online: http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0004385177 [Hämtad 14 december 2017]

Nationella Sekretariatet för Genusforskning. Könsskillnader i skolprestationer. Tillgänglig online: <https://www.genus.se/kunskap-om-genus/fordjupning-skola/skolprestationer/> [Hämtad 13 december 2017]

Noland, M., Moran, T. & Kotschwar, B. (2016). Is Gender Diversity Profitable? Evidence from a Global Survey, working paper series, WP 16-3, the Peterson Institute for International. Tillgänglig online: <https://piie.com/publications/wp/wp16-3.pdf> [Hämtad 21 november 2017]

SCB (2016). Kvinnor har lägre lön, inkomst och pension än män. Tillgänglig online: <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter->

amne/levnadsforhallanden/jamstalldhet/jamstalldhetsstatistik/pong/statistiknyhet/pa-tal-om-kvinnor-och-man-2016/ [Hämtad 30 november 2017]

SCB (u.å). Konsumentprisindex (1980=100), fastställda tal. Tillgänglig online: <http://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/priser-och-konsumtion/konsumentprisindex/konsumentprisindex-kpi/pong/tabell-och-diagram/konsumentprisindex-kpi/kpi-faststallda-tal-1980100/> [Hämtad 19 december 2017]

Quintana-García, C. & Benavides-Velasco, C.A. (2016). Gender Diversity in Top Management Teams and Innovation Capabilities: The Initial Public Offerings of Biotechnology Firms. *Long Range Planning*, [e-journal] vol. 49, no. 4, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 22 november 2017]

Ritter, J.R. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, [e-journal] vol. 2, no. 1, ss. 5-30. Tillgänglig via: <http://www.finance2008.nccu.edu.tw/finance/mem/fnymchiang/CHENGDU/rittipo1.pdf> [Hämtad 26 november 2017]

Ritter, J.R. (1984). The "Hot Issue" Market of 1980. *Journal of Business*, [e-journal] vol. 57, no. 2, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 5 januari 2018]

Ritter, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. XLVI, no. 1, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 november 2017]

Ritter, J.R & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. LVII, no. 4, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 november 2017]

Su, C. & Bengassa, K. (2011). The impact of underwriter reputation on initial returns and long-run performance of Chinese IPOs. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, [e-journal] vol. 21, no. 5, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 11 december 2017]

UMO (u.å). Jämställdhet. Tillgänglig online: <http://www.umo.se/Jag/Jamstalldhet/> [Hämtad 14 december 2017]

Wahlgren, L. (2012). SPSS steg för steg, upplaga 3, Lund: Studentlitteratur AB

Welbourne, T.M., Cycyota, C.S. & Ferrante, C.J. (2007). Wall Street Reaction to Women in IPOs: An Examination of Gender Diversity in Top Management Teams. *Group & Organization Management*, [e-journal] vol. 32, no. 5, Tillgänglig via: LUSEM Library website <http://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 november 2017]

BILAGOR

BILAGA 1 – SAMMANSTÄLLNING AV FÖRETAG

FÖRETAG	ÅR	BRANSCH	HANDELSPLATS	BHAR	EPS	TOBIN'S Q	KVINNA PROCENT
Tilgin	2006	Technology	Stockholmsbörsen	-45,16%	57,14%	4,59	0%
RusForest	2006	Basic Materials	First North	-37,15%	-64,51%	0,03	50%
Diös Fastigheter	2006	Financials	Stockholmsbörsen	9,29%	-63,83%	1,14	25%
Melker Schörling	2006	Financials	First North	-22,73%	145,97%	0,84	0%
PV Enterprise	2006	Utilities	First North	29,51%	-246,72%	2,89	0%
NetJobs	2006	Industrials	First North	-85,53%	-111,22%	11,88	0%
Insplanet	2006	Financials	First North	-7,29%	53,41%	5,52	0%
BE Group	2006	Basic Materials	Stockholmsbörsen	-2,87%	-165,79%	0,51	14%
Swedol	2006	Consumer Services	First North	5,03%	40,79%	11,63	0%
Swedish Orphan Biovitrum	2006	Health Care	Stockholmsbörsen	-29,10%	-65,59%	7,37	33%
Gant	2006	Consumer Services	Stockholmsbörsen	66,03%	-4,21%	8,04	29%
Electra Gruppen	2006	Consumer Services	First North	-24,99%	-17,25%	1,40	20%
Modern Ekonomi	2006	Industrials	First North	-47,60%	-530,00%	0,05	0%
Nordic Mines	2006	Basic Materials	First North	62,67%	-150,00%	0,38	0%
KappAhl	2006	Consumer Services	Stockholmsbörsen	-13,71%	25,75%	5,24	71%
Allenex	2006	Health Care	Stockholmsbörsen	-36,01%	126,74%	2,95	0%
Lindab International	2006	Industrials	Stockholmsbörsen	-32,30%	-92,85%	3,95	0%
Rezidor Hotel	2006	Consumer Services	Stockholmsbörsen	-73,32%	-110,00%	5,25	20%
Nordic Leisure	2006	Consumer Services	First North	13,86%	93,40%	104,84	0%
Mälärvärme	2006	Industrials	First North	-52,42%	-219,48%	4,17	0%
NAXS	2007	Financials	First North	-9,83%	-80,87%	1,02	0%
AllTele	2007	Telecom	First North	223,59%	157,14%	6,35	25%
Nordic Flanges	2007	Financials	First North	-81,99%	-112,75%	4,56	0%
Misen Energy	2007	Oil & Gas	First North	-82,77%	-500,00%	0,03	33%
HMS Industrial Networks	2007	Technology	Stockholmsbörsen	53,21%	103,77%	17,37	0%
Systemair	2007	Industrials	Stockholmsbörsen	18,32%	11,94%	5,11	0%
CybAero	2007	Industrials	First North	-75,63%	100,40%	0,17	0%
Agellis	2007	Industrials	First North	-106,76%	100,06%	4,55	0%
Dannemora Mineral	2007	Basic Materials	First North	31,61%	-62,50%	4,00	0%
West International	2007	Industrials	First North	-58,63%	102,33%	3,02	25%
Diadrom	2007	Technology	First North	-37,62%	-10,34%	4,03	17%
Odd Molly	2007	Consumer Goods	First North	117,57%	163,60%	5,10	80%
DIBS Payment Services	2007	Industrials	First North	80,97%	49,78%	4,48	0%
Hansa Medical	2007	Health Care	First North	-53,01%	-101,65%	1,33	67%
Avega	2007	Technology	First North	29,23%	-13,81%	10,78	14%
House of Friends	2007	Consumer Services	First North	42,85%	36,78%	2,34	17%
SJR in Scandinavia	2007	Industrials	First North	-53,05%	45,25%	11,53	38%
Duni	2007	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	22,77%	176,27%	1,66	0%
New Nordic Healthbrands	2007	Consumer Services	First North	-65,38%	120,26%	12,99	23%
Nederman	2007	Industrials	Stockholmsbörsen	-0,30%	-71,96%	2,26	0%
Online Brands Nordic	2007	Consumer Services	First North	-61,38%	108,04%	1,01	60%
Endomines	2007	Basic Materials	First North	30,30%	-162,79%	0,07	0%
eWork	2008	Industrials	First North	-38,34%	40,11%	7,17	33%
WeSC	2008	Consumer Services	First North	44,83%	-168,17%	4,23	20%
DGC One	2008	Telecom	Stockholmsbörsen	81,12%	45,53%	2,84	0%
World Class Seagull	2008	Consumer Services	First North	-103,60%	20,00%	3,82	0%
Trygga Hem Skandinavien	2008	Technology	First North	60,38%	0,00%	4,76	0%
Agrokultura	2009	Consumer Goods	First North	-82,84%	84,89%	0,47	17%
Eolus Vind	2009	Oil & Gas	First North	-46,78%	-57,39%	1,77	0%

