



# Sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation: En kvantitativ studie på svenska börsbolag

Niclas Sandells

Institutionen för redovisning och handelsrätt

Svenska handelshögskolan

Vasa

2017

# SVENSKA HANDELSHÖGSKOLAN

<b>Institution:</b> Institutionen för redovisning och handelsrätt	<b>Arbetets art:</b> Avhandling
<b>Författare och Studerandenummer:</b> Niclas Sandells, s154610	<b>Datum:</b> 10.5.2017
<b>Avhandlingens rubrik:</b>  Sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation: En kvantitativ studie på svenska börsbolag	
<b>Sammandrag:</b>  Styrelsen har en central roll inom bolagsstyrningen och det är viktigt att identifiera de egenskaper som bör betonas vid nominering och val av nya styrelsemedlemmar. Avhandlingens syfte är att undersöka hur styrelsens attribut inverkar på bolagets prestation i svenska börsbolag. Den empiriska studien grundar sig på kvantitativ metodteori och samplet utgörs av 716 observationer på Stockholmsbörsen.  Undersökningens resultat påvisar att styrelsens oberoende, erfarenhet och relationskapital har en signifikant positiv inverkan på bolagets prestation. Upptagna styrelsemedlemmar har en signifikant negativ inverkan på bolagets prestation. Därtill påvisas att styrelsens storlek hade en signifikant negativ inverkan på bolagets prestation under finanskrisens mest turbulenta år.  Studien är en av de få empiriska undersökningar som gjorts i Norden och bidrar till den existerande litteraturen genom att påvisa att agentproblematiken inte är lika påtaglig i de svenska börsbolagen som på många andra håll i världen. I Sverige bör bolagen speciellt uppmärksamma vikten av styrelsens erfarenhet. Detta är i linje med den nordiska bolagsstyrningsmodellen och skiljer sig från tidigare studier genom att visa att styrelsemedlemmarna i svenska börsbolag inte har något bäst före datum.	
<b>Nyckelord:</b>  Agentteorin, resursberoendeteorin, styrelsen, bolagets prestation, Tobins Q, ROA, Sverige	

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1</b>	<b>INLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1	Problemområde.....	2
1.2	Syfte.....	4
1.3	Metod och avgränsning .....	4
1.4	Disposition .....	5
<b>2</b>	<b>TEORETISK REFERENSRAM.....</b>	<b>6</b>
2.1	Bolagsstyrning och agentproblematiken.....	6
2.2	Bolagsstyrningsmekanismer .....	8
2.3	Styrelsens roll enligt agentteorin och resursberoendeteorin.....	10
2.4	Styrelsens kommittéer .....	11
2.5	Faktorer som påverkar styrelsens attribut.....	13
2.5.1	Internationella aspekter.....	14
2.5.2	Den nordiska bolagsstyrningsmodellen .....	15
2.5.3	Styrelsen i svenska börsbolag .....	15
2.6	Bolagets prestation.....	17
2.7	Sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation .....	18
2.7.1	Styrelsens storlek .....	19
2.7.2	Styrelsens oberoende .....	21
2.7.3	Upptagna styrelsemedlemmar.....	23
2.7.4	Styrelsens erfarenhet .....	25
2.7.5	Styrelsens relationskapital.....	26
2.7.6	Revisionskommitténs expertis.....	28
2.8	Härledning av forskningsuppgiften .....	29
<b>3</b>	<b>METOD .....</b>	<b>32</b>
3.1	Forskningsuppgift .....	33
3.2	Sampel och datainsamling .....	34
3.3	Variabler.....	36
3.3.1	Bolagets prestation .....	37
3.3.2	Styrelsens attribut.....	37
3.3.3	Kontrollvariabler.....	38
3.4	Regressionsmodell .....	40
3.5	Validitet och reliabilitet.....	43

4	RESULTAT.....	45
4.1	Deskriptiv statistik .....	45
4.2	Korrelationsanalys .....	48
4.3	Regressionsanalys .....	51
4.4	Hypotesprövning.....	53
4.5	Vidare analys .....	55
4.6	Känslighetsanalys.....	58
4.7	Analys och diskussion av undersökningens resultat.....	59
5	AVSLUTNING.....	64
5.1	Konklusion .....	64
5.2	Avhandlingens kontribution och praktiska implikationer.....	65
5.3	Begränsningar och förslag till fortsatt forskning .....	67
	KÄLLFÖRTECKNING .....	68

## BILAGOR

Bilaga 1	Pearson korrelationsmatris.....	75
Bilaga 2	Känslighetsanalys .....	76
Bilaga 3	Modell med robusta standardavvikelser.....	77

## TABELLER

Tabell 1	Process för sampelurval .....	35
Tabell 2	Gruppering enligt industri .....	36
Tabell 3	Deskriptiv statistik över sampelföretagens branschfördelning .....	45
Tabell 4	Deskriptiv statistik över sampelföretagens revisionskommitté.....	46
Tabell 5	Deskriptiv statistik .....	47
Tabell 6	Korrelationsmatris .....	49
Tabell 7	Resultat av multipel regressionsanalys .....	52
Tabell 8	Resultat av vidareutvecklad modell för hypotes H4 .....	56

Tabell 9 Resultat av vidareutvecklad modell för hypotes H1.....57

Tabell 10 Sammanställning av hypoteser och resultat .....65

## FIGURER

Figur 1 Bolagsstyrning och företagets balansräkningsmodell.....9

Figur 2 Undersökningsmodell och förväntade samband mellan variablerna ..... 31

Figur 3 Forskningsprocessen vid kvantitativa studier.....32

## 1 INLEDNING

Ett antal större företagsskandaler kring millennieskiftet, med Enron i spetsen, fick finansmarknaderna att falla kraftigt, investerare att förlora sina besparingar, människor att förlora sina jobb och skatteintäkterna att minska (Gibney 2005). Uppdagandet av dessa skandaler, eller redovisningsfiaskon, har resulterat i att en rad nya lagar införts, vilket tvingat styrelser och företagsledningar att implementera eller förbättra processer och rutiner för att efterleva de nya lagarna och reglerna gällande bolagsstyrning (Cunningham & Harris 2006:45-47; Ergin 2012:61). Vid sidan av detta har företagsstyrelser även andra incitament att upprätthålla en god kvalitet på bolagsstyrningen. Med tanke på dagens mediala fokusering på bolagsstyrning står det klart att brister och svagheter har ett högt nyhetsvärde i negativ bemärkelse (Lacker & Tayan 2016:1). Det har blivit allt vanligare att företag betygsätts enligt kvaliteten på bolagsstyrningen. Dessa betyg publiceras både allmänt och som en del av investeringsanalytikernas rapporter. Därtill kan enskilda styrelsemedlemmar också känna en viss oro över att ett dåligt bolagsstyrningsbetyg för det företag, som de är associerade med, ska reflektera negativt på deras framtida karriär eller på andra företag där de har styrelseuppdrag (Fama & Jensen 1983:315).

De nämnda redovisningsskandalerna som uppdagades för närmare 20 år sedan, följt av finanskrisen och nu senast emissionsmanipuleringen inom Volkswagen AG, har lett till att begreppet bolagsstyrning fått mycket uppmärksamhet inom den finansiella världen. Investerare har i allt högre grad börjat utvärdera vilken roll bolagsstyrningen ska spela i deras investeringspolitik. Enligt en undersökning utförd av McKinsey och Company (2002) anser hela 15 procent av de europeiska institutionella investerarna att bolagsstyrningen är viktigare än traditionella ekonomiska aspekter, såsom resultat och tillväxtpotential. Enligt samma undersökning (McKinsey & Company 2002) är närmare 80 procent av institutionella investerare världen över villiga att betala ett betydande premium för företag som håller en hög kvalitet på bolagsstyrningen. Så varför har då vissa företag fortfarande bristfällig bolagsstyrning, varför uppdagas skandaler såsom Volkswagen och vilka är egenskaperna bakom god bolagsstyrning?

Enligt ett välkänt konsultföretag, Institutional Shareholder Service, och närmare bestämt enligt deras modell ISS Quickscore 3.0, bedöms nivån på företagens bolagsstyrning utgående från fyra egenskaper. Dessa egenskaper är styrelsens attribut<sup>1</sup>,

---

<sup>1</sup> Med styrelsens attribut avses de egenskaper som styrelsemedlemmarna besitter.

ersättning till nyckelpersoner, aktieägarnas rättigheter och revision samt riskhantering. Inom ramen för dessa fyra egenskaper analyseras 200 enskilda faktorer och varje faktor tilldelas en vikt baserat på både ISS egna styrelseexpertis och gällande standarder för bolagsstyrning inom varje geografisk region. Betyget som utfärdas enligt denna modell följer en skala mellan ett och tio. Ju högre betyg, desto bättre kvalitet på bolagsstyrningen. ISS Quickscore 3.0 används främst av institutionella investerare, investmentbanker och försäkringsbolag för att jämföra kvaliteten på olika företags bolagsstyrning samt för att identifiera eventuella varningssignaler som kan vara skadliga för ett företag<sup>2</sup> och i värsta fall orsaka nästa stora skandal. (Institutional Shareholder Services 2015:8-68)

### 1.1 Problemområde

Enligt Jensen (1993:862-863) är styrelsen den viktigaste interna bolagsstyrningsmekanismen. Styrelsen är det organ som ansvarar för de strategiska besluten och övervakar att ledningen agerar i företagets bästa (Fields & Keys 2003:6-9). När större företagsskandaler uppdagas, är det ofta också styrelsen som anses skyldig. Så var fallet i både Enron och WorldCom (Fields & Keys 2003:3; Adams, Hermalin & Weisbach 2010:58). Vidare menar Elson, Ferrere och Goossen (2015) att det än en gång var styrelsens bristfälliga övervakning som möjliggjorde att Volkswagens företagsledning kunde kringgå reglerna gällande utsläpp i flera års tid, innan emissionsskandalen upptäcktes.

I litteraturen argumenteras ofta att personer i ledande ställning och företagsintern personal agerar i sitt egna intresse när tillfälle ges. Denna typ av agerande orsakar i sin tur förluster för externa finansiärer istället för att öka aktieägarnas välfärd. (Jensen & Meckling 1976:308; Fama & Jensen 1983:304). Enligt Smith (2005:606-607) tenderar företagsledare också att agera hänsynslöst och ta onödiga risker, när de hanterar externa finansiärers pengar istället för sina egna. För att minimera denna typ av intressekonflikter behövs en välfungerande bolagsstyrning. Shleifer och Vishny (1997:737) menar att bolagsstyrning är den mekanism genom vilken investerare försäkras om att få avkastning på sin investering. Utgående från denna argumentation kan ett samband mellan nivån på företagets bolagsstyrning och prestation upplevas som logisk, något som delvis också stöds av de institutionella investerarnas beteende baserat på McKinsey och Companys (2002) undersökning.

---

<sup>2</sup> I denna avhandling används benämningen företag som synonym till bolag.

Det har forskats flitigt i området bolagsstyrning och prestation genom åren. En stor del av forskningen baserar sig dock på utgivna bolagsstyrningsindex. En del av dessa studier påvisar att god bolagsstyrning inverkar positivt på prestationen (Gompers, Ishii & Metrick 2003; Klapper & Love 2004; Renders, Gaeremynck & Sercu 2010), medan andra forskningsresultat pekar åt det motsatta hållet (Bauer, Guenster & Otten 2004; Daines, Gow & Larcker 2010). Enligt Bhagat, Bolton och Romano (2008:1858) beror de oeniga forskningsresultaten till stor del på att det inte existerar något optimalt index som kan identifiera kvaliteten på ett företags bolagsstyrning. En annan svaghet med indexen är att vikten på varje enskild bolagsstyrningsegenskap ofta är okänd. Detta gäller i synnerhet betygsindexen utgivna av konsultföretag. En mängd tidigare studier har också försökt finna ett samband mellan mer specifika bolagsstyrningsmekanismer och finansiell prestation, men resultaten är tvetydiga och någon klar konsensus existerar inte (Mak & Kusnadi 2005; Rashid, Zoysa, Lodh & Rudkin 2010; Francis, Hasan & Wu 2012; Shukeri, Shin & Shaari 2012).

Vidare menar Renders, Gaeremynck och Sercu (2010:100) att bolagsstyrningens inverkan på företagets prestation skiljer sig mellan länder beroende på gällande lag och reglering. Deras studie visar att företag i länder med starkt aktieägarskydd har en bättre bolagsstyrning, men att bolagsstyrningens inverkan på företagets prestation är mindre i dessa länder jämfört mot länder med svagt aktieägarskydd. Chhaochharia och Laeven (2009:407) är inne på samma spår, när de i sin studie påvisar nivåskillnader i bolagsstyrningen mellan olika länder. Även Muller-Kahle, Wang och Wu (2014:693-694) lyfter fram specifika bolagsstyrningsmekanismer som har större inverkan på företagets prestation i Storbritannien än i USA.

Givet styrelsens centrala roll inom bolagsstyrningen och de oeniga internationella forskningsresultaten ämnar denna avhandling undersöka hur styrelsens attribut i svenska börsbolag sammanhänger med företagets prestation. Redan i inledningen nämndes att bolagsstyrningens fyra grundpelare utgörs av styrelsens attribut, aktieägarnas rättigheter, ersättning till nyckelpersoner samt revision och riskhantering. Tidigare forskning, som inriktat sig på svenska börsbolag, har sökt samband mellan egenskaper inom de två sistnämnda grundpelarna och företagets prestation (Elsilä, Kallunki, Nilsson & Sahlström 2013; Amir, Kallunki & Nilsson 2014), medan skribenten inte funnit någon svensk studie om styrelsens attribut och företagets prestation. Att studera styrelsens attribut och dess inverkan på bolagets prestation är viktigt för att

kunna redogöra för de egenskaper som bör betonas vid nominering och val av nya styrelsemedlemmar. Således är forskningsfrågan i denna avhandling:

*Hur inverkar styrelsens attribut på bolagets prestation i svenska börsbolag?*

## **1.2 Syfte**

Syftet med avhandlingen är att undersöka hur styrelsens attribut inverkar på svenska börsbolags prestation. De styrelseegenskaper som studeras är styrelsens storlek, styrelsens oberoende, upptagna styrelsemedlemmar, styrelsens erfarenhet, styrelsens relationskapital och revisionskommitténs expertis. Valet av dessa attribut baserar sig dels på resultat från tidigare forskning, dels på faktorer som kan antas ha inverkan på företagets prestation. Exempelvis Eisenberg, Sundgren och Wells (1998:53) påvisar att lönsamheten i finska småbolag påverkas negativt av en större styrelse. Samtidigt argumenterar skribenterna för att sambandet kan se annorlunda ut i större bolag med spridd ägarstruktur. Utöver Eisenberg, Sundgren och Wells (1998) har det forskats relativt lite inom ämnet i de nordiska länderna. Att undersöka styrelsens attribut och dess inverkan på svenska börsbolag har speciellt hög prioritet, eftersom Stockholmsbörsen, både till marknadsvärdet och omsättningen sett, är den överlägset största aktiemarknaden i Norden (Nasdaq 2017). Denna avhandling ämnar därav bidra med ytterligare kunskap till forskningen inom området.