FÖRETAG	ÅR	BRANSCH	HANDELSPLATS	BHAR	EPS	TOBIN'S Q	KVINNA PROCENT
Scandbook	2010	Consumer Services	First North	-115,68%	-18,00%	1,82	0%
Pallas	2010	Industrials	First North	-116,76%	-62,50%	2,70	0%
Arise	2010	Utilities	Stockholmsbörsen	0,16%	219,44%	1,41	50%
Isconova	2010	Health Care	First North	-94,39%	22,52%	2,85	0%
MQ	2010	Consumer Services	Stockholmsbörsen	-58,47%	-37,41%	1,43	0%
ByggMax	2010	Consumer Services	Stockholmsbörsen	-27,89%	50,00%	3,73	20%
Karolinska De	2011	Health Care	Stockholmsbörsen	-80,00%	4,21%	1,03	0%
ZetaDisplay	2011	Technology	First North	-86,09%	60,00%	3,77	0%
Kancera	2011	Health Care	First North	-85,26%	86,67%	6,14	0%
Bulten	2011	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	41,51%	26,94%	1,00	33%
Mackmyra Sv	2011	Consumer Goods	First North	-158,84%	-323,40%	3,09	50%
Moberg Pharn	2011	Health Care	Stockholmsbörsen	-25,55%	215,85%	3,43	29%
Boule Diagno:	2011	Health Care	Stockholmsbörsen	-47,51%	159,68%	1,20	0%
Transmode	2011	Telecom	Stockholmsbörsen	56,20%	-47,89%	2,72	0%
ALM Equity	2012	Financials	First North	237,65%	196,08%	0,82	33%
Avtech Swede	2012	Technology	First North	-12,52%	63,51%	14,29	0%
Sportamore	2012	Consumer Services	First North	-52,20%	-99,55%	2,87	29%
Irisity	2013	Technology	First North	-62,31%	-236,84%	4,28	0%
Clemondo	2013	Basic Materials	First North	-134,87%	180,00%	3,47	0%
Nexam Chemi	2013	Basic Materials	First North	37,42%	35,71%	25,28	0%
Platzer Fastigl	2013	Financials	Stockholmsbörsen	39,49%	28,80%	1,01	33%
Immunicum	2013	Health Care	First North	264,84%	-184,00%	4,94	0%
Kentima	2013	Technology	First North	-94,40%	61,11%	3,71	25%
Hemfosa Fasti	2014	Financials	Stockholmsbörsen	35,01%	110,22%	1,46	43%
Oscar Properti	2014	Financials	First North	66,34%	610,66%	1,56	14%
D Carnegie &	2014	Financials	First North	63,15%	404,58%	0,22	14%
Besqab	2014	Financials	Stockholmsbörsen	84,19%	319,30%	1,66	38%
Christian Berr	2014	Industrials	First North	81,23%	84,78%	2,99	20%
Advenica	2014	Technology	First North	38,18%	-193,51%	1,68	14%
Lifco	2014	Industrials	Stockholmsbörsen	148,73%	81,69%	1,14	33%
Inwido	2014	Industrials	Stockholmsbörsen	-8,71%	124,68%	1,41	22%
Hanza	2014	Industrials	First North	-131,31%	109,25%	1,62	17%
Scandinavian	2014	Industrials	First North	-164,51%	64,04%	6,41	17%
Bufab	2014	Industrials	Stockholmsbörsen	24,29%	50,68%	1,53	25%
Com Hem	2014	Telecom	Stockholmsbörsen	96,40%	133,13%	1,66	29%
Arcoma	2014	Health Care	First North	-60,30%	-376,92%	2,44	20%
Sprint Bioscie	2014	Health Care	First North	10,93%	133,19%	4,82	50%
Bactiguard	2014	Health Care	Stockholmsbörsen	-80,11%	92,37%	2,44	25%
ScandiDos	2014	Health Care	First North	-108,23%	-44,12%	6,30	20%
Thule	2014	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	95,23%	573,01%	2,36	0%
Absolent	2014	Industrials	First North	-26,50%	197,91%	6,40	0%
Papilly	2014	Technology	First North	-47,34%	-111,11%	9,25	0%
Scandi Standa	2014	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	-44,98%	79,41%	2,71	0%
Phone Family	2014	Consumer Services	First North	-124,16%	50,00%	8,22	0%
Gränges	2014	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	39,31%	86,42%	0,71	13%
Recipharm	2014	Health Care	Stockholmsbörsen	11,12%	-64,41%	1,60	0%
Heliospectra	2014	Industrials	First North	-117,57%	41,50%	8,16	0%
Clavister	2014	Technology	First North	101,20%	10,50%	4,09	0%

FÖRETAG	ÅR	BRANSCH	HANDELSPLATS	FÖRSTADAGSAVKASTNING	STORLEK PÅ UTGÅVAN*	ANTAL IPO	ÅLDER
Tilgin	2006	Technology	Stockholmsbörsen	-12,00%	85 000 kr	22**	9
RusForest	2006	Basic Materials	First North	7,00%	441 000 kr	22**	1
Diös Fastigheter	2006	Financials	Stockholmsbörsen	-7,74%	258 335 kr	22**	85
Melker Schörling	2006	Financials	First North	5,16%	679 821 kr	22**	19
PV Enterprise	2006	Utilities	First North	50,00%	22 000 kr	22**	4
NetJobs	2006	Industrials	First North	30,00%	72 000 kr	22**	2
Insplanet	2006	Financials	First North	1,25%	17 760 kr	22**	7
BE Group	2006	Basic Materials	Stockholmsbörsen	4,84%	1 550 000 kr	22**	121
Swedol	2006	Consumer Services	First North	10,50%	159 400 kr	22**	43
Swedish Orphan Biovitrum	2006	Health Care	Stockholmsbörsen	11,50%	770 000 kr	22**	5
Gant	2006	Consumer Services	Stockholmsbörsen	37,23%	1 367 700 kr	22**	57
Electra Gruppen	2006	Consumer Services	First North	14,00%	30 000 kr	22**	57
Modern Ekonomi	2006	Industrials	First North	-5,56%	14 040 kr	22**	11
Nordic Mines	2006	Basic Materials	First North	2,00%	125 000 kr	22**	1
KappAhl	2006	Consumer Services	Stockholmsbörsen	4,91%	1 820 000 kr	22**	53
Allenex	2006	Health Care	Stockholmsbörsen	-0,71%	210 000 kr	22**	8
Lindab International	2006	Industrials	Stockholmsbörsen	2,50%	4 328 930 kr	22**	50
Rezidor Hotel	2006	Consumer Services	Stockholmsbörsen	0,00%	4 408 756 kr	22**	46
Nordic Leisure	2006	Consumer Services	First North	-21,54%	15 015 kr	22**	4
Mälarvärme	2006	Industrials	First North	78,00%	25 000 kr	22**	3
NAXS	2006	Financials	First North	-0,75%	600 000 kr	23***	0
AllTele	2007	Telecom	First North	-69,74%	9 500 kr	23***	5
Nordic Flanges	2007	Financials	First North	0,44%	100 000 kr	23***	37
Misen Energy	2007	Oil & Gas	First North	1,25%	100 800 kr	23***	3
HMS Industrial Networks	2007	Technology	Stockholmsbörsen	-1,35%	528 371 kr	23***	19
Systemair	2007	Industrials	Stockholmsbörsen	0,00%	1 606 800 kr	23***	33
Cybaero	2007	Industrials	First North	-27,14%	22 800 kr	23***	4
Agellis	2007	Industrials	First North	-37,33%	15 000 kr	23***	5
Dannemora Mineral	2007	Basic Materials	First North	4,92%	854 000 kr	23***	2
West International	2007	Industrials	First North	-1,43%	15 470 kr	23***	19
Diadrom	2007	Technology	First North	119,31%	15 805 kr	23***	8
Odd Molly	2007	Consumer Goods	First North	50,00%	30 000 kr	23***	5
DIBS Payment Services	2007	Industrials	First North	13,61%	26 629 kr	23***	9
Hansa Medical	2007	Health Care	First North	10,00%	38 000 kr	23***	6
Avega	2007	Technology	First North	7,78%	73 343 kr	23***	7
House of Friends	2007	Consumer Services	First North	-10,00%	95 450 kr	23***	8
SJR in Scandinavia	2007	Industrials	First North	19,41%	37 400 kr	23***	14
Duni	2007	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	0,00%	1 410 000 kr	23***	58
New Nordic Healthbrands	2007	Consumer Services	First North	-2,68%	30 016 kr	23***	17
Nederman	2007	Industrials	Stockholmsbörsen	9,77%	708 336 kr	23***	63
Online Brands Nordic	2007	Consumer Services	First North	-2,00%	17 400 kr	23***	33
Endomines	2007	Basic Materials	First North	-2,31%	86 775 kr	23***	2
eWork	2008	Industrials	First North	16,58%	49 400 kr	5	8
WeSC	2008	Consumer Services	First North	4,76%	60 000 kr	5	9
DGC One	2008	Telecom	Stockholmsbörsen	12,12%	49 500 kr	5	21
World Class Seagull	2008	Consumer Services	First North	-1,82%	29 997 kr	5	25
Trygga Hem Skandinavien	2008	Technology	First North	-1,90%	13 825 kr	5	8
Agrokultura	2009	Consumer Goods	First North	100,00%	235 046 kr	2	3
Eolus Vind	2009	Oil & Gas	First North	7,14%	158 501 kr	2	19

FÖRETAG	ÅR	BRANSCH	HANDELSPLATS	FÖRSTADAGSAVKASTNING	STORLEK PÅ UTGÅVAN*	ANTAL IPO	ÅLDER
Scandbook	2010	Consumer Services	First North	-2,59%	95 744 kr	6	20
Pallas	2010	Industrials	First North	10,00%	25 000 kr	6	10
Arise	2010	Utilities	Stockholmsbörsen	-2,27%	550 000 kr	6	4
Isconova	2010	Health Care	First North	-8,62%	80 000 kr	6	11
MQ	2010	Consumer Services	Stockholmsbörsen	-0,62%	529 362 kr	6	53
ByggMax	2010	Consumer Services	Stockholmsbörsen	5,43%	1 329 391 kr	6	17
Karolinska De	2011	Health Care	Stockholmsbörsen	0,00%	608 000 kr	8	8
ZetaDisplay	2011	Technology	First North	0,50%	25 000 kr	8	8
Kancera	2011	Health Care	First North	-0,71%	25 200 kr	8	1
Bulten	2011	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	0,00%	600 000 kr	8	138
Mackmyra Sv	2011	Consumer Goods	First North	-13,10%	54 676 kr	8	12
Moberg Pharn	2011	Health Care	Stockholmsbörsen	-1,03%	73 965 kr	8	5
Boule Diagno:	2011	Health Care	Stockholmsbörsen	0,00%	60 926 kr	8	15
Transmode	2011	Telecom	Stockholmsbörsen	2,83%	403 421 kr	8	11
ALM Equity	2012	Financials	First North	17,00%	1 800 kr	3	6
Avtech Swede	2012	Technology	First North	16,67%	15 000 kr	3	24
Sportamore	2012	Consumer Services	First North	-32,35%	62 500 kr	3	3
Irisity	2013	Technology	First North	72,73%	21 450 kr	6	7
Clemondo	2013	Basic Materials	First North	-13,33%	14 600 kr	6	4
Nexam Chemi	2013	Basic Materials	First North	-67,56%	67 500 kr	6	4
Platzer Fastigl	2013	Financials	Stockholmsbörsen	5,28%	670 450 kr	6	44
Immunicum	2013	Health Care	First North	6,25%	21 400 kr	6	11
Kentima	2013	Technology	First North	6,15%	10 600 kr	6	19
Hemfosa Fasti	2014	Financials	Stockholmsbörsen	4,84%	3 209 326 kr	25	5
Oscar Properti	2014	Financials	First North	13,00%	330 000 kr	25	10
D Carnegie &	2014	Financials	First North	15,38%	690 000 kr	25	211
Besqab	2014	Financials	Stockholmsbörsen	15,75%	369 846 kr	25	25
Christian Berr	2014	Industrials	First North	-7,27%	41 300 kr	25	117
Advenica	2014	Technology	First North	-19,74%	45 000 kr	25	21
Lifco	2014	Industrials	Stockholmsbörsen	32,26%	3 832 446 kr	25	68
Inwido	2014	Industrials	Stockholmsbörsen	-5,00%	2 946 476 kr	25	10
Hanza	2014	Industrials	First North	-6,90%	21 982 kr	25	6
Scandinavian	2014	Industrials	First North	-8,50%	32 163 kr	25	13
Bufab	2014	Industrials	Stockholmsbörsen	6,52%	1 753 000 kr	25	37
Com Hem	2014	Telecom	Stockholmsbörsen	9,57%	7 700 000 kr	25	31
Arcoma	2014	Health Care	First North	-1,44%	13 910 kr	25	24
Sprint Bioscie	2014	Health Care	First North	6,67%	22 500 kr	25	5
Bactiguard	2014	Health Care	Stockholmsbörsen	-17,11%	648 100 kr	25	9
ScandiDos	2014	Health Care	First North	12,41%	21 750 kr	25	12
Thule	2014	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	11,43%	70 000 000 kr	25	72
Absolent	2014	Industrials	First North	15,73%	23 000 kr	25	21
Papilly	2014	Technology	First North	-58,52%	67 500 kr	25	2
Scandi Standa	2014	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	17,50%	2 600 000 kr	25	64
Phone Family	2014	Consumer Services	First North	-21,67%	97 kr	25	4
Gränges	2014	Consumer Goods	Stockholmsbörsen	2,35%	3 200 000 kr	25	118
Recipharm	2014	Health Care	Stockholmsbörsen	9,94%	814 557 kr	25	19
Heliospectra	2014	Industrials	First North	1,88%	41 000 kr	25	8
Clavister	2014	Technology	First North	13,53%	34 000 kr	25	17

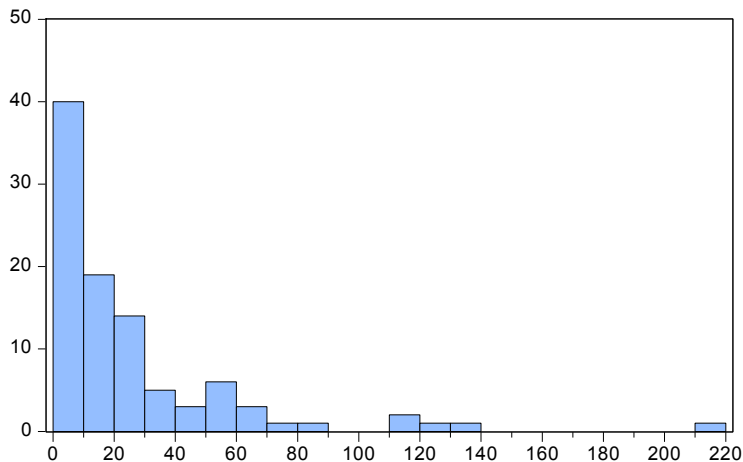
* Tusental kronor

**Bortfall Unlimited Travel Group UTG

*** Bortfall Seamless Distribution och SeaNet Maritime Communications

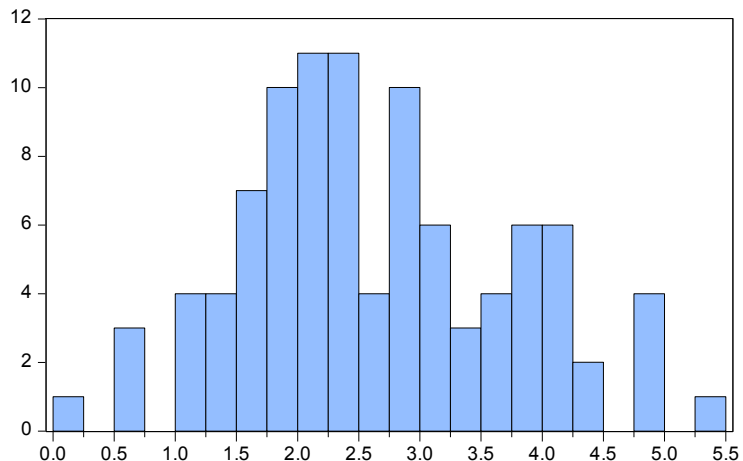
BILAGA 2 – ÅLDER

OLAGRITMERAD



Series: ALDER	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	25.74227
Median	12.00000
Maximum	212.0000
Minimum	1.000000
Std. Dev.	34.08729
Skewness	2.838552
Kurtosis	12.79571
Jarque-Bera	518.0832
Probability	0.000000

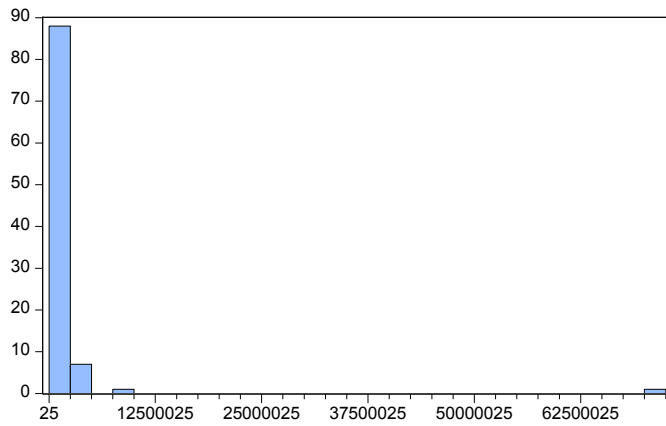
LOGARITMERAD



Series: LOGALDER	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	2.642181
Median	2.484907
Maximum	5.356586
Minimum	0.000000
Std. Dev.	1.089362
Skewness	0.253215
Kurtosis	2.615565
Jarque-Bera	1.633890
Probability	0.441779

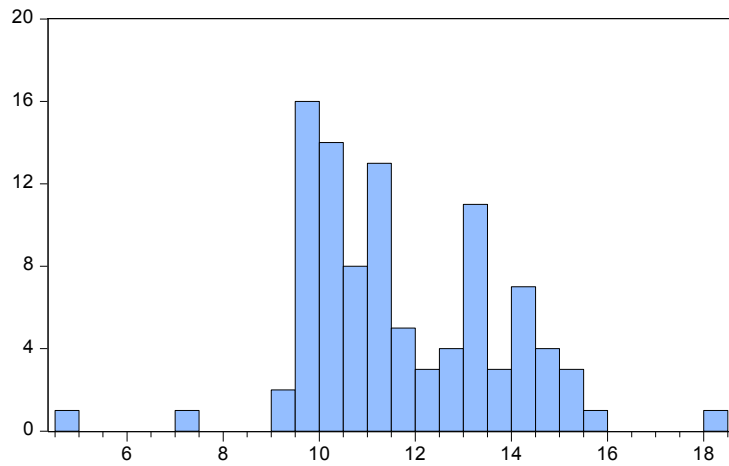
BILAGA 3 – STORLEK PÅ UTGÅVAN

OLOGARITMERAD



Series: STORLEK_PA_UTGAVAN
Sample 1 97
Observations 97
Mean 1311566.
Median 73343.00
Maximum 70000000
Minimum 97.00000
Std. Dev. 7148340.
Skewness 9.296299
Kurtosis 89.73948
Jarque-Bera 31805.58
Probability 0.000000