## **1.3 Metod och avgränsning**

Avhandlingens empiriska studie grundar sig på kvantitativ metodteori och är hypotesprövande till sin karaktär. För att besvara forskningsfrågorna analyseras sekundärdata som samlas in från databaserna BoardEx, Orbis och Datastream. Studien avgränsas till svenska börsbolag och endast bolag noterade på Nasdaq Stockholms huvudlistor inkluderas i undersökningen. Eftersom det oftast dröjer flera år innan strategiska beslut avspeglas i bolagens lönsamhet (Erhardt, Werbel & Shrader 2003:106), väljs en längre tidsperiod. Tidsperioden för studien är 2007-2013. Ett annat motiv till valet av tidsperioden är att den överspänner såväl finanskrisens bottenår 2008 och 2009 som de därpå följande åren med normal konjunktur. Att inkludera krisåren är viktigt med tanke på att tidigare forskning indikerat att existerande svagheter och brister i företagens bolagsstyrning blir allt mer synliga i perioder av ekonomisk depression (Francis, Hasan & Wu 2012:1-2). Tidsperiodens längd är även i linje med tidigare forskning (t.ex. Malik & Makhdoom 2016). Som ytterligare av-

gränsning exkluderas banker. Verksamheten i denna bransch skiljer sig på många sätt från övriga sektorer, inte minst på grund av kapitalstrukturen som förvränger flera lönsamhetsmått. Därtill ställer regleringen av bankernas bolagsstyrning speciella krav på styrelsens attribut (Winter & Holmquist 2013). Att utesluta banker är i linje med tidigare forskning (Jackling & Johl 2009; Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso & Rodrigues-Rodrigues 2014).

#### **1.4 Disposition**

Efter formulering av problemområde, avhandlingens syfte och forskningsfråga följer den teoretiska referensramen i kapitel två. Styrelsens viktigaste funktioner och faktorer som inverkar på styrelsens sammansättning diskuteras utgående från det agentteoretiska och resursberoendeteoretiska perspektivet. Vidare presenteras tidigare forskningsresultat gällande styrelsens attribut och bolagets prestation samtidigt som hypoteserna för avhandlingens undersökning utvecklas i kapitel 2.7.

Det tredje kapitlet behandlar avhandlingens metod. Kapitlet redogör för datainsamlingsprocessen samtidigt som undersökningens sampel diskuteras. Vidare definieras undersökningens variabler innan regressionsmodellerna presenteras. Kapitel tre avslutas med en diskussion kring undersökningens validitet och reliabilitet. I kapitel fyra presenteras avhandlingens empiriska resultat, varefter följer en diskussion och reflektion av resultaten. Avhandlingen avrundas med en konklusion och redogörelse för undersökningens kontribution och begränsningar i kapitel fem.

## **2 TEORETISK REFERENSRAM**

Detta kapitel ägnas åt styrelsens funktion. Inledningsvis introduceras begreppet bolagsstyrning, varefter väsentliga bolagsstyrningsmekanismer presenteras. I kapitlet beskrivs vidare styrelsens roll inom bolagsstyrningen, följt av en diskussion om faktorer som inverkar på styrelsens attribut. Vidare presenteras ofta förekommande mått på företagets prestation, innan tidigare forskningsresultat presenteras. Kapitlet avslutas med att härleda forskningsuppgiften.

### **2.1 Bolagsstyrning och agentproblematiken**

Med begreppet bolagsstyrning avses privata och offentliga institutioner, inklusive lagar och god affärssed, som tillsammans styr relationen mellan entreprenörer och de som investerar resurser i företag (OECD 2001:13). Larcker och Tayan (2016:7) beskriver bolagsstyrningen som ett nätverk innehållande alla de kontrollmekanismer, som företag implementerar i syfte att förhindra personer i ledande ställning från att agera i eget intresse på bekostnad av företagets intressenter. I liknande stil definierar Gillian och Starks (1998:4) bolagsstyrningen som ett system av lagar, regler och övriga faktorer som styr och kontrollerar verksamheten i företag. Shleifer och Vishny (1997:737) har en betydligt snävare definition, där bolagsstyrningen är den mekanism genom vilken finansierare av ett företag försäkras om att få avkastning på sin investering.

Sammantaget är det svårt att definiera bolagsstyrning på ett sätt som samtidigt tillfredsställer företagets alla parter. Sett ur aktieägarnas perspektiv bör en effektiv bolagsstyrning öka aktieägarnas välfärd genom att minska intressekonflikter mellan ledning och aktieägare. Sett ur övriga intressenters perspektiv bör bolagsstyrningen säkerställa en stabil sysselsättning och acceptabel levnadsstandard för arbetstagare, minska risken för långivare samt förbättra samhälle och miljö. Det bolagsstyrningssystem som maximerar aktieägarnas välfärd kan därav se annorlunda ut än det bolagsstyrningssystem som maximerar övriga intressenters välfärd. (Larcker & Tayan 2016:8). Eftersom avhandlingens syfte sätter aktieägarnas perspektiv i fokus, beskrivs bolagsstyrningen ur denna infallsvinkel mer ingående nedan.

Enligt Malik och Makhdoom (2016:750) är den klassiska agentteorin en av de mest fundamentala teorierna gällande såväl företagsekonomi, organisationsbeteende som bolagsstyrning. Ända sedan Berle och Means (1947) spårade tillväxten av det typiska amerikanska företaget, har forskare inom området koncentrerat sig på separationen av

ägande och kontroll, vilken uppstått genom en spridd ägarstruktur i det moderna företaget. Berle och Means (1947:2-3) beskriver hur det typiska amerikanska företaget ännu på 1800-talet drevs av individuella entreprenörer för att så småningom växa och förvandlas till ett offentligt bolag med upp till hundratusentals ägare. Enligt Berle och Means (1947) förde den moderna bolagsstrukturen med sig principal-agentproblematiken, där ägarna är i principalrollen, medan ledningen fungerar som ägarnas agenter. Shleifer och Vishny (1997:740-741) fångar kärnan i principal-agentproblematiken i följande diskussion:

An entrepreneur, or a manager, raises funds from investors either to put them to productive use or to cash out his holdings in the firm. The financiers need the manager's specialized human capital to generate returns on their funds. The manager needs the financiers' funds, since he either does not have enough capital of his own to invest or else wants to cash out his holdings. But how can financiers be sure that, once they sink their funds, they get anything but a worthless piece of paper back from the manager?

Med andra ord existerar det en rädsla att personer i ledande ställning agerar opportunistiskt, vilket i sin tur kan påverka företagets resultat negativt. Sedan Berle och Means (1947) tidiga argumentation har agentteorin ytterligare förstärkts av Jensen och Mecklin (1976) samt Fama och Jensen (1983).

Jensen och Mecklin (1976:310) ser företaget som en samling av kontrakt mellan enskilda produktionsfaktorer, där motstridiga mål hos varje individuell faktor bringas i balans genom avtal. Vidare menar Jensen och Mecklin (1976:308) att agentförhållandet utgörs av avtal genom vilka en eller flera principaler engagerar en agent att utföra vissa tjänster. Detta innebär samtidigt att principalerna delegerar en del av beslutsmakten till agenten. Shleifer och Vishny (1997:741) beskriver att ett ideellt avtal anger exakt hur agenten skall agera i samtliga situationer. Samtidigt påminner Shleifer och Vishny (1997:741) om att företagets framtid alltid är oförutsägbar, vilket innebär att dylika kompletta kontrakt är omöjliga att åstadkomma i verkligheten. Detta tvingar i sin tur principalerna och agenten att ingå ofullständiga avtal. Enligt Shleifer och Vishny (1997:741) är konsekvensen av dessa ofullständiga avtal att agenten får betydande kontrollrättigheter över företaget och tillåts allokera kapital enligt eget tycke vid omständigheter som inte nämns i kontraktet. Eftersom bägge avtalsparter tenderar att agera för egen vinning, finns det därför goda skäl att tro att agenten inte alltid agerar i principalernas intresse (Jensen & Mecklin 1976:308; Smith 2005:606-607).

Rädslan för opportunistik grundar sig på att ledningen har tillgång till mera information om företaget än utomstående aktieägare. Denna informationsasymmetri resulterar i moralisk risk och snedvridet urval. Moralisk risk innebär att ledningen skyddas från

konsekvenserna av dåligt beslutsfattande, medan de negativa konsekvenserna drabbar aktieägarna. Snedvridet urval innebär i sin tur att principalerna inte har tillgång till all relevant information, som är nödvändig för att bedöma ändamålsenligheten i agentens beslut. (Adams 1994:8; Scott 2015:23). Enligt Evans och Weir (1995:32-33) för informationsasymmetrin med sig två olika konflikter. För det första kan principalerna och agenten ha olika målsättningar. Medan aktieägarna vill maximera välfärden, satsar kanske ledningen hellre på imperiumbygge eller onödig lyx. För det andra kan principalerna och agenten ha olika tidshorisont. Agenten kan vara angelägen om att vidta åtgärder som ger resultat på kort sikt för att uppvisa skenbar framgång, medan principalernas bästa ofta tjänas bättre av åtgärder på längre sikt.

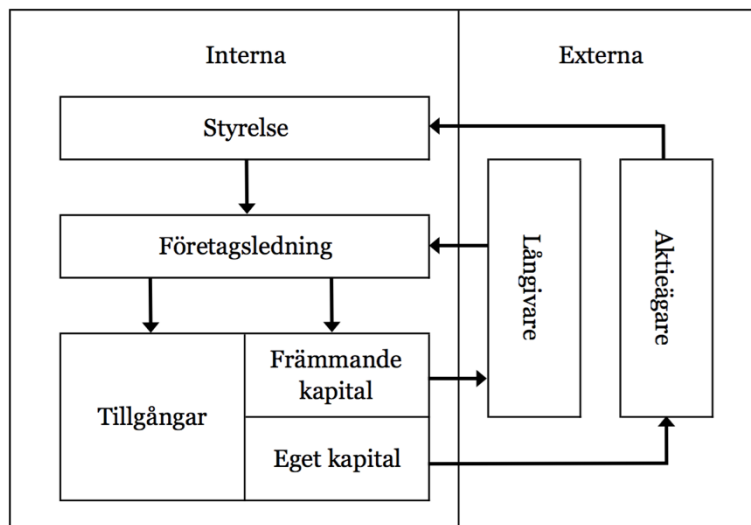
De kostnader som drabbar aktieägarna på grund av ledningens opportunistik hänför sig till kontraktsprocessen mellan agenten och principalen och kallas agentkostnader (Adams 1994:8). I regel kan principalen minska agentkostnaderna genom övervakning, men själva övervakningen kan också medföra kostnader. Fama och Jensen (1983:304) definierar agentkostnader som kostnader för strukturering, övervakning och uppgörande av kontrakt mellan parter med motstridiga intressen. Därtill menar Jensen (1983:21) att agentkostnaderna även innefattar kostnader som uppkommer på grund av att det inte är lämpligt att perfekt övervaka alla avtal. På liknande sätt menar Larcker och Tayan (2016:8) att agentkostnaderna inte kan elimineras helt och hållet, men däremot kan de begränsas genom en god bolagsstyrning. Med andra ord, för att minimera agentkostnaderna och säkerställa att aktieägarnas välfärd inte äventyras, behövs det effektiva bolagsstyrningsmekanismer. Valfungerande bolagsstyrningsmekanismer är utformade för att avskräcka eller förhindra ledningen att agera opportunistiskt.

## **2.2 Bolagsstyrningsmekanismer**

Shleifer och Vishny (1997:737) definierade bolagsstyrningen som den mekanism genom vilken finansiärer av ett företag försäkras om att få avkastning på sin investering. Vidare kan denna mekanism spjälkas upp och indelas i två olika grupper: företagsinterna och företagsexterna mekanismer (Gillian 2006:382). Interna mekanismer är faktorer inom företaget som påverkar bolagsstyrningen, medan externa mekanismer kontrolleras av faktorer utanför bolaget. Den enkla balansräkningsmodellen (figur 1) beskriver relationen mellan dessa två bolagsstyrningsmekanismer på ett överskådligt sätt. Givetvis är de externa mekanismerna långt fler än de som

presenteras inom ramen för den enkla balansräkningsmodellen. Förutom aktieägare och långgivare hör faktorer som kunder, leverantörer, lagstiftning, redovisningsstandarder och marknaden för arbetskraft till de externa bolagsstyrningsmekanismerna (Gillian 2006:384; Larcker & Tayan 2016:8). Avhandlingens fokus faller dock inom ramen för den enkla balansräkningsmodellen och därav beskrivs dessa mekanismer mer ingående nedan.

**Figur 1 Bolagsstyrning och företagens balansräkningsmodell (Gillian 2006:382)**



Den vänstra sidan av figur 1 ovan illustrerar de interna bolagsstyrningsmekanismerna. Ledningen fungerar som aktieägarnas agenter och har som uppgift att besluta i vilka tillgångar företaget ska investera samt hur dessa tillgångar ska finansieras (Gillian 2006:382). Verkställande direktören är den agent som bär det yttersta ansvaret gällande bolagets löpande förvaltning och säkerställer att företagens långsiktiga värde optimeras (Larcker & Tayan 2016:181-182). Styrelsen, högst uppe i figuren, är enligt Jensen (1993:862-863) den viktigaste interna bolagsstyrningsmekanismen. Styrelsens primära uppgifter är att rådgiva och övervaka så att ledningen agerar i företagets bästa (Larcker & Tayan 2016:57). Vidare beskriver den högra sidan av figuren ovan de externa mekanismerna som härrör från företagets behov att anskaffa kapital. Aktieägarna, som har residual rätt, utser styrelsemedlemmarna, som i sin tur har en förvaltande förpliktelse gentemot aktieägarna (Gillian 2006:383; Larcker & Tayan 2016:67). Även långgivarna är att betrakta som en extern bolagsstyrningsmekanism. Långgivarna kan begränsa ledningens opportunist genom att insistera på ökad övervakning (Jensen & Meckling 1976), införa begränsande kovenanter (Smith & Warner 1979), förkorta löptiden (Myers 1977) eller höja räntan (Bergman & Callen

1991). Därtill menar Jensen (1986:324) att risken för potentiella agentkostnader beträffande företagets fria kassaflöde minskar, eftersom ledningen är tvungen att sköta företagets framtida räntekostnader. Enligt agentteorin är behovet av effektiva bolagsstyrningsmekanismer, och i synnerhet en välfungerande styrelse, stort i det moderna bolaget, där det existerar en separation mellan ägandet av företaget och dess ledning (Berle & Means 1947; Larcker & Tayan 2016:4).

### **2.3 Styrelsens roll enligt agentteorin och resursberoendeteorin**

Styrelsen spelar en viktig roll inom bolagsstyrningen och förväntas tillföra både rådgivnings- och övervakningsfunktioner (Hillman & Dalziel 2003:383; Larcker & Tayan 2016:57). I den övervakande rollen är styrelsen den primära mekanismen för att minimera agentkostnaderna, som uppstår vid separation av ägande och kontroll (Fama & Jensen 1983:311-315). Att övervaka ledningen är styrelsens plikt och uppgiften inkluderar att anställa verkställande direktören, införa incitament som motiverar ledningen att vidta åtgärder som optimerar aktieägarnas välfärd samt utvärdera ledningens bidrag till företagets prestation för att bestämma storleken av bonusar eller huruvida verkställande direktören bör avskedas. Därtill skall styrelsen också övervaka företagets rättsliga och regelefterlevnad, som innefattar revisionsprocessen, rapporteringskrav för publika bolag samt branschspecifika föreskrifter. (Fields & Keys 2003:6; Larcker & Tayan 2016:57-58)

I den rådgivande rollen konsulterar styrelsen med ledningen beträffande företagets strategiska och operativa inriktning. Styrelsemedlemmar nomineras och väljs enligt den kompetens och expertis som de erbjuder för detta ändamål, innefattande tidigare erfarenhet inom en relevant bransch eller funktion. (Larcker & Tayan 2016:57). I litteraturen kopplas denna roll ofta till resursberoendeteorin, vilken föreslår att styrelsen kan förse bolaget med viktiga resurser. Enligt Pfeffer och Salancik (1978:258-262) baserar resursberoendeteorin sig på fyra grundantaganden. För det första är bolagets högsta prioritet dess överlevnad. För det andra måste bolaget förlita sig på externa resurser för att överleva. För det tredje måste bolaget samspela med den yttre miljön för att få tillgång till de resurser som det behöver. Till sist bygger bolagets existens på hur väl det interagerar med den yttre miljön.

Pfeffer (1973:349) menar att styrelsen är en viktig länk mellan bolaget och den externa miljön. Styrelsen kontrollerar en mängd olika resurser och företagets användning av dessa är beroende på styrelsens sammansättning och hur styrelsen arbetar. Inom

resursberoendeteorin är begreppet styrelsekapital centralt. Styrelsekapitalet utgörs av både humankapital och relationskapital. Med humankapital avses egenskaper som erfarenhet, expertis och rykte, medan relationskapitalet utgörs av nätverk och externa ansvarsförbindelser. (Hillman & Dalzier 2003:383)

Pfeffer och Salanick (1978:163) lyfter fram fyra centrala fördelar som kan åstadkommas genom styrelsens resursbidrag. Enligt dem kan både beroende och oberoende styrelsemedlemmar bidra med viktigt humankapital, som kan omsättas till *råd och stöd* för ledningen. Även relationskapitalet är viktigt för att kunna ge råd och stöd. Styrelsemedlemmar som har kopplingar till strategiskt relaterade organisationer kan erbjuda bättre stöd, vilket i sin tur kan vara kopplat till företagets prestation. Vidare har styrelsekapitalet också kopplats samman med företagets *legitimitet och rykte*. Kända och duktiga personer eller organisationer som är representerade i ett företags styrelse kan bidra till att skapa en positiv bild av företaget för dess omvärld. Även *kanaler för kommunikation mellan externa organisationer och bolaget* är att betrakta som en fördel. Det har bevisats att en styrelsemedlems kontakt med exempelvis en regering har en positiv inverkan på företagets prestation (Jeremias & Gani 2014). En sådan kontakt kan bidra till att stärka förtroendet för informationsflödet samt skapa en öppnare kommunikation och eventuellt ett potentiellt inflytande hos regeringen. Till sist ger styrelsekapital *tillgång till stöd från viktiga intressenter utanför bolaget*. Styrelsekapital kan exempelvis bidra till att anskaffa inflytande över finansiellt kapital och inflytande hos politiska grupper eller andra viktiga intressenter. (Pfeffer & Salanick 1978:161-163; Hillman & Dalzier 2003:383)

#### **2.4 Styrelsens kommittéer**

Effektiva styrelsemedlemmar är individer som kan fullfölja de båda uppgifterna som övervakare och rådgivare. Samtidigt menar Larcker och Tayan (2016:58) att styrelsen ofta förlitar sig på konsulter som juridiska ombud, externa revisorer, skatterådgivare samt investmentbankirer och analytiker. Därtill kan förberedelsen av de ärenden som styrelsen ansvarar för effektiveras genom att grunda kommittéer, dit ett fåtal styrelsemedlemmar utses enligt individuell kompetens. Beroende på ändamålet kan dessa kommittéer vara antingen stående eller tillfälliga. Viktiga ärenden, som utformning och godkännande av verkställande direktörens ersättning, delegeras till kommittéerna, eftersom dessa kan sätta sig in i ärenden på ett mera omfattande sätt. Kommittéerna bereder ärenden och framför sina rekommendationer till hela styrelsen

för omröstning. Kommittéerna har med andra ord ingen bestämmanderätt, utan styrelsen fattar alla beslut kollektivt och bär ansvaret för de uppgifter som den anvisar till kommittéerna. (Värdepappersmarknadsföreningen 2015:30-31; Larcker & Tayan 2016:58-60)

Vanligt förekommande kommittéer är ersättningskommittén, nomineringskommittén, bolagsstyrningskommittén och revisionskommittén<sup>3</sup>. Ersättningskommittén är ansvarig för att bereda ersättningsärenden, som berör verkställande direktören och bolagets övriga ledning samt de ersättningsprinciper som bolaget följer. Nomineringskommittén ansvarar å sin sida för att identifiera, utvärdera och nominera nya styrelsemedlemmar, när styrelseposter behöver fyllas. Därtill leder nomineringskommittén vanligen också anställningsprocessen för bolagets verkställande direktör. Bolagsstyrningskommitténs uppgift är att utvärdera företagets bolagsstyrningsstruktur och processer samt vid behov ge förbättringsförslag. (Värdepappersmarknadsföreningen 2015:30-35; Larcker & Tayan 2016:61-62)

Revisionskommittén anses generellt vara den viktigaste kommittén. Exempelvis har Securities and Exchange Commission (SEC) i USA ända sedan år 1977 krävt att alla publikt noterade bolag har en revisionskommitté. I övrigt har grundandet av samtliga kommittéer skett enbart på styrelsens eget initiativ. Företagsskandalerna som resulterade i införandet av Sarbanes-Oxley Act (SOX) år 2002 ledde dock till en ändring och samtliga ovan nämnda kommittéer påtvingades enligt lag i USA. Enligt 8 kap. 49a § i aktiebolagslagen (2005:551) skall en revisionskommitté inrättas även i svenska börsbolag, där omfattningen av bolagets verksamhet så kräver:

I ett aktiebolag vars överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad ska styrelsen ha ett revisionsutskott. Utskottets ledamöter får inte vara anställda av bolaget. Minst en ledamot ska ha redovisnings- eller revisionskompetens. Utskottet ska utse en av ledamöterna att vara dess ordförande. Bolaget får besluta att styrelsen inte ska ha något revisionsutskott, förutsatt att styrelsen fullgör de uppgifter [...] som revisionsutskottet har.

Revisionskommitténs primära uppgift, som även aktiebolagslagen hänvisar till i citatet ovan, är att övervaka bolagets externa revision och fungera som den huvudsakliga kontakten mellan revisorn och bolaget. Detta rapporteringsförhållande syftar till att förhindra ledningens möjligheter att manipulera de finansiella rapporterna. Övriga uppgifter som revisionskommittén ansvarar för är att övervaka den finansiella rapporteringen, övervaka valet av redovisningsstandarder, anlita och övervaka den externa revisorn, överse den interna revisionen och företagets lagefterlevnad samt

---

<sup>3</sup> I denna avhandling används benämningen revisionskommitté som synonym till revisionsutskott.

övervaka risk. För att säkerställa att revisionskommitténs uppgifter sköts utan ledningens inflytande, kräver SOX att revisionskommittén består av enbart oberoende styrelsemedlemmar. Därtill kräver SOX att samtliga medlemmar i revisionskommittén har finansiell sakkunskap (eng. financially literate) samt att styrelseordförande är finansiell expert. Såsom framgår av citatet ovan ställs motsvarande krav, dock något mjukare, på revisionskommitténs sammansättning i Sverige. (Värdepappersmarknadsföreningen 2015:32-33; Larcker & Tayan 2016:280)

## **2.5 Faktorer som påverkar styrelsens attribut**

Styrelsens båda uppgifter inverkar på utformningen av styrelsens attribut. Enligt agentteorin är styrelsens viktigaste funktion att bevaka aktieägarnas intressen, vilket görs genom att övervaka ledningens aktiviteter. Ledningen är agenter och ägarna principaler. Styrelsen används som en mekanism för att kontrollera agenternas agerande och förbättra bolagets prestation genom att minimera agentkostnaderna. Detta anses viktigt, eftersom kostnaderna för bolaget och aktieägarna kan bli höga om ledningen agerar i eget intresse i stället för i aktieägarnas intresse.

Resursberoendeteorin föreslår å sin sida att styrelsens främsta uppgift som rådgivare är att bidra med resurser. Större eller mer styrelsekapital leder till bättre tillgång till resurser. Enligt denna teori är det av stort värde om styrelsemedlemmarna kan förse företaget med branschspecifik kunskap, finansiell expertis, information, tillgång till kapital samt länkar till kunder, leverantörer, statliga beslutsfattare och sociala grupper (Nicholson & Kiel 2007:589; Muller-Kahle, Wang & Wu 2014:685-686). Styrelsemedlemmar som kan förse företaget med ett brett nätverk av dylika resurser kommer att bidra till en bättre prestation (Pfeffer 1973:349).

I praktiken innebär styrelsearbetet såväl övervakning som rådgivning och teoretiskt sett är båda uppgifterna kopplade till företagets prestation. Av denna anledning är det viktigt att integrera agentteorin med resursberoendeteorin. Agentteoretiker och resursberoendeteoretiker har undersökt varsin styrelsefunktion på bekostnad av den andra och på så vis bidragit till en ofullständig förståelse för styrelsens uppgifter och hur dessa inverkar på företagets prestation. En integrering av båda teorierna både reflekterar verkligheten bättre och överkommer de teoretiska svagheter som finns med att välja den ena teorin framför den andra. Integreringen av de båda perspektiven stöds även av att det styrelsekapital som resursberoendeteorin framhäver även påverkar övervakningsfunktionen. Erfarenhet, expertis och kunskap är alla faktorer

som påverkar effektiviteten i övervakningen av ledningen. (Hillman & Dalzier 2003:388)

Effektiva styrelsemedlemmar beskrivs som individer kapabla att fullfölja såväl rådgivnings- som övervakningsansvaret. Larcker och Tayan (2016:58) menar att styrelsen som helhet förväntas uppvisa oberoende för att vara effektiv i båda rollerna och hänvisar till USA där New York Stock Exchange (NYSE) kräver att majoriteten av styrelsemedlemmarna skall vara oberoende. Hillman och Dalzier (2003:391) håller med om att en beroende styrelsemedlem är sämre på övervakningsfunktionen, men däremot desto bättre i rollen som rådgivare. Detta följer av att en nära kontakt med bolagets ledning minskar incitamenten för övervakning. Samtidigt innebär dock en nära relation till ledningen att incitamenten att bidra med resurser ökar. Styrelsemedlemmar som är leverantörer, kunder eller anställda i företaget har ännu större incitament att bistå företaget med resurser, eftersom dessa troligen gagnar styrelsemedlemmen själv när bolagets vinst maximeras. (Hillman & Dalzier 2003:391)

Även marknaden för potentiella styrelsemedlemmar, som är att betrakta som en extern bolagsstyrningsmekanism, kan få konsekvenser för styrelsens attribut (Gillian 2006:385). I länder med stora ekonomier och många företag finns en större marknad med potentiella styrelsemedlemmar. Mindre länder har däremot en betydligt mer begränsad grupp av potentiella styrelsekandidater. Således kan företag i mindre länder tvingas välja mellan erfarna, ofta upptagna styrelsemedlemmar och oerfarna styrelsemedlemmar, som kanske inte är effektiva. (Muller-Kahle, Wang & Wu 2014:687)

Styrelsens attribut beror också på gällande lag och reglering samt det bolagsstyrningssystem som ett företag inför. Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) menar att skillnaderna i lag och reglering länder emellan gör att styrelsens effekt på företagets prestation också skiljer sig mellan länder. I följande två underkapitel ges en överblick av bolagsstyrningen och dess inverkan på styrelsens attribut i svenska börsbolag.