LOGARITMERAD



Series: LOGSTORLEK
Sample 1 97
Observations 97
Mean 11.69416
Median 11.20290
Maximum 18.06401
Minimum 4.574711
Std. Dev. 2.079791
Skewness 0.171341
Kurtosis 3.693017
Jarque-Bera 2.415722
Probability 0.298836

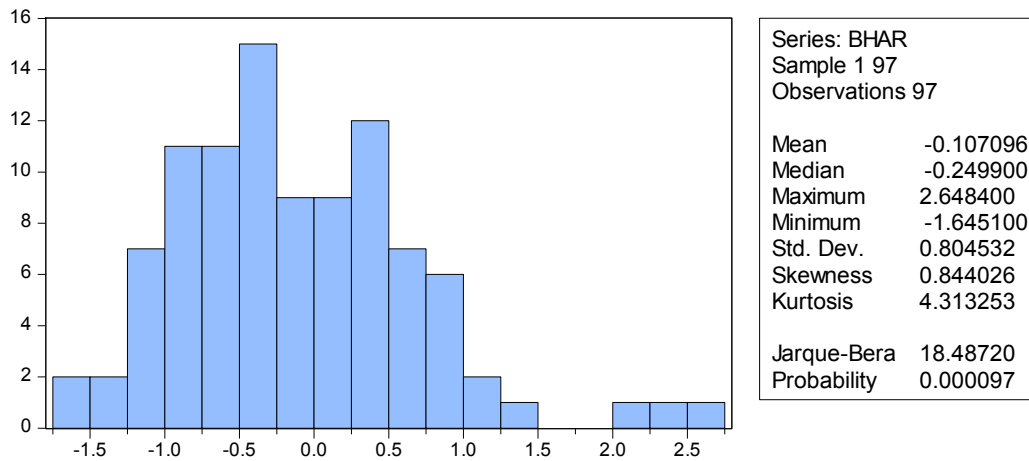
BILAGA 4 - KORRELATIONSMATRIS

Kolumn1	KVINNA %	LOG STORLEK	HANDELS PLATS	FÖRSTADAGS AVKASTNING	ANTAL IPO	LOG ÅLDER	TECHNO LOGY	BASIC MATERIALS	FINANCI ALS	UTILITIES	INDUST RIALS	CONSUMER SERVICES	HEALTH CARE	OIL & GAS	CONSUMER GOODS
KVINNA %	1,000	0,082	0,090	0,093	0,095	0,049	-0,183	-0,086	0,063	0,078	-0,112	0,105	0,055	0,012	0,148
LOG STORLEK	0,082	1,000	0,730	0,069	0,179	0,424	-0,214	0,066	0,106	-0,006	-0,056	-0,056	-0,055	0,004	0,277
HANDELSPLATS	0,090	0,730	1,000	-0,006	0,051	0,463	-0,145	-0,121	0,010	0,045	-0,071	-0,035	0,129	-0,107	0,173
FÖRSTADAGSAV				1,000											
KASTNING	0,093	0,069	-0,006	1,000	-0,032	0,055	0,102	-0,152	0,020	0,106	0,034	-0,104	-0,004	0,187	0,187
ANTAL IPO	0,095	0,179	0,051	-0,032	1,000	0,107	-0,075	0,002	0,087	-0,080	0,246	-0,116	-0,053	-0,097	-0,019
LOG ÅLDER	0,049	0,424	0,463	0,055	0,107	1,000	-0,068	-0,253	0,080	-0,138	0,047	0,158	-0,156	-0,060	0,237
TECHNOLOGY	-0,183	-0,214	-0,145	0,102	-0,075	-0,068	1,000	-0,105	-0,134	-0,055	-0,198	-0,167	-0,154	-0,055	-0,113
BASIC	-0,086	0,055	-0,121	-0,152	0,002	-0,253	-0,105	1,000	-0,100	-0,040	-0,147	-0,124	-0,115	-0,041	-0,084
FINANCIALS	0,063	0,106	0,010	0,020	0,087	0,080	-0,134	-0,100	1,000	-0,052	-0,188	-0,159	-0,147	-0,052	-0,107
UTILITIES	0,078	-0,006	0,045	0,106	-0,081	-0,138	-0,055	-0,040	-0,052	1,000	-0,076	-0,064	-0,060	-0,021	-0,044
INDUSTRIALS	-0,112	-0,056	-0,071	0,034	0,246	0,047	-0,198	-0,147	-0,187	-0,076	1,000	-0,234	-0,216	-0,076	0,158
CONSUMER	0,105	-0,056	-0,035	-0,104	-0,116	0,158	-0,167	-0,124	-0,159	-0,064	-0,234	1,000	-0,183	-0,064	-0,133
HEALTH CARE	0,055	-0,055	0,129	-0,047	-0,053	-0,156	-0,154	-0,115	-0,147	-0,060	-0,216	-0,183	1,000	-0,060	-0,123
OIL & GAS	0,012	0,004	-0,107	-0,004	-0,097	-0,060	-0,055	-0,041	-0,052	-0,021	-0,076	-0,064	-0,060	1,000	-0,044
CONSUMER	0,148	0,277	0,173	0,187	-0,019	0,237	-0,113	-0,084	-0,107	-0,044	-0,158	-0,133	-0,123	-0,044	1,000

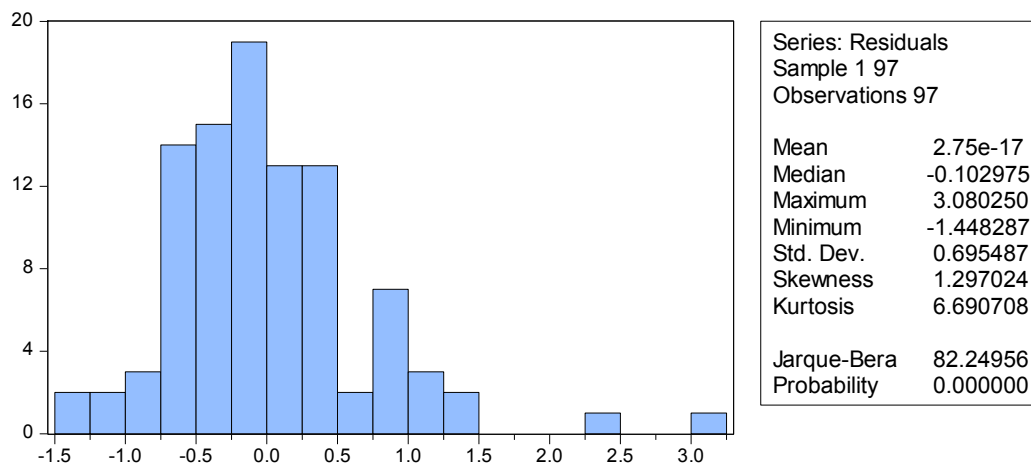
BILAGA 5 – VARIANCE INFLATION FACTORS (VIF)

Variabel	VIF
KVINNA PROCENT	1,129694
LOG(ALDER)	1,630588
ANTAL IPO	1,189964
FORSTDAGSAVKASTNING	1,143253
HANDELSPLATS	2,926884
LOG(STORLEK PA UTGAVA)	2,856602
TECHNOLOGY	3,829846
BASIC MATERIALS	2,856680
FINANCIALS	3,608231
UTILITIES	1,543045
INDUSTRIALS	5,384000
CONSUMER SERVICES	4,481401
HEALTH CARE	3,943472
OIL & GAS	1,588642
CONSUMER GOODS	3,106531