### **2.5.1 Internationella aspekter**

Det bolagsstyrningssystem som ett företag implementerar är inte oberoende av sin omgivning, utan en mängd olika faktorer som hänger samman med företagsmiljön är med och formar systemet. Enligt Larcker och Tayan (2016:19) har ett lands rättstradition viktiga konsekvenser för aktieägarnas rättigheter. Länder, vars

rättssystem bygger på en tradition av common law, ger mer rättigheter till aktieägarna än länder vars rättssystem bygger på de kontinental-europeiska rättsfamiljerna (eng. civil law). Ifall rättssystemet är korrumpert eller ineffektivt, förstärks behovet av disciplinerande bolagsstyrningsmekanismer. Vidare påverkar det samhälle, där företaget bedriver verksamhet, också ledningens beteende. Aktiviteter, som kan anses acceptabla i vissa länder, anses olämpliga i andra. Även kulturella värden påverkar förhållandet mellan bolaget och dess aktieägare. (Larcker & Tayan 2016:20-28)

Hur lagar tillämpas i praktiken kan dessutom skilja sig från hur de formellt är stipulerade. Förhållandet mellan det formella rättssystemet och företagens omgivning måste förstås, när man jämför bolagsstyrning mellan olika länder. Exempelvis menar Huse (2003:107) att bolagsstyrningssystemen i Nederländerna och Tyskland formellt är likadana, så kallade two-teir system, men att dessa system är inbäddade i två helt olika företagskulturer. I Tyskland existerar en bolagsstyrningskultur, där agentteorin beskriver styrelsens uppgift bäst. Styrelsemedlemmarna väljs för att representera aktieägarnas intressen. I Nederländerna beskriver å andra sidan resursberoendeteorin styrelsens uppgift bäst, där styrelsemedlemmarna snarare utses än väljs och deras främsta funktion är att förse företaget med resurser. (Huse 2003:107)

### **2.5.2 Den nordiska bolagsstyrningsmodellen**

Enligt Lekvalls (2014:106) indelning hör Sverige till det nordiska förvaltningssystemet. Detta system kännetecknas av en enkel styrelsestruktur, där styrelsen i första hand består av oberoende medlemmar valda av aktieägarna samt en verkställande direktör som ansvarar för bolagets löpande förvaltning (Huse 2003:106). Bolagsstämman spelar en central roll genom att den yttersta makten tilldelas majoriteten vid bolagsstämman. Vidare har styrelsen långtgående befogenheter att styra företaget under dess mandatperiod. Likväl kan styrelsen avsättas av aktieägarna när som helst under mandatperioden, vilket säkerställer styrelsens underordning till bolagsstämman och ger styrelsemedlemmarna en tydlig ansvarsskyldighet gentemot aktieägarna. Enligt den nordiska modellen ansvarar styrelsen för att både utse och avskeda ledningen, vilket återigen innebär en strikt hierarki mellan styrelsen och ledningen. (Lekvall 2014:62)

### **2.5.3 Styrelsen i svenska börsbolag**

Det legala ramverket för bolagsstyrningen i Sverige består i första hand av aktiebolagslagen och årsredovisningslagen. Aktiebolagslagen innehåller grundläggande regler för

bolagets organisation. I aktiebolagslagen anges vilka organ som skall finnas i bolaget, vilka uppgifter respektive organ har samt vilket ansvar de personer har som ingår i bolagsorganen. Dessa lagar kompletteras av koden för svensk bolagsstyrning (koden) samt de regler som gäller på den reglerade marknaden, där bolagets aktier är upptagna till handel. Koden är i sig inte tvingande i sin helhet, utan bolagen har möjlighet att avvika från rekommendationerna, förutsatt att de redogör för orsaken till avvikelserna. Dock är flera av kodens punkter direkt baserade på lag eller andra tvingande bestämmelser, vilket gör flertalet av rekommendationerna obligatoriska i praktiken. (Lekvall 2014:62; Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:4-5)

Enligt 8 kap. 17 § och 46 § i aktiebolagslagen (2005:551) skall styrelsen i svenska börsbolag bestå av minst tre medlemmar, varav en skall utses till ordförande. Enligt koden får högst en av styrelsemedlemmarna arbeta i bolagets ledning eller i ledningen av dess dotterbolag. Oftast upptas denna plats av verkställande direktören. Vidare skall majoriteten av styrelsemedlemmarna vara oberoende i förhållande till bolaget och ledningen. Minst två av dessa skall även vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare. Syftet med att ha styrelsemedlemmar som är oberoende gentemot större aktieägare är en minoritetsskyddsfråga. Tanken med ett sådant oberoende är att säkerställa att bolaget styrs i samtliga aktieägares intresse utan att majoriteten skor sig på minoritetens bekostnad. I Sverige har det traditionellt sett funnits starka kontrollägare, men under de senaste årtionden har de stora ägarfamiljernas långsiktiga inflytande i börsbolagen minskat. Istället har de institutionella ägarnas mera kortsiktiga investeringsstrategi gjort intåg. Detta har enligt Hammarskiöld och Hein (2004:513) lett till att ledningen på senare tid kunnat få ett oproportionerligt stort inflytande över de svenska börsbolagen. (Hammarskiöld & Hein 2004:512-513; Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:7-8)

Lekvall (2014:76) menar att det svenska bolaget inte har lika starkt incitament som det angloamerikanska bolaget att grunda en revisionskommitté. Orsaken är att styrelsen enligt den nordiska bolagsstyrningsmodellen, till skillnad från den angloamerikanska one-tier modellen, består helt eller till övervägande del av medlemmar som inte är anställda i bolaget. Enligt 8 kap. §49a i aktiebolagslagen (2005:551) skall styrelsen i svenska börsbolag dock ha en revisionskommitté. Medlemmarna i revisionskommittén får inte vara anställda av bolaget och minst en av medlemmarna skall ha redovisnings- eller revisionskompetens. Bolaget kan dock besluta att styrelsen inte skall ha någon

revisionskommitté, förutsatt att styrelsen som helhet sköter revisionskommitténs obligatoriska uppgifter.

## **2.6 Bolagets prestation**

I sammanhanget att utvärdera ett företags prestation definierar Monks och Minow (2011:47) bolagets yttersta syfte som långsiktigt värdeskapande för aktieägarna. Denna definition fungerar i sin tur som ett ramverk för styrelsemedlemmarnas ansvar i den värdeskapande processen. I börsbolag med spridd ägarstruktur behövs en styrelse som ansvarar för att säkerställa att bolagets tillgångar förvaltas effektivt enligt aktieägarnas intressen och att förbrukningen av onödig lyx och imperiumbygge minskar. Vidare föreslår resursberoendeteorin att en medlem som valts till bolagets styrelse förväntas använda sin erfarenhet, sin expertis, sitt rykte, sitt nätverk och sina externa ansvarsförbindelser i syfte att ge företaget råd som leder till en bättre prestation.

Långsiktigt värdeskapande för aktieägarna, eller företags prestation, mäts ofta i marknadsbaserade eller operativa mått. Marknadsbaserade mått är i regel baserade på onormal eller överavkastning, den så kallade alfa, beräknad som observerad avkastning minus förväntad avkastning med hänsyn till aktiens risk, den så kallade beta. Förutsatt en någorlunda effektiv marknad är överavkastning ett bra mått på förändringen i det ekonomiska värdet som tillfaller aktieägarna. (Larcker & Tayan 2016:14)

De operativa, eller redovisningsbaserade, måtten är något bakåtblickande, men anses i allmänhet ge en bra inblick i företags värdeförändringar. Vanligt förekommande operativa mått är operativt kassaflöde och avkastning på totalt kapital (ROA). Måttet ROA består i sin tur av komponenterna vinstmarginal och tillgångarnas omsättningshastighet, vilket indikerar hur effektivt företags tillgångar används för att generera avkastning till aktieägarna. (Larcker & Tayan 2016:14)

Ytterligare ett vanligt förekommande prestationsmått är det så kallade Tobins Q, som mäter förhållandet mellan marknadsvärde och bokföringsvärde. Tobins Q är baserat på teorin att ett företag med överlägsen prestation kommer att handlas till ett marknadsvärde högre än det bokförda värdet av sina nettotillgångar. Tobins Q åskådliggör med andra ord marknadens förväntningar på företags framtida avkastning i förhållande till företags redovisade värde. (Larcker & Tayan 2016:14-15)

## 2.7 Sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation

Att studera styrelsens attribut och dess inverkan på bolagets prestation är viktigt för att identifiera de egenskaper som bör betonas vid nominering och val av nya styrelsemedlemmar. Vid tillsättning av bolagets styrelse bedömer valberedningen, som är bolagsstämmans organ, vilka potentiella styrelsekandidater som är lämpliga att sitta i bolagets styrelse (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:12-15). Eftersom aktieägarnas huvudsakliga syfte är att generera avkastning på investerat kapital (Shleifer & Vishny 1997:740-741), är det viktigt att aktieägarna känner till de styrelseattribut som bör betonas för att maximera bolagets prestation.

För att identifiera de egenskaper som aktieägarna bör betona, studeras ett flertal styrelseattribut. Som nämndes redan i den inledande problemdiskussionen är variablerna för styrelsens storlek och styrelsens oberoende av intresse, eftersom tidigare forskning upprepade gånger påvisat motstridiga resultat. Därtill har forskarna i vissa fall även presenterat direkt motsägande argument med avseende på undersökningarnas förväntade utfall. Variablerna för upptagna styrelsemedlemmar och revisionskommitténs expertis har å andra sidan frekvent visat entydiga resultat i den tidigare forskningen. Eftersom forskarna dessutom har överensstämmande och välgrundade antaganden om sambanden mellan dessa variabler och bolagets prestation, är det av intresse att undersöka huruvida dessa antaganden även kan bekräftas på de svenska börsbolagen. Undersökningen inkluderar ytterligare variablerna styrelsens erfarenhet och styrelsens relationskapital. Dessa variabler har främst studerats i andra sammanhang, trots att både relationskapital och erfarenhet är centrala begrepp inom resursberoendeteorin och därav kan antas inverka på bolagets prestation.

Ytterligare styrelseattribut som kunde inverka på bolagets prestation är styrelsens könsfördelning och styrelsemedlemmarnas ålder. Dessa variabler har dock exkluderats från denna undersökning av flera orsaker. För det första kan styrelsemedlemmarnas ålder antas korrelera starkt med variabeln styrelsens erfarenhet, vilket i sin tur skulle innebära problem med multikollinearitet vid multipel regressionsanalys. För det andra har tidigare forskning redan undersökt sambandet mellan styrelsens könsfördelning och bolagets prestation (Randoy, Oxelheim & Thomsen 2006) och sambandet mellan styrelsens könsfördelning och nivån på styrelsens kvalitet (Lending & Vähämaa 2017) i de nordiska länderna. För det tredje ställer samplets storlek vissa begränsningar på antalet oberoende variabler och kontrollvariabler som kan medtas i undersökningen.

I följande underkapitel redogörs för tidigare forskning i sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation. Fokus ligger på kvantitativa och sambandssökande studier. Tidigare forskning i förhållandet mellan variablerna styrelsens storlek, styrelsens oberoende, upptagna styrelsemedlemmar, styrelsens erfarenhet, styrelsens relationskapital och revisionskommitténs expertis presenteras. Utgående från resultaten av tidigare studier och den teoretiska referensramen utvecklas hypoteserna för avhandlingens undersökning.

### **2.7.1 Styrelsens storlek**

Tidigare forskning har uppnått varierande resultat gällande sambandet mellan styrelsens storlek och bolagets prestation. Å ena sidan verkar en större styrelse innebära en bättre prestation genom att styrelsen förser bolaget med viktiga resurser, å andra sidan verkar en större styrelse förknippas med kommunikationsproblem mellan styrelsemedlemmarna och brist på enighet i viktiga beslut och därav innebära en sämre prestation.

Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) undersökte sambandet mellan styrelsens storlek och företagets prestation bland de 100 största bolagen enligt marknadsvärde i såväl Storbritannien som USA. I motsats till undersökningens hypotes fann Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) ett signifikant positivt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q. Därtill påvisade undersökningen att styrelsens storlek har en mer signifikant positiv inverkan på Tobins Q i Storbritannien än i USA. Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) menade att agentteorin inte får stöd av deras undersökning och förklarade resultatet utgående från skillnader i ländernas bolagsstyrningskod samt att styrelsens roll som rådgivare är viktigare i Storbritannien än i USA. Även Johl, Kaur och Cooper (2015) fann ett signifikant positivt samband mellan styrelsens storlek och ROA i sin undersökning av malaysiska börsbolag. Johl, Kaur och Cooper (2015) förklarade resultatet utgående från agentteorin och att en större styrelse är mer effektiv i den övervakande rollen, vilket i sin tur skapar värde för företaget. Även Shukeri, Shin och Shaari (2012) fann ett positivt samband mellan styrelsens storlek och ROE, när de undersökte malaysiska börsbolag. I överensstämmelse med Johl, Kaur och Cooper (2015) förklarade Shukeri, Shin och Shaari (2012) att en större styrelse garanterar att ledningen strävar till att agera i företagets bästa och följaktligen presterar företaget bättre. Undersökningen var utförd på tvärsektionella data och Shukeri, Shin och Shaari (2012) menade att resultaten kunde vara mer generaliserbara, ifall studien hade varit

utförd med paneldata. Även Kiel och Nicholson (2003) fann ett positivt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q i sin undersökning av börsnoterade australiensiska företag. Kiel och Nicholson (2003) förklarade resultatet med att de australiensiska bolagen överlag har väldigt få styrelsemedlemmar och att en större styrelse därav bidrar till en mer effektiv övervakning. Kiel och Nicholson (2003) fann dock inget signifikant samband mellan styrelsens storlek och ROA.

Malik och Makhdoom (2016) kom till en motsatt slutsats i sin undersökning då de fann ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q, ROA samt aktieavkastning i Fortune Global 500-bolag från 18 olika länder. Malik och Makhdoom (2016) förklarade de entydiga resultaten med att en stor styrelse innebär brist på enighet och sammanhållning i viktiga beslut. Även Haji och Mubaraq (2015) fann, i motsats till sin hypotes, ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q i sin undersökning av malaysiska börsbolag. Haji och Mubaraq (2015) studerade sambandet mellan styrelsens storlek och företagens prestation både före och efter en revision av koden för bolagsstyrning och fann att det negativa sambandet hade förstärkts ytterligare efter att koden reviderats. Haji och Mubaraq (2015) hänvisade till agentteorin och argumenterade i linje med Malik och Makhdoom (2016) att en större styrelse har svårt att nå konsensus i viktiga beslut på grund av spridda åsikter. Även Mak och Kusnadi (2005) fann ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q i sin undersökning av börslistade bolag i Singapore och Malaysia. På motsvarande sätt påvisade Eisenberg, Sundgren och Wells (1998) ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och ROA i finska småbolag. Både Mak och Kusnadi (2005) samt Eisenberg, Sundgren och Wells (1998) hänvisade till agentteorin och förklarade resultatet med att en större styrelse förknippas med problem i kommunikation och samordning.

Ytterligare ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q påvisades av Haniffa och Huadib (2006) när de analyserade paneldata av malaysiska börsbolag. Intressant nog fann Haniffa och Huadib (2006) ett signifikant positivt samband mellan styrelsens storlek och ROA i regressioner med tvärsektionella data för samma bolag. Haniffa och Huadib (2006) förklarade resultatet utifrån det marknadsmässiga måttet Tobins Q med att en större styrelse kan anses mindre effektiv i den övervakande rollen, kostsam i termer av kompensation och ge individuella styrelsemedlemmar ett incitament att smita från sitt ansvar. Å andra sidan förklarade Haniffa och Huadib (2006) resultatet utifrån det redovisningsmässiga måttet ROA med

att en större styrelse förser företaget med kontakter, erfarenhet och kompetens som krävs för bättre prestation.

Tidigare studier har konsekvent funnit bevis på att det finns ett samband mellan styrelsens storlek och bolagets prestation. Däremot har resultaten varit motstridiga huruvida sambandet är positivt eller negativt. Resursberoendeteorin föreslår att en större styrelse förser företaget med viktiga resurser. Agentteorin föreslår å ena sidan att en större styrelse är mer effektiv i övervakningsrollen, men å andra sidan förknippad med kommunikationsproblem, kostsam i termer av kompensation och ger individuella styrelsemedlemmar incitament att smita från sitt ansvar. Med dessa argument antas det i denna avhandling finnas ett signifikant samband mellan styrelsens storlek och bolagets prestation, men inget antagande görs gällande sambandets riktning. Hypotes ett lyder:

*H1a: Det finns ett samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q*

*H1b: Det finns ett samband mellan styrelsens storlek och ROA*

### **2.7.2 Styrelsens oberoende**

Sambandet mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation har även erhållit aningen motstridiga resultat i tidigare forskning. Medan en del undersökningar inte kunnat påvisa något samband alls (Haniffa & Huadib 2006; Rashid, Zoysa, Lodh & Rudkin 2010; Johl, Kaur & Cooper 2015), har andra påvisat signifikanta samband i bådadera riktningarna. En ofta förekommande argumentation lyder huruvida per definition oberoende styrelsemedlemmar i verkligheten är oberoende eller inte.

Malik och Makhdoom (2016) fann ett signifikant positivt samband mellan styrelsens oberoende och Tobins Q, ROA samt aktieavkastning i sin undersökning av Fortune Global 500-bolag. Malik och Makhdoom (2016) förklarade resultatet med att dessa bolag har lyckats uppfylla kraven gällande oberoende och samtidigt attraherat erfarna styrelsemedlemmar som har sakkunskap. Vidare undersökte Jeremias och Gani (2014) amerikanska S&P500 bolag och fann i likhet med Malik och Makhdoom (2016) ett signifikant negativt samband mellan styrelsens beroende och Tobins Q. Jeremias och Gani (2014) förklarade resultatet med att oberoende styrelsemedlemmar kan skydda aktieägarna mot ledningens opportunist, eftersom dessa styrelsemedlemmar är oberoende av ledningens inflytande och inte heller har affärsförbindelser med bolaget.

Även Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) fann ett signifikant positivt samband mellan styrelsens oberoende och Tobins Q i de 100 största bolagen i Storbritannien. Däremot kunde Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) inte påvisa något signifikant samband mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation i de 100 största bolagen i USA. Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) förklarade resultatet med skillnader i ländernas bolagsstyrningskod. Innan Cadbury rapporten utfärdades var Storbritannien känt för att ha styrelser som dominerades av beroende styrelsemedlemmar. Vidare menade Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) att alla företag i Storbritannien inte följer kodens rekommendationer, eftersom dessa är frivilliga. Slutligen argumenterade Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) för att aktieägarnas värde kunde öka, ifall brittiska företag konvergerade mot amerikanska normer för bolagsstyrning. Ytterligare ett signifikant positivt samband mellan styrelsens oberoende och ROA, ROE och EPS påvisades av Pearce och Zahra (1992) i en undersökning bland Fortune 500-bolag. Pearce och Zahra (1992) förklarade resultatet med att oberoende styrelsemedlemmar kan säkerställa företagets överlevnad genom att minska osäkerheten i företagets omgivning, möta de strategiska kraven och vända företagets svaga finansiella prestation.

Francis, Hasan och Wu (2012) undersökte sambandet mellan styrelsemedlemmarnas verkliga oberoende och kumulativ aktieavkastning och fann även de ett signifikant positivt samband. Studien utfördes på S&P 1500-bolag under finanskrisen. Till skillnad från Malik och Makhdoom (2016) samt Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) kunde Francis, Hasan och Wu (2012) inte påvisa något signifikant samband mellan traditionellt oberoende och kumulativ aktieavkastning. Francis, Hasan och Wu (2012) förklarade resultatet med att alla oberoende styrelsemedlemmar inte är lika effektiva i den övervakande rollen samt att verkställande direktörens inflytande kan äventyra den traditionella definitionen av oberoende styrelsemedlemmar.

Shukeri, Shin och Shaari (2012) kom till motsatt slutsats i sin undersökning, då de fann ett signifikant negativt samband mellan styrelsens oberoende och ROE i malaysiska börsbolag. Shukeri, Shin och Shaari (2012) förklarade resultatet med att de flesta oberoende styrelsemedlemmarna i Malaysia kommer från utlandet, varav majoriteten från Singapore och USA. Således antydde Shukeri, Shin och Shaari (2012) att dessa utländska styrelsemedlemmar inte känner till det malaysiska företagsklimatet eller den lokala affärskulturen tillräckligt väl. Shukeri, Shin och Shaari (2012) påstod att malaysiska beroende styrelsemedlemmar har bättre lokal kännedom, kan leda företaget bättre och fattar bättre beslut vilket i sin tur leder till en bättre prestation. Även Kiel

och Nicholson (2003) fann ett signifikant negativt samband mellan styrelsens oberoende och Tobins Q i sin undersökning av börsnoterade australienska företag. Kiel och Nicholson (2003) förklarade resultatet med att beroende styrelsemedlemmar agerar i enlighet med den gode förvaltaren (eng. stewardships). Kiel och Nicholson (2003) betonade dock att inget sådant samband kunde påvisas med avseende på det redovisningsbaserade prestationsmättet ROA. I motsats till sin hypotes fann även Haji och Mubaraq (2015) ett signifikant negativt samband mellan styrelsens oberoende och Tobins Q i malaysiska börsbolag före revidering av nationens bolagsstyrningskod år 2006. Haji och Mubaraq (2015) fann ytterligare ett signifikant negativt samband mellan styrelsens oberoende och ROA efter att koden reviderats ett år senare. Haji och Mubaraq (2015) förklarade resultatet med att oberoende styrelsemedlemmar inte är oberoende i verkligheten. Vidare menade Haji och Mubaraq (2015) att oberoende styrelsemedlemmars inflytande på viktiga beslut i malaysiska börsbolag kan ifrågasättas.

Sammanfattningsvis har tidigare studier således erhållit aningen motstridiga resultat gällande sambandet mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation. Å ena sidan finns det bevis för att styrelsen bör vara uppmärksam på agentfrågor samt att sannolikheten för att så sker är större när det finns oberoende styrelsemedlemmar. Å andra sidan är forskarna oense om huruvida per definition oberoende styrelsemedlemmar i verkligheten är oberoende eller inte. Med beaktande av tidigare forskning, ett allt mer spritt ägande i svenska börsbolag och den svenska kodens tydliga krav och definition på oberoende, antas det finnas ett positivt samband mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation i denna avhandling. Hypotes två uppställs enligt följande:

*H2a: Det finns ett positivt samband mellan styrelsens oberoende och Tobins Q*

*H2b: Det finns ett positivt samband mellan styrelsens oberoende och ROA*

### **2.7.3 Upptagna styrelsemedlemmar**

Med upptagna styrelsemedlemmar avses det totala antalet styrelseuppdrag som individuella styrelsemedlemmar har. Agentteorin föreslår att upptagna styrelsemedlemmar kan ha en negativ inverkan på styrelsens övervakande funktion, eftersom dessa medlemmar är överbelastade och har för många andra uppgifter att fullfölja. Två intressegrupper, National Association of Corporate Directors (NACD) och Council of

Institutional Investors (CII), har rekommenderat att begränsa antalet styrelseuppdrag som en individuell person får acceptera. NCAD föreslår att personer i ledande ställning bör acceptera högst tre styrelseuppdrag, medan CII föreslår att personer med heltidsarbete bör ta emot högst två styrelseuppdrag. (Weil 2014:20-21)

Tidigare forskning har också gett stöd för agentteorin och de ovannämnda gruppernas förslag. Fich och Shivdasani (2006) undersökte amerikanska börsbolag och fann ett signifikant negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och ROA, PB samt tillgångarnas omsättningshastighet. Fich och Shivdasani (2006) definierade upptagna styrelsemedlemmar som styrelser där majoriteten av medlemmarna har tre eller flera styrelseuppdrag. I en undersökning av indiska börsbolag fann även Jackling och Johl (2009), dock i motsats till sin hypotes, ett signifikant negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och Tobins Q. Därtill påvisade Jackling och Johl (2009) ett signifikant negativt samband mellan upptagna oberoende styrelsemedlemmar och ROA. I överensstämmelse med Fich och Shivdasani (2006) hänvisade Jackling och Johl (2009) till agentteorin och förklarade resultatet med att upptagna styrelsemedlemmar är mindre effektiva i den övervakande rollen.

Även Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) fann ett signifikant negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och Tobins Q när de undersökte de 100 största bolagen enligt marknadsvärde i såväl Storbritannien som i USA. Samtidigt visar Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) att upptagna styrelsemedlemmar inverkar mer positivt på Tobins Q i Storbritannien jämfört mot USA. Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) förklarade resultatet med att upptagna styrelsemedlemmar generellt sett är mindre effektiva i den övervakande rollen. Vidare förklarade Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) skillnaden länderna emellan med att utbudet av erfarna styrelsemedlemmar är mindre i Storbritannien än i USA. Därav har företagen i Storbritannien att välja mellan upptagna experter och oerfarna styrelsemedlemmar. Vidare menade Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) att bolagen i Storbritannien litar på sin styrelse mer i rollen som rådgivare än som övervakare.

Av litteraturen som granskats för denna avhandling är upptagna styrelsemedlemmar den variabel som mest frekvent bevisats ha ett starkt negativt samband med bolagets prestation, trots att Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso och Rodriguez-Rodrigues (2014) inte kunde påvisa något signifikant samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och bolagets prestation i sin undersökning av spanska börsbolag.

Med hänvisning till agentteorin och tidigare forskningsresultat är antagandet om sambandet mellan variablerna i denna avhandling följande i hypotes tre:

*H3a: Det finns ett negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och Tobins Q*

*H3b: Det finns ett negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och ROA*

#### **2.7.4 Styrelsens erfarenhet**

Tidigare forskning i sambandet mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation är knapp. Styrelsens erfarenhet har dock studerats i andra sammanhang. Exempelvis påvisade Berberich och Niu (2011) ett signifikant positivt samband mellan bolagsstyrningsproblem och styrelsens erfarenhet bland S&P 1500-bolag. Berberich och Niu (2011) förklarade resultatet med att styrelsemedlemmar med lång erfarenhet från ett och samma bolag är mer benägna att bli vän med verkställande direktören, vilket gör styrelsen mindre effektiv i den övervakande rollen. Schnake, Fredenberger och Williams (2005) påvisade å andra sidan ett signifikant negativt samband mellan styrelsens erfarenhet och det antal rättsliga förfaranden som bolaget rapporterat. I motsats till Berberich och Niu (2011) förklarade Schnake, Fredenberger och Williams (2005) resultatet med att en erfaren styrelse har bättre kunskap om bolaget och därav också är kapabel till en mer effektiv övervakning.

Francis, Hasan och Wu (2012) undersökte sambandet mellan styrelsens erfarenhet och kumulativ aktieavkastning i S&P 1500-bolag under finanskrisen. Francis, Hasan och Wu (2012) kunde dock inte påvisa något samband. Däremot fann Huang (2013) ett signifikant positivt samband mellan styrelsens erfarenhet och Tobins Q i sin undersökning av S&P 1500-bolag. Huang (2013) visade dock att sambandet inte var linjärt, utan att styrelsens optimala erfarenhet var nio år. En längre erfarenhet än så hade en signifikant negativ inverkan på Tobins Q. Även Livnat et al. (2016) fann att styrelsens erfarenhet har en signifikant positiv inverkan på PB-talet<sup>4</sup>, framtida PB-tal och aktieavkastning i sin undersökning av 3000 börsbolag över en tidsperiod på 18 år. I överensstämmelse med Huang (2013) fann Livnat et al. (2016) att sambandet mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation byter riktning, när styrelsens erfarenhet överstiger nio år. Både Huang (2013) och Livnat et al. (2016) förklarade resultatet med

---

<sup>4</sup> PB-talet kommer från engelskans *price to book value* och är ett sätt att jämföra bolagets marknadsvärde med dess bokföringsvärde.

att marknaden belönar bolag med erfarna styrelsemedlemmar som kan ge teknisk rådgivning. Huang (2013) och Livnat et al. (2016) förklarar vidare att effekten av styrelsens två primära uppgifter ändras över tiden. Styrelsens roll som övervakare försämras med ökad erfarenhet på grund av att styrelsemedlemmar med väldigt lång erfarenhet är mindre vaksamma. På motsvarande sätt förklarade Huang (2013) och Livnat et al. (2016) att styrelsens roll som rådgivare försämras på grund av att styrelsemedlemmar med väldigt lång erfarenhet inte håller jämna steg med de tekniska förändringarna i företagets verksamhet.

Sammanfattningsvis kan konstateras att både agentteorin och resursberoendeteorin erhållit visst stöd i tidigare studier gällande styrelsens erfarenhet och bolagets prestation. Med hänvisning till tidigare forskningsresultat och resursberoendeteorin antas styrelsens erfarenhet, eller humankapital, ha en positiv inverkan på bolagets prestation i denna avhandling. Den fjärde hypotesen lyder:

*H4a: Det finns ett positivt samband mellan styrelsens erfarenhet och Tobins Q*

*H4b: Det finns ett positivt samband mellan styrelsens erfarenhet och ROA*

### **2.7.5 Styrelsens relationskapital**

Trots att relationskapital anses vara ett centralt begrepp inom resursberoendeteorin har variabeln inte studerats speciellt frekvent i sammanhanget bolagets prestation. Tidigare forskning har definierat styrelsens relationskapital på flera olika sätt och resultaten har varierat därefter.