BILAGA 6 – JARQUE-BERA BHAR

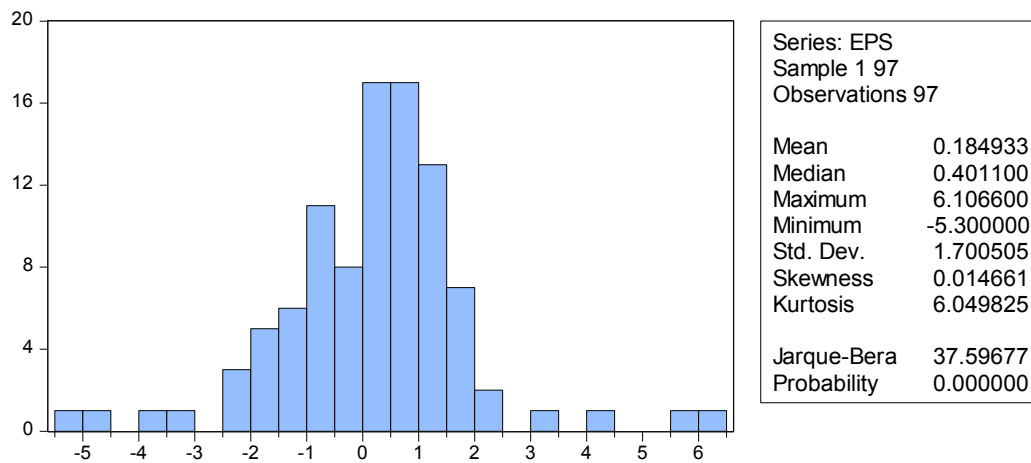


BILAGA 7 – JARQUE-BERA RESIDUALER BHAR



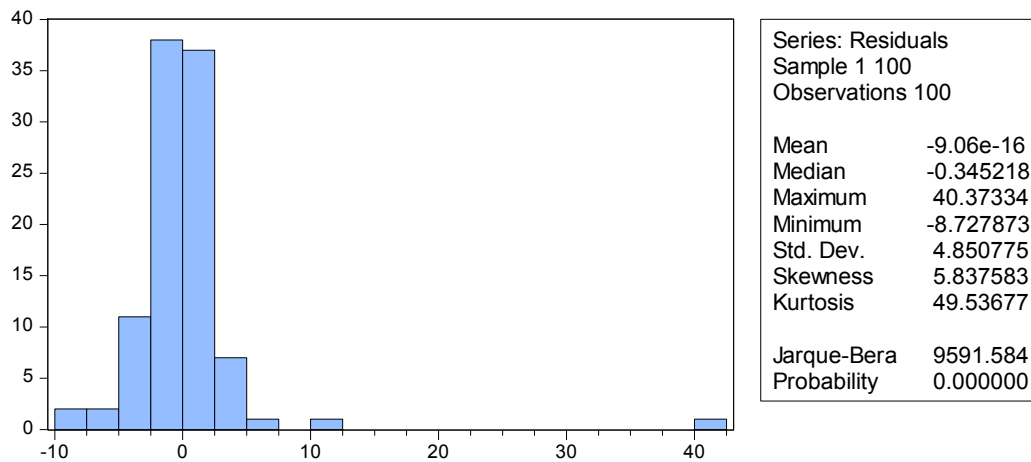
BILAGA 8 – JARQUE-BERA EPS

UTAN EXTREMA UTELLIGGARE

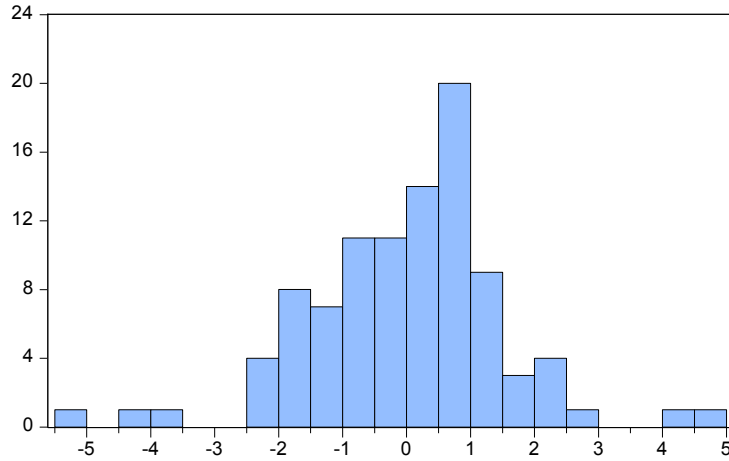


BILAGA 9 – JARQUE-BERA RESIDUALER EPS

MED EXTREMA UTELLIGGARE

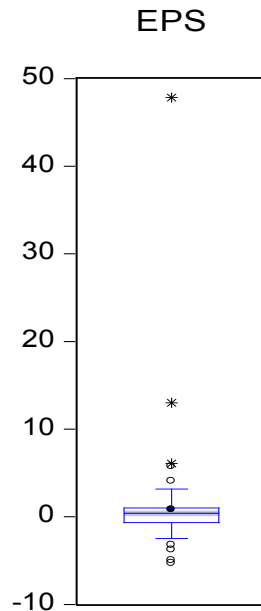


UTAN EXTREMA UTELLIGGARE



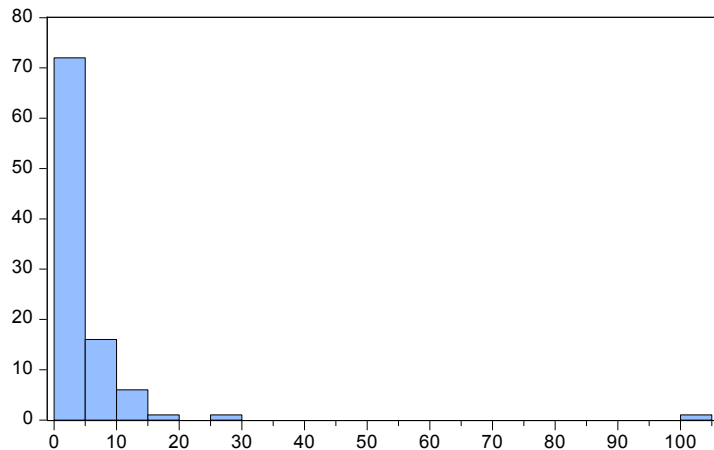
Series: Residuals	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	5.44e-16
Median	0.185862
Maximum	4.759925
Minimum	-5.193847
Std. Dev.	1.515390
Skewness	-0.271006
Kurtosis	4.950529
Jarque-Bera	16.56413
Probability	0.000253

BILAGA 10 – BOXPLOT EPS



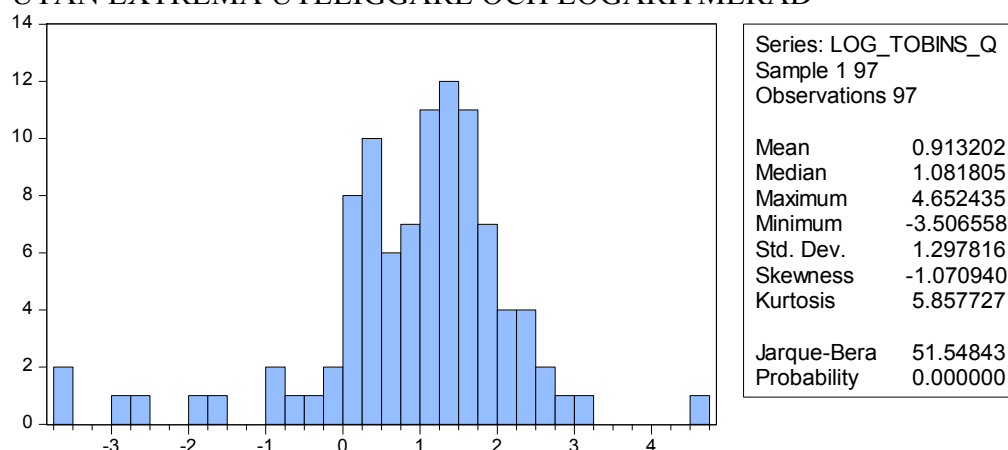
BILAGA 11 – JARQUE-BERA TOBIN'S Q

UTAN EXTREMA UTELLIGGARE OCH OLAGARITMERAD



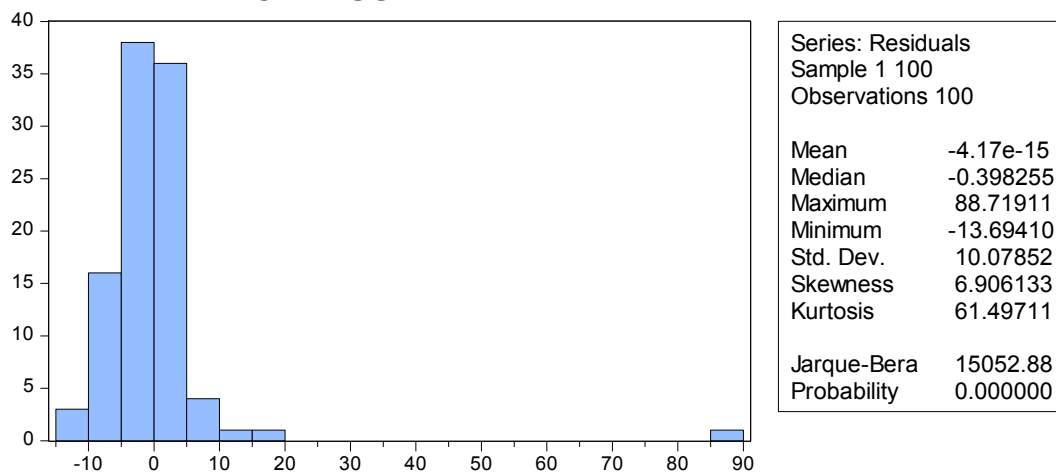
Series: TOBINS_Q	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	5.065155
Median	2.950000
Maximum	104.8400
Minimum	0.030000
Std. Dev.	10.98828
Skewness	7.917361
Kurtosis	71.70598
Jarque-Bera	20092.14
Probability	0.000000