Jeremias och Gani (2014) undersökte relationskapitalets inverkan på sambandet mellan ett flertal styrelseattribut och bolagets prestation bland S&P 500 bolag. Jeremias och Gani (2014) definierade styrelsens relationskapital som förhållandet mellan styrelsemedlemmar som har VD position eller styrelseuppdrag i andra S&P 500 företag, är universitetsprofessor eller politiker (eng. government officer), och totala antalet styrelsemedlemmar. I överensstämmelse med sina hypoteser fann Jeremias och Gani (2014) att styrelsens relationskapital mildrar såväl dual VD<sup>5</sup> som beroende styrelsemedlemmars negativa inverkan på Tobins Q. Jeremias och Gani (2014) fann också ett signifikant positivt samband mellan styrelsens relationskapital och Tobins Q. Jeremias och Gani (2014) förklarade resultatet med att en framgångsrik styrelse kan

---

<sup>5</sup> Med dual VD avses en situation där bolagets verkställande direktör även innehar positionen som styrelseordförande.

förse bolaget med goda råd, legitimitet, kommunikationskanaler till externa organisationer och tillgång till externa resurser. Även Hillamn, Zardkoohi och Bierman (1999) fann ett positivt samband mellan styrelsens relationskapital och bolagets prestation. I sin händelsestudie undersökte Hillamn, Zardkoohi och Bierman (1999) onormal aktieavkastning i samband med att en länk upprättas mellan bolagets styrelse och den amerikanska regeringen. I överensstämmelse med Jeremias och Gani (2014) menade Hillamn, Zardkoohi och Bierman (1999) att reducerad osäkerhet, minskade transaktionskostnader och ökad legitimitet är faktorer som bidrar till bättre prestation.

I motsats till Jeremias och Gani (2014) samt Hillamn, Zardkoohi och Bierman (1999) fann Jackling och Johl (2009) ett signifikant negativt samband mellan styrelsens relationskapital och Tobins Q i sin undersökning av indiska börsbolag. Jackling och Johl (2009) definierade dock styrelsens relationskapital, eller nätverk, som upptagna styrelsemedlemmar. Hypotesen var att upptagna styrelsemedlemmar har ett brett nätverk av kontakter och kan förse bolaget med bättre tillgång till resurser. Jackling och Johl (2009) hänvisade till agentteorin och förklarade det oväntade sambandet med att upptagna styrelsemedlemmar inte är effektiva i den övervakande rollen.

Nicholson och Kiel (2007:589) visade att resursberoendeteorin bygger på forskning i både sociologi och förvaltning, och därav förekommer ingen allmänt accepterad definition av vad en viktig resurs är. Trots att värdet av en specifik resurs varierar mellan olika företag, hävdade Nicholson och Kiel (2007) att en styrelse som bidrar med många länkar till den externa miljön kan förse företaget med en stor mängd resurser som är viktiga för bolagets prestation. Nicholson och Kiel (2007) kunde dock inte bekräfta det förväntade sambandet mellan styrelsens koppling till den externa miljön och ROA i sin fallstudie.

Sammanfattningsvis kan konstateras att resursberoendeteorin erhållit ett visst stöd i tidigare forskning. Baserat i första hand på de resultat som inte direkt strider mot agentteorin (Jeremias & Gani 2014; Hillamn, Zardkoohi & Bierman 1999), antas det finnas ett positivt samband mellan styrelsens relationskapital och bolagets lönsamhet i denna avhandling. Således uppställs den femte hypotesen enligt följande:

*H5a: Det finns ett positivt samband mellan styrelsens relationskapital och Tobins Q*

*H5b: Det finns ett positivt samband mellan styrelsens relationskapital och ROA*

### **2.7.6 Revisionskommitténs expertis**

Av litteraturen som granskats för denna avhandling är revisionskommitténs expertis den variabel som mest konsekvent bevisats ha ett positivt samband med bolagets prestation. Revisionskommitténs expertis är däremot inte den mest frekvent studerade variabeln och bolagets prestation har oftast definierats som onormal aktieavkastning.

Husam et al. (2012) undersökte sambandet mellan revisionskommitténs expertis och årlig aktieavkastning under den finansiella krisen. Husam et al. (2012) definierade revisionskommitténs expertis som andelen oberoende kommittémedlemmar som har både ekonomisk utbildning och tidigare erfarenhet av ledande uppdrag. I studien som utfördes på S&P 300-bolag år 2008 fann Husam et al. (2012) ett signifikant positivt samband mellan revisionskommitténs expertis och bolagets prestation. Husam et al. (2012) förklarade resultatet med att revisionskommitténs expertis mildrade de exogena effekterna av den globala finansiella krisen. Därtill menade Husam et al. (2012) att kunskap och erfarenhet inom revisionskommittén leder till pålitligare finansiell rapportering, vilket i sin tur resulterar i en bättre prestation.

Defond, Hann och Hu (2005) undersökte i en händelsestudie marknadens reaktion på utnämningen av redovisningsexpertis till revisionskommittén. Studien utfördes på amerikanska börsbolag före införandet av Sarbanes-Oxley Act (SOX). Defond, Hann och Hu (2005) påvisade positiv och signifikant onormal aktieavkastning (CAR) kring tidpunkten för utnämning av en redovisningsexpert till revisionskommittén. Defond, Hann och Hu (2005) visade dock att marknadens positiva reaktion gällde endast för bolag som hade sådana egenskaper, som underlättar en effektiv användning av redovisningsexpertisen. Defond, Hann och Hu (2005) förklarade resultatet med att tillsättandet av en redovisningsexpert till revisionskommittén höjer nivån på företagets bolagsstyrning. I överensstämmelse med Defond, Hann och Hu (2005) fann Johl, Kaur och Cooper (2015) ett signifikant positivt samband mellan styrelsens redovisningsexpertis och ROA i sin undersökning av malaysiska börsbolag. Johl, Kaur och Cooper (2015) förklarade resultatet med att styrelsemedlemmar som har redovisningsexpertis bidrar till bättre övervakning av ledningen och följaktligen presterar bolaget bättre.

Eftersom resultaten av tidigare forskning konsekvent tyder på att det finns ett positivt samband mellan revisionskommitténs expertis och bolagets prestation, är antagandet om sambandet mellan variablerna i denna avhandling i hypotes sex följande:

*H6a: Det finns ett positivt samband mellan revisionskommitténs expertis och Tobins Q*

*H6b: Det finns ett positivt samband mellan revisionskommitténs expertis och ROA*

## **2.8 Härledning av forskningsuppgiften**

Enligt agentteorin ger informationsasymmetrin ledningen starka incitament att agera opportunistiskt för att maximera sina egna intressen på aktieägarnas bekostnad. För att säkerställa att aktieägarnas välfärd inte äventyras bör ledningens aktiviteter övervakas. I börsbolag med spridd ägarstruktur behövs bolagsstyrningsmekanismer och i synnerhet en styrelse som strävar efter att säkerställa att bolagets tillgångar förvaltas effektivt enligt aktieägarnas intressen och att förbrukningen av onödig lyx och imperiumbygge minskar. Vidare föreslår resursberoendeteorin att en medlem som valts till bolagets styrelse förväntas använda sin erfarenhet, sin expertis och sitt rykte samt sitt nätverk och sina externa ansvarsförbindelser för att ge företaget råd som leder till en bättre prestation. Därtill har också gällande lag och reglering samt det bolagsstyrningssystem som ett företag infört konsekvenser för styrelsens attribut.

Sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation har varit ett relativt frekvent återkommande forskningsämne genom åren. Agentteoretiker och resursberoendeteoretiker har dock undersökt varsin styrelsefunktion på bekostnad av den andra och på så vis bidragit till en ofullständig förståelse av styrelsens attribut och hur dessa inverkar på företagets prestation. Istället för att enbart undersöka styrelsens övervakningsfunktion ur det agentteoretiska perspektivet, eller enbart styrelsens rådgivande funktion ur det resursberoendeteoretiska perspektivet, menar Hillman och Dalzier (2003:388) att en integrering av de båda teorierna både reflekterar verkligheten bättre och överkommer de teoretiska svagheter som finns med att välja den ena teorin framför den andra.

Förutom att svara för försörjning av riskkapital, deltar och utövar aktieägarna också inflytande på bolagsstämman (kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:6). Aktieägarna kan med andra ord främja en väl avvägd styrelse genom ett aktivt stämmodeltagande. Eftersom aktieägarnas främsta syfte är att generera avkastning på investerat kapital (Shleifer & Vishny 1997:740-741), är det viktigt att studera styrelsens attribut och dess inverkan på bolagets prestation. Således ska de egenskaper som bör betonas vid nominering och val av nya styrelsemedlemmar identifieras. För denna avhandling har

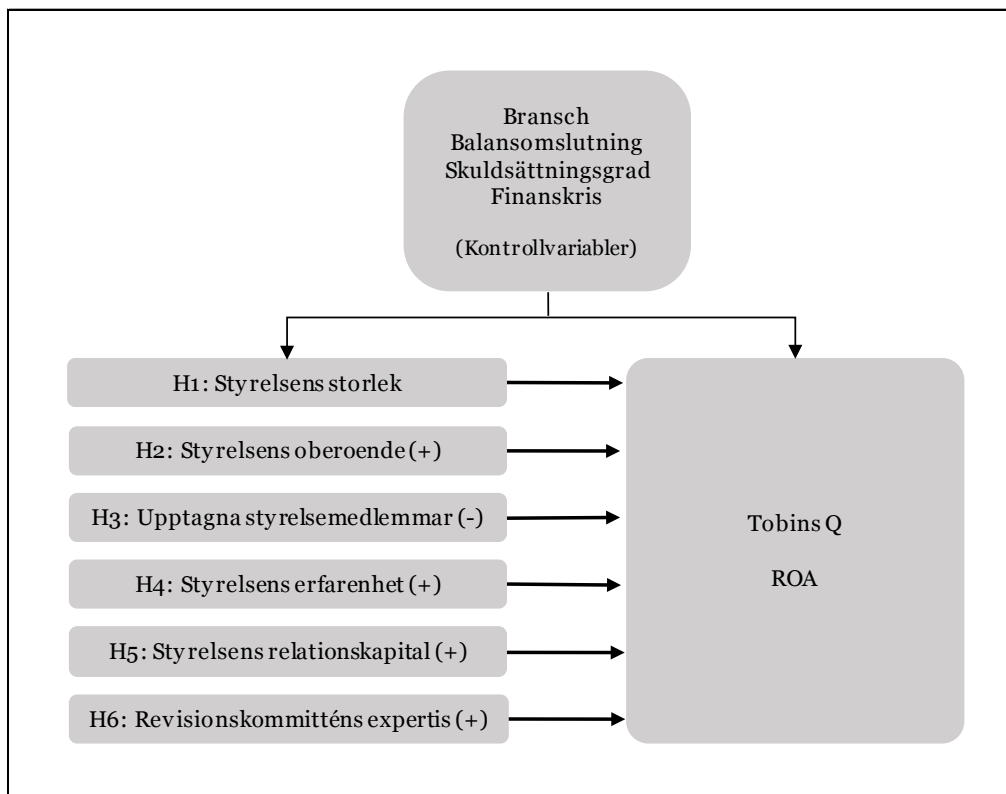
avgränsningar gjorts till vissa styrelseattribut. Valet av de attribut som studeras har gjorts på basis av vilka egenskaper som kan antas ha en inverkan på bolagets prestation. Exempelvis framhäver den svenska koden för bolagsstyrning styrelseattributen storlek, oberoende och erfarenhet (kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:15), medan intressegrupperna National Association of Corporate Directors (NACD) och Council of Institutional Investors (CII) betonar styrelseattributet upptagna medlemmar (Weil 2014:20-21). Vidare kan revisionskommitténs existens och expertis anses viktig, eftersom detta styrelseattribut påtvingas enligt lag i USA (Larcker & Tayan 2016:280), medan 8 kap. §49a i aktiebolagslagen (2005:551) framhäver revisionskommitténs betydelse.

Enligt Muller-Kahle, Wang och Wu (2014:682) kan den bolagsstyrningsmiljö, som ett företag är verksamt inom, inverka på den effekt som styrelsens attribut har på bolagets prestation. Den nordiska modellen för bolagsstyrning skiljer sig från såväl den anglosaxiska, så kallade one-teir modellen, som från den i flera kontinentaleuropeiska länder tillämpade, så kallade two-teir, modellen (Lekvall 2014:370). Givet att den nordiska bolagsstyrningsmodellen kännetecknas av en enkel styrelsestruktur, där styrelsen i första hand består av oberoende medlemmar (Huse 2003:106), antas att bolag i Sverige är mer benägna att använda styrelsen för att uppfylla den rådgivande rollen och mindre för den övervakande rollen jämfört med vad som påvisats i tidigare studier, som inkommit från andra håll i världen. Därav inkluderas ytterligare styrelseattributet relationskapital i denna undersökning.

Tidigare studier gällande styrelsens storlek och styrelsens oberoende har uppnått aningen motstridiga resultat. En del undersökningar har inte kunnat påvisa något samband, medan andra har påvisat signifikanta samband i bådadera riktningarna. En ofta förekommande argumentation lyder, huruvida per definition oberoende styrelsemedlemmar i verkligheten är oberoende eller inte. Vad beträffar upptagna styrelsemedlemmar och revisionskommitténs expertis, så har forskningen konsekvent funnit bevis på att den förstnämnda har en negativ inverkan och den senare nämnda en positiv inverkan på bolagets prestation. De få forskare som undersökt sambandet mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation är ense om att styrelsens erfarenhet har en positiv inverkan på bolagets prestation upp till nio år, varefter sambandet byter riktning. Vad gäller styrelsens relationskapital så har både definitionen av variabeln och dess inverkan på bolagets prestation fluktuerat kraftigt i den tidigare forskningen.

Hypoteserna i denna avhandling har utvecklats utgående från agentteorin och resursberoendeteorin samt på basis av tidigare forskningsresultat, vilka kortfattat sammanfattades ovan. Undersökningsmodellen för denna avhandling och det antagna sambandet mellan variablerna illustreras i figur 2 nedan.

**Figur 2** Undersökningsmodell och förväntade samband mellan variablerna



### 3 METOD

Syftet med detta kapitel är att beskriva hur avhandlingens empiriska undersökning ska utföras. Inledningsvis redogörs för vald metod och processen för undersökningens genomförande, innan avhandlingens forskningsuppgift diskuteras. Vidare beskrivs samplet, processen för datainsamling och variablerna innan de regressionsmodeller, som ämnar förklara sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation, byggs upp. Kapitlet avslutas med en genomgång av studiens validitet och reliabilitet.

Metoderna för en vetenskaplig undersökning kan generellt delas upp i induktiva och deduktiva. Induktion förklarar verkligheten genom tolkning av observationer, det vill säga man utvecklar en ny teori på basis av den empiriska undersökningen. Motsatsen till induktion är att utgå från teorierna och med hjälp av dessa härledda hypoteser som utgångspunkt för den empiriska undersökningen. En sådan metod kallas således deduktion. I denna avhandling utnyttjas den deduktiva metoden och undersökningen utgår från två teoretiska perspektiv, från vilka hypoteser härletts för den empiriska undersökningen. (Bryman & Bell 2005:23-25)

Forskningsstrategierna kan i sin tur indelas i kvalitativa och kvantitativa. Kvalitativ forskning syftar i allmänhet till att skapa en djup förståelse för forskningstemat och möjligtvis utveckla en teori på basis av den empiriska undersökningen. Med kvantitativ forskning avses å andra sidan en strategi där en teori eller hypotes testas. Som redan i inledningen nämndes grundar sig denna avhandling på kvantitativ metodteori och är hypotesprövande till sin karaktär. Orsakerna till att en kvantitativ metodteori valts är flera. För det första ämnar undersökningen testa hypoteser och kunna generalisera resultaten till en större population. För det andra motiverar det förhållandevis stora samplet till användning av kvantitativ bearbetning och analys. En kvalitativ bearbetning av informationen vore alltför tidskrävande och inte heller ändamålsenligt. Forskningsarbetet utförs enligt Lundahl och Skärvads (1999:94-100) beskrivning av den traditionella forskningsprocessen vid kvantitativa studier. (Bryman & Bell 2005:39-41)

**Figur 3** Forskningsprocessen vid kvantitativa studier (Lundahl & Skärvads 2006:95)



### 3.1 Forskningsuppgift

Avhandlingens forskningsuppgift är att besvara frågan hur styrelsens attribut inverkar på bolagets prestation. Styrelsens attribut har varit ett omdebatterat ämne sedan uppdagandet av redovisningsskandalerna kring millennieskiftet. Följt av finanskrisen och nu senast emissionsskandalen inom Volkswagen har debatten bara ökat i intensitet. Investerare lägger idag allt större vikt vid bolagsstyrningen i de bolag som de investerar i (McKinsey & Company 2002).

Att undersöka styrelsens attribut och deras inverkan på svenska börsbolags prestation är både intressant och aktuellt. Historiskt sett har det funnits starka kontrollägare i Sverige, men under de senaste årtionden har de stora ägarfamiljernas långsiktiga inflytande i börsbolagen minskat. Istället har de institutionella ägarnas mera kortsiktiga, passiva förvaltarroll vuxit sig allt starkare. Detta har resulterat i att ledningen kunnat få ett oproportionerligt stort inflytande över de svenska börsbolagen på senare tid. (Hammarskiöld & Hein 2004:512-513)

Det står klart att lag och reglering sätter de yttersta ramarna för styrelsens sammansättning, men vilka andra krafter har betydelse? I avhandlingens teoretiska referensram (kap. 2) konstaterades att styrelsens två primära uppgifter ställer ett antal krav på styrelsens egenskaper. Tidigare forskning indikerar också att det finns ett samband mellan ett flertal styrelseattribut och bolagets prestation. Syftet med avhandlingens empiriska studie är att undersöka hur styrelsens attribut inverkar på bolagets prestation i svenska börsbolag. Antagandet är att vissa bolag presterar bättre än andra och att skillnaden kan förklaras med styrelsens attribut.

Hypoteserna utvecklades och presenterades i föregående kapitel, medan hur variablerna mäts presenteras senare i detta kapitel. Baserat på avhandlingens referensram valdes Tobins Q och ROA som de beroende variablerna, medan styrelsens storlek, oberoende, upptagna styrelsemedlemmar, erfarenhet, relationskapital och revisionskommitténs expertis valdes som oberoende variabler. Därtill inkluderas kontrollvariablerna bolagets storlek, bransch och den globala finanskrisen.

### 3.2 Sampel och datainsamling

Undersökningens sampel består av bolag noterade på Nasdaq Stockholms huvudlista<sup>6</sup> åren 2007-2013. Tidsintervallet på sju år kan anses vara tillräckligt för att strategiska beslut skall hinna avspeglade sig i bolagets lönsamhet (Erhardt, Werbel & Shrader 2003:106). Ytterligare motiv till tidsperioden är att den överspänner såväl finanskrisens bottenår 2008 och 2009 som de därpå följande åren med en mer normal konjunktur. Tidsperiodens längd är i linje med tidigare forskning (Malik & Makhdoom 2016) och anses också tillräcklig för att uppnå en tillräcklig mängd observationer.

De företag som inkluderades i undersökningens ursprungliga sampel omfattade bolag noterade på Stockholmsbörsens huvudlista den 31 december åren 2007-2013. Eftersom uppsättningen av noterade bolag varierade under den observerade tidsperioden kontrollerades antalet börsnoterade bolag separat för varje år. År 2007 var antalet noterade bolag högst, 275 stycken, för att över tiden minska och vara som lägst år 2013 med 253 noterade bolag. Det ursprungliga samplet bestod av totalt 1811 observationer (Finansinspektionen & Statistiska centralbyrån 2013:17).

Datamaterialet som insamlats för undersökningen är av sekundär karaktär och består av kvantitativ information. Styrelsedata härleds ur databasen BoardEx, medan finansiella data såsom lönsamhet, storlek och skuldsättningsgrad huvudsakligen hämtats från databasen Orbis. Eftersom den information som erhålls från Orbis inte är fullständig för alla observationer, kompletteras datamaterialet vidare med information från databasen Datastream. För att säkerställa att de kompletterande finansiella data som inhämtats är riktiga, har slumpmässiga avstämmningar gjorts mot såväl respektive bolags årsredovisning som mot data från Orbis.

Från samplet utesluts 864 bolagsobservationer som saknar styrelsedata i BoardEx. Vidare avgränsas 196 observationer ur det ursprungliga samplet, eftersom bolagens finansiella data inte kunde kompletteras. Som ytterligare en avgränsning exkluderas banker, eftersom verksamheten i denna bransch skiljer sig på flera sätt från övriga sektorer. För det första ställer regleringen av bankernas bolagsstyrning speciella krav på styrelsens attribut (Winter & Holmquist 2013). För det andra förvränger bankers kapitalstruktur flera lönsamhetsmått. Att utesluta banker är i linje med tidigare forskning (Jackling & Johl 2009; Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso & Rodrigues-Rodrigues 2014).

---

<sup>6</sup> Nasdaq Stockholms huvudlista innefattar bolag noterade på large, mid och small cap.

Undersökningens ursprungliga sampel består av samtliga 1811 bolagsobservationer på Stockholmsbörsens huvudlista åren 2007-2013. Antalet observationer i det slutliga samplet varierar mellan åren på grund av att några bolag avnoterats, andra noterats, medan data saknas vissa år för en del bolag. Eftersom samma bolag förekommer flera gånger i samplet och antalet observationer per år inte hålls konstant, blir datauppställningen en obalanserad panel. Efter bortfall av observationer och avgränsningar utgörs det slutliga samplet av 716 observationer. Sampelstorleken i tidigare liknande studier har varierat från drygt 100 observationer (Pearce & Zahra 1992; Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso & Rodrigues-Rodrigues 2014) till över tusen observationer (Muller-Kahle, Wang & Wu 2014; Livnat et al. 2016). De flesta undersökningar har inkluderat ett hundratal observationer. Enligt Bryman och Bell (2005:122) beror samplets storlek på hur bra precision som eftersträvas i resultaten. Utifrån omfattningen av tidigare forskning kan sampelstorleken i denna undersökning anses tillräcklig och ge godtagbara möjligheter till generalisering av resultaten. Dataurvalsprocessen för undersökningen presenteras i tabell 1 nedan.

**Tabell 1 Process för sampelurval**

Undersökningens ursprungliga sampel	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Totalt
Bolag vid periodens slut (Stockholmsbörsen)	275	263	255	254	256	255	253	1811
<b>Avgränsningar</b>								
Saknar styrelsedata (BoardEx)	-138	-130	-128	-119	-116	-118	-115	-864
Saknar finansiella data (Orbis, Datastream)	-39	-33	-29	-24	-24	-24	-23	-196
Banker	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-35
<b>Totalt sampel</b>	93	95	93	106	111	108	110	716

För att utreda vilken bransch som sampel företagen tillhör, utgås från studien av Jiang och Son (2015:326), där sampelbolagen indelades i fyra grupper baserat på identifieringssystemet Standard Industrial Classification (SIC). I tabell två nedan kan industrigrupperingen som används i denna undersökning utläsas. Samplet delas in i grupperna industri, handel, finans och tjänster. Från samplet exkluderas banker, vars SIC-kod är 602X. På så vis utgörs gruppen finans av fastighetstjänster och finansiella tjänster, vilket är i linje med studien gjord av Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso och Rodrigues-Rodrigues (2014:492). Även Erhardt, Werbel och Shrader (2003:106) samt Muller-Kahle, Wang och Wu (2014:688) grupperade bolagen enligt SIC-kod, när de undersökte sambandet mellan styrelsens sammansättning och bolagets prestation.

Tabell 2 Gruppering enligt industri

SIC identifieringskoder		
1000-1999	Gruvdrift, byggande	
2000-2999	Produktion - livsmedel, textilier, virke, kemikalier	INDUSTRI
3000-3999	Produktion - gummi, metall, maskiner, utrustning	
4000-4999	Transport, kommunikation	
5000-5999	Partihandel, vidareförsäljning	HANDEL
6000-6999	Finansiella sektorn	FINANS
7000-9999	Tjänster, service	TJÄNSTER

Källa: Jiang och Son (2015:326).

### 3.3 Variabler

I detta kapitel beskrivs de beroende variablerna, oberoende variablerna och kontrollvariablerna som ingår i regressionsanalysen. Huvudargumentet i avhandlingen är att vissa styrelseattribut kommer att ha en positiv effekt på företagets prestation. Det kan å andra sidan vara fullt möjligt att framgångsrika bolag attraherar styrelsemedlemmar med en specifik egenskap och att sambandets riktning därmed är det motsatta. Adams, Hermalin och Weisbach (2010:59) hävdar att kausalitet är ett allvarligt problem, eftersom bolagen väljer sina bolagsstyrningsstrukturer utgående från de problem de möter. För att kontrollera för eventuella kausalitetsproblem i denna undersökning, kodas alla oberoende variabler och kontrollvariabler som så kallade eftersläpande variabler, vilka släpar ett år efter den beroende variabeln. Eftersom variabler i den föregående perioden omöjligt kan ha påverkats av bolagets prestation i den efterföljande perioden, är problemet med omvänd kausalitet därför mindre sannolik i denna undersökning. Enligt Wooldridge (2012:568-570) är eftersläpande variabler ett vanligt förekommande sätt att hantera potentiella kausalitetsproblem. Bland tidigare forskning som tillämpat samma tillvägagångssätt för att hantera kausalitetsproblem gällande styrelsens attribut och bolagets prestation kan nämnas studien utförd av Muller-Kahle, Wang och Wu (2014).

### **3.3.1 Bolagets prestation**

För att utvärdera ett företags prestation definierade Monks och Minow (2011:47) bolagets huvudsakliga syfte som långsiktigt värdeskapande för aktieägarna. Vidare argumenterade Larcker och Tayan (2016:14) att detta långsiktiga värdeskapande för aktieägarna kan mätas i både marknadsbaserade och operativa mått. De mått som visat sig vara mest relevanta och frekvent återkommande i tidigare studier är Tobins Q och ROA (Haniffa & Huadib 2006; Haji & Mubaraq 2015; Malik & Makhdoom 2016). Övriga, mer sällan förekommande mått som använts för att mäta bolagets prestation är avkastning på eget kapital (Shukeri, Shin och Shaari 2012), kumulativ aktieavkastning (Francis, Hasan & Wu 2012) och resultat per aktie (Pearce & Zahra 1992).

I enlighet med merparten av den tidigare forskningen kommer denna avhandling att använda måtten Tobins Q och ROA för att mäta bolagets prestation. Det förstnämnda måttet baseras på teorin att ett bolag med överlägsen prestation kommer att handlas till ett marknadsvärde högre än det bokförda värdet av sina nettotillgångar (Larcker & Tayan 2016:14-15). Tobins Q åskådliggör med andra ord marknadens förväntningar på företagets framtida avkastning i förhållande till företagets redovisade värde. Variabeln Tobins Q hämtas ur databasen Orbis och definieras i denna undersökning som förhållandet mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet av totala tillgångar vid räkenskapsperiodens slut. Den andra beroende variabeln, ROA, hämtas likaså från Orbis och definieras som bolagets nettoresultat i förhållande till bolagets totala tillgångar vid periodens slut. Variablerna betecknas *Tobins Q* respektive *ROA* i denna undersökning.

### **3.3.2 Styrelsens attribut**

I denna undersökning betecknas styrelsens storlek med variabeln *Log Storlek*. I enlighet med tidigare forskning (Rashid et al. 2010; Johl, Kaur & Cooper 2015) används den naturliga logaritmen av antalet styrelsemedlemmar som mått på styrelsens storlek. Andelen oberoende styrelsemedlemmar, som benämns *Oberoende*, mäts genom att dividera antalet oberoende styrelsemedlemmar med det totala antalet styrelsemedlemmar. Definitionen av oberoende styrelsemedlemmar (eng. independent non-executive directors) följer såväl de kriterier som anges i den svenska koden för bolagsstyrning som tidigare forskning (Mak & Kusnadi 2005; Shukeri, Shin & Shaari 2012; Haji & Mubaraq 2015).

Upptagna styrelsemedlemmar betecknas med variabeln *Upptagnamedlemmar* och definieras i enlighet med studierna utförda av Jackling och Johl (2009) samt Muller-Kahle, Wang och Wu (2014), som det genomsnittliga antalet andra styrelseuppdrag som bolagets styrelsemedlemmar har. Styrelsens erfarenhet betecknas i sin tur med variabeln *Erfarenhet* och mäts som det genomsnittliga antalet år som varje styrelsemedlem suttit i bolagets styrelse. Både Huang (2013) och Livnat et al. (2016) visade att sambandet mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation inte var linjärt, utan att styrelsens optimala erfarenhet var nio år. En längre erfarenhet än så hade en signifikant negativ inverkan på Tobins Q. För att kunna fånga denna effekt inkluderas variabeln erfarenhet även som kvadrerad i undersökningen.