UTAN EXTREMA UTELLIGGARE OCH LOGARITMERAD

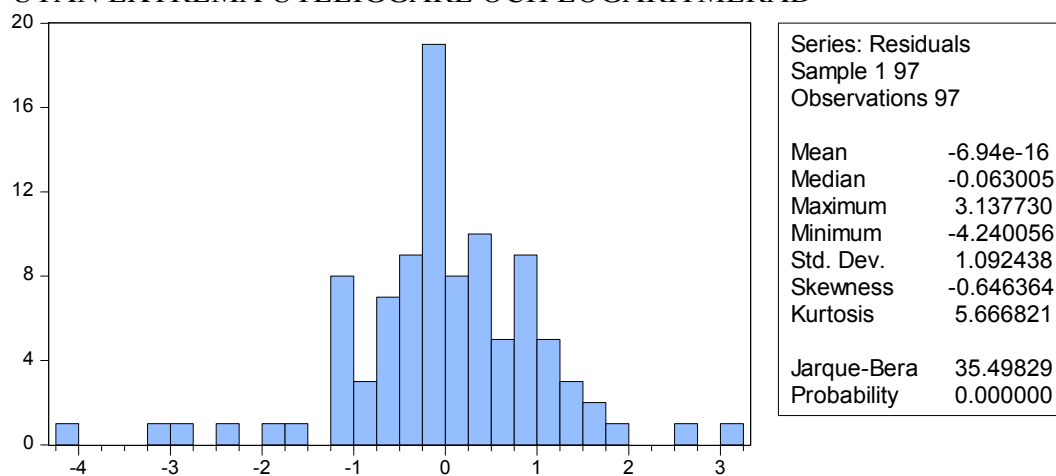


BILAGA 12 – JARQUE-BERA RESIDUALER TOBIN'S Q

MED EXTREMA UTELLIGGARE

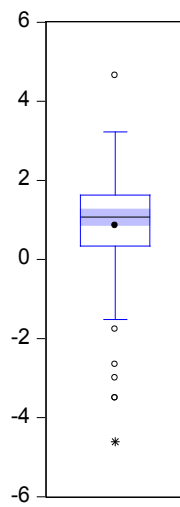


UTAN EXTREMA UTELLIGGARE OCH LOGARITMERAD



BILAGA 13 – BOXPLOT TOBIN'S Q

LOG_TOBINS_Q



BILAGA 14 – REGRESSION BHAR

Dependent Variable: BHAR				
Method: Least Squares				
Date: 12/13/17 Time: 14:37				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.340379	0.732952	0.464395	0.6436
KVINNA_PROCENT	0.394954	0.437564	0.902619	0.3694
LOG(ALDER)	0.117971	0.090583	1.302355	0.1965
LOG(STORLEK)	0.028101	0.062799	0.447481	0.6557
FORSTADAGSAVKASTNING	0.124100	0.317593	0.390751	0.6970
HANDELSPLATS	-0.019737	0.275652	-0.071601	0.9431
ANTAL_IPO	0.006756	0.009430	0.716398	0.4758
TECHNOLOGY	-1.167666	0.456939	-2.555407	0.0125
BASIC MATERIALS	-1.051496	0.502144	-2.094012	0.0394
FINANCIALS	-0.872419	0.460542	-1.894329	0.0618
UTILITIES	-0.927921	0.672017	-1.380799	0.1711
INDUSTRIALS	-1.557382	0.433116	-3.595765	0.0006
CONSUMER SERVICES	-1.549299	0.438503	-3.533157	0.0007
HEALTH CARE	-1.407379	0.434414	-3.239714	0.0017
OIL & GAS	-1.741670	0.681874	-2.554240	0.0125
CONSUMER GOODS	-1.338425	0.492568	-2.717242	0.0080
R-squared	0.252706	Mean dependent var		-0.107096
Adjusted R-squared	0.114318	S.D. dependent var		0.804532
S.E. of regression	0.757150	Akaike info criterion		2.431125
Sum squared resid	46.43539	Schwarz criterion		2.855819
Log likelihood	-101.9096	Hannan-Quinn criter.		2.602851
F-statistic	1.826068	Durbin-Watson stat		2.231929
Prob(F-statistic)	0.044679			

BILAGA 15 – WHITE’S MODIFIERADE STANDARDFEL BHAR

Dependent Variable: BHAR				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/18 Time: 17:42				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.340379	0.892438	0.381404	0.7039
KVINNA_PROCENT	0.394954	0.440911	0.895767	0.3730
LOG(ALDER)	0.117971	0.074912	1.574804	0.1192
LOG(STORLEK_PA_UTGAVA N)	0.028101	0.069305	0.405472	0.6862
FORSTADAGSAVKASTNING	0.124100	0.278347	0.445845	0.6569
HANDELSPLATS	-0.019737	0.271652	-0.072655	0.9423
ANTAL_IPO	0.006756	0.010362	0.651968	0.5163
TECHNOLOGY	-1.167666	0.444859	-2.624802	0.0104
BASIC MATERIALS	-1.051496	0.528092	-1.991123	0.0498
FINANCIALS	-0.872419	0.524419	-1.663592	0.1001
UTILITIES	-0.927921	0.420512	-2.206645	0.0302
INDUSTRIALS	-1.557382	0.441090	-3.530757	0.0007
CONSUMER SERVICES	-1.549299	0.442400	-3.502031	0.0008
HEALTH CARE	-1.407379	0.480779	-2.927288	0.0044
OIL & GAS	-1.741670	0.470325	-3.703119	0.0004
CONSUMER GOODS	-1.338425	0.498764	-2.683483	0.0088
R-squared	0.252706	Mean dependent var		-0.107096
Adjusted R-squared	0.114318	S.D. dependent var		0.804532
S.E. of regression	0.757150	Akaike info criterion		2.431125
Sum squared resid	46.43539	Schwarz criterion		2.855819
Log likelihood	-101.9096	Hannan-Quinn criter.		2.602851
F-statistic	1.826068	Durbin-Watson stat		2.231929
Prob(F-statistic)	0.044679	Wald F-statistic		3.349743
Prob(Wald F-statistic)	0.000221			

BILAGA 16 – WHITE-TEST BHAR

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.806051	Prob. F(15,81)	0.6678	
Obs*R-squared	12.59850	Prob. Chi-Square(15)	0.6333	
Scaled explained SS	24.99664	Prob. Chi-Square(15)	0.0500	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/13/17 Time: 14:38				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.448513	0.746300	1.940926	0.0557
KVINNA_PROCENT^2	0.373522	1.160158	0.321958	0.7483
LOG(ALDER)^2	0.016297	0.024975	0.652546	0.5159
LOG(STORLEK)^2	-0.002374	0.004228	-0.561516	0.5760
FORSTADAGSAVKASTNING^2	-0.283906	0.646813	-0.438932	0.6619
HANDELSPLATS^2	-0.501287	0.433276	-1.156967	0.2507
ANTAL_IPO^2	-0.000739	0.000456	-1.622314	0.1086
TECHNOLOGY^2	-0.503821	0.693517	-0.726473	0.4696
BASIC MATERIALS^2	-0.328691	0.770579	-0.426551	0.6708
FINANCIALS^2	0.015539	0.712383	0.021813	0.9827
UTILITIES^2	-0.663630	1.021188	-0.649861	0.5176
INDUSTRIALS^2	-0.251503	0.664310	-0.378593	0.7060
CONSUMER SERVICES^2	-0.568533	0.680568	-0.835380	0.4060
HEALTH CARE^2	0.156137	0.673063	0.231980	0.8171
OIL & GAS^2	-0.928745	1.051855	-0.882959	0.3799
CONSUMER GOODS^2	0.018055	0.765096	0.023599	0.9812
R-squared	0.129881	Mean dependent var	0.478715	
Adjusted R-squared	-0.031252	S.D. dependent var	1.147918	
S.E. of regression	1.165717	Akaike info criterion	3.294185	
Sum squared resid	110.0706	Schwarz criterion	3.718879	
Log likelihood	-143.7680	Hannan-Quinn criter.	3.465910	
F-statistic	0.806051	Durbin-Watson stat	2.123423	
Prob(F-statistic)	0.667766			

BILAGA 17 – RAMSEY RESET BHAR

Ramsey RESET Test Equation: UNTITLED Specification: BHAR C KVINNA_PROCENT LOGALDER LOGSTORLEK FORSTADAGSAVKASTNING HANDELSPLATS ANTAL_IPO @EXPAND(BRANSCH,@DROP(8)) Omitted Variables: Squares of fitted values				
	Value	df	Probability	
t-statistic	1.451950	80	0.1504	
F-statistic	2.108159	(1, 80)	0.1504	
Likelihood ratio	2.523044	1	0.1122	
F-test summary:				
	Sum of Sq.	df	Mean Squares	
Test SSR	1.192247	1	1.192247	
Restricted SSR	46.43539	81	0.573276	
Unrestricted SSR	45.24314	80	0.565539	
LR test summary:				
	Value	df		
Restricted LogL	-101.9096	81		
Unrestricted LogL	-100.6480	80		
Unrestricted Test Equation: Dependent Variable: BHAR Method: Least Squares Date: 12/13/17 Time: 14:38 Sample: 1 97 Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.395819	1.028770	1.356784	0.1787
KVINNA_PROCENT	0.306669	0.438834	0.698828	0.4867
LOGALDER	0.112660	0.090044	1.251170	0.2145
LOGSTORLEK	0.030679	0.062399	0.491654	0.6243
FORSTADAGSAVKASTNIN				
G	0.114104	0.315518	0.361641	0.7186
HANDELSPLATS	-0.047638	0.274459	-0.173571	0.8626
ANTAL_IPO	0.005721	0.009393	0.609097	0.5442
FITTED^2	-0.759868	0.523343	-1.451950	0.1504
TECHNOLOGY	-2.190731	0.838127	-2.613841	0.0107
BASIC MATERIALS	-2.059338	0.854729	-2.409345	0.0183
FINANCIALS	-1.754407	0.760416	-2.307166	0.0236
UTILITIES	-1.932819	0.961519	-2.010173	0.0478
INDUSTRIALS	-2.459256	0.755566	-3.254852	0.0017
CONSUMER SERVICES	-2.445743	0.755567	-3.236966	0.0018
HEALTH CARE	-2.349187	0.779049	-3.015457	0.0034
OIL & GAS	-2.466164	0.841224	-2.931637	0.0044
CONSUMER GOODS	-2.329554	0.839831	-2.773835	0.0069
R-squared	0.271893	Mean dependent var	-0.107096	
Adjusted R-squared	0.126271	S.D. dependent var	0.804532	
S.E. of regression	0.752023	Akaike info criterion	2.425733	
Sum squared resid	45.24314	Schwarz criterion	2.876971	
Log likelihood	-100.6480	Hannan-Quinn criter.	2.608191	
F-statistic	1.867120	Durbin-Watson stat	2.260124	
Prob(F-statistic)	0.036164			

BILAGA 18 – REGRESSION EPS

Dependent Variable: EPS				
Method: Least Squares				
Date: 12/13/17 Time: 14:42				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.528855	1.597022	-0.331151	0.7414
KVINNA_PROCENT	0.346362	0.953404	0.363290	0.7173
LOG(ALDER)	0.060129	0.197370	0.304651	0.7614
LOG(STORLEK)	0.075181	0.136832	0.549444	0.5842
ANTAL_IPO	-0.002849	0.020547	-0.138679	0.8900
HANDELSPLATS	0.136196	0.600615	0.226761	0.8212
FORSTADAGSAVKASTNING	-0.619831	0.692000	-0.895709	0.3731
TECHNOLOGY	-0.500593	0.995621	-0.502795	0.6165
BASIC MATERIALS	-1.088963	1.094117	-0.995289	0.3226
FINANCIALS	0.885049	1.003471	0.881988	0.3804
UTILITIES	-0.541076	1.464252	-0.369524	0.7127
INDUSTRIALS	-0.410720	0.943712	-0.435217	0.6646
CONSUMER SERVICES	-0.522788	0.955450	-0.547164	0.5858
HEALTH CARE	-0.523313	0.946542	-0.552869	0.5819
OIL & GAS	-3.264257	1.485729	-2.197074	0.0309
CONSUMER GOODS	0.396109	1.073251	0.369074	0.7130
R-squared	0.205868	Mean dependent var		0.184933
Adjusted R-squared	0.058806	S.D. dependent var		1.700505
S.E. of regression	1.649748	Akaike info criterion		3.988757
Sum squared resid	220.4550	Schwarz criterion		4.413451
Log likelihood	-177.4547	Hannan-Quinn criter.		4.160482
F-statistic	1.399874	Durbin-Watson stat		1.882749
Prob(F-statistic)	0.167522			

BILAGA 19 – WHITE-TEST EPS

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.806051	Prob. F(15,81)	0.6678	
Obs*R-squared	12.59850	Prob. Chi-Square(15)	0.6333	
Scaled explained SS	24.99664	Prob. Chi-Square(15)	0.0500	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 12/13/17 Time: 14:38 Sample: 1 97 Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.448513	0.746300	1.940926	0.0557
KVINNA_PROCENT^2	0.373522	1.160158	0.321958	0.7483
LOGALDER^2	0.016297	0.024975	0.652546	0.5159
LOGSTORLEK^2	-0.002374	0.004228	-0.561516	0.5760
FORSTADAGSAVKASTNING^2	-0.283906	0.646813	-0.438932	0.6619
HANDELSPLATS^2	-0.501287	0.433276	-1.156967	0.2507
ANTAL_IPO^2	-0.000739	0.000456	-1.622314	0.1086
TECHNOLOGY^2	-0.503821	0.693517	-0.726473	0.4696
BASIC MATERIALS^2	-0.328691	0.770579	-0.426551	0.6708
FINANCIALS^2	0.015539	0.712383	0.021813	0.9827
UTILITIES^2	-0.663630	1.021188	-0.649861	0.5176
INDUSTRIALS^2	-0.251503	0.664310	-0.378593	0.7060
CONSUMER SERVICES^2	-0.568533	0.680568	-0.835380	0.4060
HEALTH CARE^2	0.156137	0.673063	0.231980	0.8171
OIL & GAS^2	-0.928745	1.051855	-0.882959	0.3799
CONSUMER GOODS^2	0.018055	0.765096	0.023599	0.9812
R-squared	0.129881	Mean dependent var	0.478715	
Adjusted R-squared	-0.031252	S.D. dependent var	1.147918	
S.E. of regression	1.165717	Akaike info criterion	3.294185	
Sum squared resid	110.0706	Schwarz criterion	3.718879	
Log likelihood	-143.7680	Hannan-Quinn criter.	3.465910	
F-statistic	0.806051	Durbin-Watson stat	2.123423	
Prob(F-statistic)	0.667766			

BILAGA 20 – RAMSEY RESET EPS

Ramsey RESET Test Equation: UNTITLED Specification: EPS C KVINNA_PROCENT LOGALDER LOGSTORLEK ANTAL_IPO HANDELSPLATS FORSTADAGSAVKASTNING @EXPAND(BRANSCH,@DROP(8)) Omitted Variables: Squares of fitted values				
	<u>Value</u>	<u>df</u>	<u>Probability</u>	
t-statistic	0.570702	80	0.5698	
F-statistic	0.325701	(1, 80)	0.5698	
Likelihood ratio	0.394110	1	0.5301	
F-test summary:				
	<u>Sum of Sq.</u>	<u>df</u>	<u>Mean Squares</u>	
Test SSR	0.893890	1	0.893890	
Restricted SSR	220.4550	81	2.721667	
Unrestricted SSR	219.5612	80	2.744514	
LR test summary:				
	<u>Value</u>	<u>df</u>		
Restricted LogL	-177.4547	81		
Unrestricted LogL	-177.2576	80		
Unrestricted Test Equation: Dependent Variable: EPS Method: Least Squares Date: 12/13/17 Time: 14:43 Sample: 1 97 Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.538825	1.603806	-0.335966	0.7378
KVINNA_PROCENT	0.337368	0.957527	0.352333	0.7255
LOGALDER	0.078261	0.200727	0.389889	0.6977
LOGSTORLEK	0.079766	0.137640	0.579529	0.5639
ANTAL_IPO	-0.000810	0.020940	-0.038686	0.9692
HANDELSPLATS FORSTADAGSAVKASTNIN	0.197625	0.612660	0.322568	0.7479
G	-0.617549	0.694910	-0.888675	0.3768
FITTED^2	-0.320686	0.561915	-0.570702	0.5698
TECHNOLOGY	-0.589152	1.011762	-0.582303	0.5620
BASIC MATERIALS	-1.097690	1.098807	-0.998984	0.3208
FINANCIALS	1.428015	1.385847	1.030428	0.3059
UTILITIES	-0.598298	1.473800	-0.405956	0.6859
INDUSTRIALS	-0.541289	0.974891	-0.555230	0.5803
CONSUMER SERVICES	-0.650210	0.985088	-0.660053	0.5111
HEALTH CARE	-0.663420	0.981698	-0.675788	0.5011
OIL & GAS	-0.884049	4.429492	-0.199583	0.8423
CONSUMER GOODS	0.626678	1.150983	0.544472	0.5876
R-squared	0.209088	Mean dependent var		0.184933
Adjusted R-squared	0.050905	S.D. dependent var		1.700505
S.E. of regression	1.656658	Akaike info criterion		4.005312
Sum squared resid	219.5612	Schwarz criterion		4.456550
Log likelihood	-177.2576	Hannan-Quinn criter.		4.187771
F-statistic	1.321813	Durbin-Watson stat		1.875088
Prob(F-statistic)	0.204997			

BILAGA 21 – REGRESSION TOBIN'S Q

Dependent Variable: LOG TOBIN'S Q				
Method: Least Squares				
Date: 12/13/17 Time: 14:15				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.998132	1.151286	1.735566	0.0864
KVINNA_PROCENT	-0.828825	0.687304	-1.205906	0.2314
LOG(STORLEK)	-0.055259	0.098641	-0.560200	0.5769
HANDELSPLATS	0.019524	0.432981	0.045092	0.9641
FORSTADAGSAVKASTNING	-0.399292	0.498860	-0.800408	0.4258
ANTAL_IPO	-0.000590	0.014812	-0.039821	0.9683
LOG(ALDER)	-0.060066	0.142283	-0.422161	0.6740
TECHNOLOGY	0.551095	0.717739	0.767821	0.4448
BASIC MATERIALS	-1.459728	0.788744	-1.850698	0.0679
FINANCIALS	-0.705795	0.723398	-0.975666	0.3321
UTILITIES	-0.256000	1.055573	-0.242522	0.8090
INDUSTRIALS	-0.084872	0.680318	-0.124753	0.9010
CONSUMER SERVICES	0.505540	0.688779	0.733965	0.4651
HEALTH CARE	-0.012892	0.682358	-0.018893	0.9850
OIL & GAS	-2.523407	1.071056	-2.356000	0.0209
CONSUMER GOODS	-0.250035	0.773702	-0.323167	0.7474
R-squared	0.291455	Mean dependent var		0.913202
Adjusted R-squared	0.160243	S.D. dependent var		1.297816
S.E. of regression	1.189296	Akaike info criterion		3.334235
Sum squared resid	114.5684	Schwarz criterion		3.758929
Log likelihood	-145.7104	Hannan-Quinn criter.		3.505960
F-statistic	2.221254	Durbin-Watson stat		1.922392
Prob(F-statistic)	0.011754			

**BILAGA 22 – REGRESSION TOBIN'S Q EFTER WHITE'S
MODIFIERADE STANDARDFEL**

Dependent Variable: LOG TOBIN'S Q				
Method: Least Squares				
Date: 12/15/17 Time: 14:22				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.998132	0.794183	2.515959	0.0138
KVINNA_PROCENT	-0.828825	0.720145	-1.150913	0.2532
HANDELSPLATS	0.019524	0.309033	0.063177	0.9498
FORSTADAGSAVKASTNING	-0.399292	0.496969	-0.803454	0.4241
ANTAL_IPO	-0.000590	0.013561	-0.043496	0.9654
LOG(ALDER)	-0.060066	0.133275	-0.450697	0.6534
LOG(STORLEK)	-0.055259	0.073376	-0.753096	0.4536
TECHNOLOGY	0.551095	0.300492	1.833974	0.0703
BASIC MATERIALS	-1.459728	0.820746	-1.778538	0.0791
FINANCIALS	-0.705795	0.291140	-2.424247	0.0176
UTILITIES	-0.256000	0.304764	-0.839993	0.4034
INDUSTRIALS	-0.084872	0.379607	-0.223577	0.8236
CONSUMER SERVICES	0.505540	0.355673	1.421360	0.1591
HEALTH CARE	-0.012892	0.252620	-0.051032	0.9594
OIL & GAS	-2.523407	1.543488	-1.634873	0.1060
CONSUMER GOODS	-0.250035	0.408713	-0.611761	0.5424
R-squared	0.291455	Mean dependent var		0.913202
Adjusted R-squared	0.160243	S.D. dependent var		1.297816
S.E. of regression	1.189296	Akaike info criterion		3.334235
Sum squared resid	114.5684	Schwarz criterion		3.758929
Log likelihood	-145.7104	Hannan-Quinn criter.		3.505960
F-statistic	2.221254	Durbin-Watson stat		1.922392
Prob(F-statistic)	0.011754	Wald F-statistic		3.287623
Prob(Wald F-statistic)	0.000275			

BILAGA 23 – WHITE-TEST TOBIN'S Q

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	1.545322	Prob. F(15,81)	0.1089	
Obs*R-squared	21.58233	Prob. Chi-Square(15)	0.1192	
Scaled explained SS	35.11689	Prob. Chi-Square(15)	0.0024	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 12/13/17 Time: 14:16 Sample: 1 97 Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.274799	1.576224	0.808768	0.4210
KVINNA_PROCENT^2	-0.018112	2.450313	-0.007392	0.9941
LOG(STORLEK)^2	-0.004880	0.008931	-0.546482	0.5862
HANDELSPLATS^2	-0.274490	0.915102	-0.299955	0.7650
FORSTADAGSAVKASTNING^2	-0.139447	1.366102	-0.102077	0.9189
ANTAL_IPO^2	0.000374	0.000963	0.388912	0.6984
LOG(ALDER)^2	-0.049649	0.052749	-0.941235	0.3494
TECHNOLOGY^2	-0.084931	1.464743	-0.057983	0.9539
BASIC MATERIALS^2	3.733894	1.627502	2.294249	0.0244
FINANCIALS^2	0.448540	1.504590	0.298115	0.7664
UTILITIES^2	-0.400329	2.156802	-0.185612	0.8532
INDUSTRIALS^2	1.466270	1.403057	1.045054	0.2991
CONSUMER SERVICES^2	0.924637	1.437395	0.643273	0.5219
HEALTH CARE^2	0.024837	1.421544	0.017472	0.9861
OIL & GAS^2	3.414707	2.221572	1.537068	0.1282
CONSUMER GOODS^2	1.000392	1.615922	0.619084	0.5376
R-squared	0.222498	Mean dependent var	1.181117	
Adjusted R-squared	0.078516	S.D. dependent var	2.564802	
S.E. of regression	2.462054	Akaike info criterion	4.789504	
Sum squared resid	490.9986	Schwarz criterion	5.214199	
Log likelihood	-216.2910	Hannan-Quinn criter.	4.961230	
F-statistic	1.545322	Durbin-Watson stat	2.403337	
Prob(F-statistic)	0.108850			

BILAGA 24 – RAMSEY RESET TOBIN'S Q

Ramsey RESET Test Equation: UNTITLED Specification: LOG_TOBINS_Q C KVINNA_PROCENT LOG(STORLEK_PA_UTGAVAN) HANDELSPLATS FORSTADAGSAVKASTNING ANTAL_IPO @EXPAND(BRANSCH,@DROP(8)) LOG(ALDER) Omitted Variables: Squares of fitted values				
	Value	df	Probability	
t-statistic	2.145951	80	0.0349	
F-statistic	4.605104	(1, 80)	0.0349	
Likelihood ratio	5.428893	1	0.0198	
F-test summary:				
	Sum of Sq.	df	Mean Squares	
Test SSR	6.236022	1	6.236022	
Restricted SSR	114.5684	81	1.414424	
Unrestricted SSR	108.3323	80	1.354154	
LR test summary:				
	Value	df		
Restricted LogL	-145.7104	81		
Unrestricted LogL	-142.9959	80		
Unrestricted Test Equation:				
Dependent Variable: LOG_TOBINS_Q				
Method: Least Squares				
Date: 12/13/17 Time: 14:17				
Sample: 1 97				
Included observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.903765	1.761339	2.784112	0.0067
KVINNA_PROCENT	-2.099536	0.896043	-2.343120	0.0216
LOG(STORLEK_PA_UTGAVAN)	-0.180543	0.112801	-1.600555	0.1134
HANDELSPLATS	0.184408	0.430567	0.428292	0.6696
FORSTADAGSAVKASTNING	-1.218577	0.619689	-1.966433	0.0527
ANTAL_IPO	0.003083	0.014594	0.211279	0.8332
LOG(ALDER)	-0.183810	0.150689	-1.219803	0.2261
FITTED^2	-0.890387	0.414915	-2.145951	0.0349
TECHNOLOGY	2.004584	0.975682	2.054545	0.0432
BASIC MATERIALS	-2.563615	0.927481	-2.764062	0.0071
FINANCIALS	-1.471550	0.792678	-1.856427	0.0671
UTILITIES	-0.665373	1.050308	-0.633503	0.5282
INDUSTRIALS	-0.239210	0.669539	-0.357275	0.7218
CONSUMER SERVICES	1.699447	0.873917	1.944632	0.0553
HEALTH CARE	-0.082416	0.668447	-0.123295	0.9022
OIL & GAS	-1.570777	1.138131	-1.380137	0.1714
CONSUMER GOODS	-0.467836	0.763811	-0.612502	0.5419
R-squared	0.330022	Mean dependent var	0.913202	
Adjusted R-squared	0.196026	S.D. dependent var	1.297816	
S.E. of regression	1.163681	Akaike info criterion	3.298885	
Sum squared resid	108.3323	Schwarz criterion	3.750123	
Log likelihood	-142.9959	Hannan-Quinn criter.	3.481344	
F-statistic	2.462928	Durbin-Watson stat	1.896583	
Prob(F-statistic)	0.004364			

BILAGA 25 – SCATTER PLOT TOBIN'S Q