Styrelsens relationskapital betecknas med variabeln *Relationskapital* och definieras som det genomsnittliga antalet individuella relationer som styrelsemedlemmarna har. Med dessa relationer avses i sin tur det antal relationer varje specifik styrelsemedlem har etablerat till andra företagsledare världen över. Definitionen av denna variabel är i linje med studien utförd av Nicholson och Kiel (2007).

Revisionskommitténs expertis definieras som utomstående styrelsemedlemmar, som sitter i revisionskommittén och har tidigare, för denna uppgift, relevant erfarenhet. Med andra ord besitter revisionskommitténs experter sakkunskap inom redovisning, vilket är i linje med den egenskap (eng. financially literate), som börslistorna i USA kräver av samtliga styrelsemedlemmar i revisionskommittén. Variabeln *Revisionskommitténs expertis* är en dummyvariabel, som får värdet ett (1) för bolag som har minst en utomstående styrelsemedlem med tidigare relevant erfarenhet. För att isolera effekten av variabeln *Revisionskommitténs expertis* på bolagets prestation, inkluderas ytterligare en variabel, *Revisionskommitté*, i undersökningen. Även variabeln *Revisionskommitté* kodas som en dummyvariabel och får värdet ett (1) för bolag som har en revisionskommitté, men som saknar expertis enligt ovanstående definition.

### **3.3.3 Kontrollvariabler**

Som kontrollvariabler i undersökningen används bolagens storlek, skuldsättningsgrad, industritillhörighet och den globala finanskrisen. Tidigare studier har visat att alla dessa variabler kan ha en inverkan på bolagets prestation. Det finns ytterligare variabler som kunde ha beaktats, såsom antalet år bolaget existerat (Muller-Kahle, Wang & Wu 2014), fritt kassaflöde (Jackling & Johl 2009) och kostnader för forskning och utveckling (Jeremias & Gani 2014), men med tanke på samplets storlek har antalet

kontrollvariabler i denna undersökning begränsats till de som visat sig vara mest frekvent återkommande i tidigare forskning.

Givet att bolagets storlek kan inverka på prestationen på flera olika sätt, är bolagets storlek en viktig variabel. För det första finns en potentiell finansieringseffekt, eftersom större företag har mer kapacitet att generera interna medel och oftast också bättre möjligheter att få tillgång till kapital från externa källor. En reducerad finansieringsbegränsning gör det möjligt för bolag att i allt högre grad utnyttja lönsamma projekt. För det andra bidrar stordriftsfördelar, som åtföljer storlek, till att bolag kan skapa inträdesbarriärer med tillhörande gynnsamma effekter på prestationen (Short & Keasey 1999:92). Å andra sidan har större bolag också förknippats med samordningsproblem (Williamson 1967:126), som i sin tur kan inverka negativt på prestationen. I enlighet med Jeremias och Gani (2014) samt Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) definieras bolagets storlek i denna undersökning som den naturliga logaritmen av bolagets totala tillgångar. Kontrollvariabeln betecknas *Log Tillgångar*.

Bolagets skuldsättningsgrad kan fungera som en disciplinär mekanism för att minska på agentproblematiken, vilket i slutändan kan inverka på företagets prestation. Som konstaterades i avhandlingens referensram (kap. 2.2) är bolagets långgivare att betrakta som en extern bolagsstyrningsmekanism. Långgivarna kan begränsa ledningens opportunism genom att insistera på ökad övervakning (Jensen & Meckling 1976), införa begränsande kovenanter (Smith & Warner 1979), förkorta löptiden (Myers 1977) eller höja räntan (Bergman & Callen 1991). Därtill menar Jensen (1986:324) att risken för potentiella agentkostnader beträffande företagets fria kassaflöde minskar, eftersom ledningen är tvungen att sköta företagets framtida räntekostnader. Överensstämmande med Rashid et al. (2010) och Haji och Mubaraq (2015) definieras bolagets skuldsättningsgrad i denna undersökning som förhållandet mellan bolagets totala skulder och totala tillgångar. Kontrollvariabeln betecknas *Skuldsättningsgrad*.

Vissa branscher präglas av hårdare konkurrens än andra och därför kan den industri som ett bolag är verksamt inom ha inflytande på bolagets prestation. Vidare menar Shin et al. (2017:5-6) att olika industrier är olika kapitalintensiva, vilket också avspeglas i bolagets prestation, speciellt med beaktande av det operativa prestationsmåttet ROA. Av dessa skäl inkluderas industritillhörighet som en kontrollvariabel i denna undersökning. Bolagen indelas i fyra kategorier enligt SIC-kod (se kap. 3.2). Dessa fyra kontrollvariabler betecknas *Industri*, *Handel*, *Finans* och *Tjänster*. I enlighet med bland andra Jackling och Johl (2009) samt Muller-Kahle,

Wang och Wu (2014) används dummyvariabler för att fördela bolagen enligt de ovannämnda branscherna.

Tidigare forskning har delvis påvisat att styrelsens inverkan på bolagets prestation kan variera med rådande ekonomisk konjunktur. Ferro-Ferro, Fernández-Izquierdo och Muñoz-Torres (2012:224) menar att orsaken är att god styrelsepraxis, som upprättats i bolagen under goda ekonomiska perioder, är otillräckliga för turbulenta perioder av ekonomisk recession eller depression. Till skillnad från Malik och Makhdoom (2016:754), som menar att en liknande tidsperiod som undersöks i denna avhandling är tillräckligt lång för att kompensera för effekterna av den globala finanskrisen, inkluderas kontrollvariabeln *Finanskris* i denna avhandling. Variabeln är en dummyvariabel, som antar värdet ett (1) för de ekonomiskt mest turbulenta åren 2008 och 2009 inom svenskt näringsliv (Industrins Ekonomiska Råd 2010:5).

### 3.4 Regressionsmodell

För att undersöka om det finns ett samband mellan styrelsens attribut och bolagets prestation utförs multipel regressionsanalys. Multipel regression kännetecknas av att flera förklarande variabler kan analyseras samtidigt (Wahlin 2011:254). Eftersom hypoteserna är flera till antalet i denna avhandling, lämpar sig multipel regressionsanalys väl för undersökningen. I en multipel regressionsmodell existerar samband, förutom mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna, även bland de oberoende variablerna sinsemellan (Wahlin 2011:277). För att undgå eventuella förvrängningar av resultaten på grund av multikollinearitet i regressionsmodellerna, studeras korrelationerna mellan samtliga variabler genom Pearsons korrelationsmatris. Vidare menar Wooldridge (2012:326-327) att multipel regressionsanalys är känslig för extremvärden. För att eliminera extremvärden, som kan påverka regressionsanalyserna, winsoriserar samtliga kontinuerliga variabler vid den första och 99 procentilen.

För att avgöra huruvida regressionerna bör estimeras som en sammanslagen regression med minsta kvadratmetoden (eng. ordinary least squares, OLS) eller som en paneldataregression med generaliserade minsta kvadratmetoden (eng. estimated generalized least squares, EGLS), utförs ett Breusch-Pagan LM test. Ifall signifikansnivån på Breusch-Pagan LM testet är över fem procent, kan en vanlig OLS regression användas. Ifall signifikansnivån på Breusch-Pagan LM testet däremot är under fem procent, förkastar testets nollhypotes gällande antagandet om homoskedasticitet och

heteroskedasticitet antas. Vidare görs då ytterligare ett Hausman test för att avgöra, ifall EGLS regression med slumpeffekt eller med fast effekt bör användas. Ifall Hausman-testet visar en signifikansnivå över fem procent används EGLS regression med slumpeffekt, annars används EGLS regression med fast effekt. (Malik & Makhdoom 2016:756)

För att testa hypoteserna H1 till H6 används följande två regressionsmodeller. Modell 1a inkluderar samtliga hypoteser och har Tobins Q som beroende variabel. I den andra modellen, modell 1b, är den beroende variabeln ROA, men i övrigt är modell 1a och modell 1b identiska. Beteckningen t-1 indikerar eftersläpning i de oberoende variablerna och i kontrollvariablerna.

### **Modell 1a:**

$$\begin{aligned} \text{Tobins } Q_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{Log Storlek}_{t-1} + \beta_2 \text{Oberoende}_{t-1} + \beta_3 \text{Upptagnamedlemmar}_{t-1} \\ & + \beta_4 \text{Erfarenhet}_{t-1} + \beta_5 \text{Relationskapital}_{t-1} \\ & + \beta_6 \text{Revisionskommitté}_{t-1} + \beta_7 \text{Revisionskommitténs expertis}_{t-1} \\ & + \beta_8 \text{Log Tillgångar}_{t-1} + \beta_9 \text{Skuldsättningsgrad}_{t-1} \\ & + \beta_{10} \text{Finanskris}_{t-1} + \beta_{11} \text{Finans}_{t-1} + \beta_{12} \text{Handel}_{t-1} + \beta_{13} \text{Industri}_{t-1} \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

där:

*Tobins Q* = Beroende variabel. Beskriver bolagets prestation. Definieras som förhållandet mellan bolagets marknadsvärde och det bokförda värdet av totala tillgångar.

*Log Storlek* = Naturliga logaritmen av antalet styrelsemedlemmar.

*Oberoende* = Antalet oberoende styrelsemedlemmar genom det totala antalet styrelsemedlemmar.

*Upptagnamedlemmar* = Det genomsnittliga antalet andra styrelseuppdrag som bolagets styrelsemedlemmar har.

*Erfarenhet* = Det genomsnittliga antalet år som varje styrelsemedlem suttit i bolagets styrelse.

*Relationskapital* = Det genomsnittliga antalet individuella relationer som styrelsemedlemmarna har.

*Revisionskommitté* = Dummyvariabel för observationer som har en revisionskommitté, annars noll.

*Revisionskommitténs expertis* = Dummyvariabel för observationer där minst en styrelsemedlem som sitter i revisionskommittén har funktionell expertis.

*Log Tillgångar* = Naturliga logaritmen av bolagets totala tillgångar.

*Skuldsättningsgrad* = Totala skulder dividerat med balansomslutningen.

*Finanskris* = Dummyvariabel för observationer under finanskrisens mest turbulenta år 2008 och 2009.

*Finans, Handel, Industri* = Dummyvariabler för tre olika branscher. Ingen dummyvariabel inkluderas för *Tjänster*, eftersom det är referensbranschen.

### **Modell 1b:**

$$\begin{aligned}
 ROA_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{Log Storlek}_{t-1} + \beta_2 \text{Oberoende}_{t-1} + \beta_3 \text{Upptagnamedlemmar}_{t-1} \\
 & + \beta_4 \text{Erfarenhet}_{t-1} + \beta_5 \text{Relationskapital}_{t-1} \\
 & + \beta_6 \text{Revisionskommitté}_{t-1} + \beta_7 \text{Revisionskommitténs expertis}_{t-1} \\
 & + \beta_8 \text{Log Tillgångar}_{t-1} + \beta_9 \text{Skuldsättningsgrad}_{t-1} \\
 & + \beta_{10} \text{Finanskris}_{t-1} + \beta_{11} \text{Finans}_{t-1} + \beta_{12} \text{Handel}_{t-1} + \beta_{13} \text{Industri}_{t-1} \\
 & + \varepsilon
 \end{aligned}$$

där:

*ROA* = Beroende variabel. Beskriver bolagets prestation. Definieras som bolagets nettoresultat i förhållande till totala tillgångar.

Definitionen av modellens övriga variabler är samma som i Modell 1a.

För att tolka resultaten av regressionsanalysen, som presenteras i tabell 7 i följande kapitel, fästs särskild uppmärksamhet vid modellernas förklaringsgrad  $R^2$ . Förklaringsgraden anger hur stor del av variationen i den beroende variabeln som förklaras av regressionsmodellens oberoende variabler och kontrollvariabler (Brooks 2008:106-107). Förklaringsgraden antar ett värde mellan noll och ett och kan utläsas i procent.

Med andra ord, ju högre  $R^2$ , desto bättre är modellens förklaringsgrad (Wahlin 2011:259). Det justerade  $R^2$  tar hänsyn till antalet oberoende variabler och justerar förklaringsgraden därefter (Brooks 2008:110-111).

Med avseende på de enskilda variablerna är värdet av betakoefficienten och signifikansvärdet av intresse. Betakoefficienten anger i vilken omfattning värdet på den beroende variabeln förändras, när den oberoende variabeln ändrar med en enhet. Huruvida betakoefficientens förtecken är positivt eller negativt är särskilt viktigt, eftersom det anger sambandets riktning (Djurfelt, Larsson & Stjärnhagen 2003:165). Variabelns signifikansvärde anger huruvida variabeln tillför ett statistiskt signifikant bidrag till förutsägandet av den beroende variabeln (Brooks 2008:74-75). I denna studie används en signifikansnivå på fem procent, men även signifikansnivå på tio procent rapporteras i likhet med studierna gjorda av Jeremias och Gani (2014) och Haiji och Mubaraq (2015).

### **3.5 Validitet och reliabilitet**

Lundahl och Skärvad (1999:150) definierar validitet som frånvaro av systematiska fel. Enligt Djurfelt, Larsson och Stjärnhagen (2003:108) avser validitet undersökningens relevans, det vill säga hur väl den utförda undersökningen faktiskt ger svar på det som den avser att undersöka. Vidare kan särskiljas mellan inre och yttre validitet. Inre validitet har att göra med mätinstrumentets giltighet, medan yttre validitet relaterar till överensstämmelse med verkligheten (Lundahl & Skärvad 1999:150-151). Eftersom majoriteten av variablerna i denna undersökning är definierade på liknande sätt som i tidigare forskning, kan de anses vara valida även här. Multipel regressionsanalys är även en välbeprövad metod i forskningen för att undersöka sambandet mellan styrelsens attribut och företagets prestation (Jeremias & Gani 2014; Johl et al. 2015; Malik & Makhdoom 2016)

Den yttre validiteten, överensstämmelsen med verkligheten, påverkas i denna studie positivt av ett relativt stort sampel, som även beaktar en längre tidsperiod än vad som använts i flera tidigare studier (Jackling & Johl 2009; Rashid et al. 2010; Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso & Rodrigues-Rodrigues 2014). Något som däremot kan inverka negativt på den yttre validiteten är sampelurvalet. De bolag som exkluderades ur undersökningens sampel på grund av avsaknad av data kan inverka på undersökningens validitet, ifall dessa bolag representerar någon viss typ av bolag. För att säkerställa att undersökningens yttre validitet inte äventyras, jämförs samplets

branschfördelning mot indelningen av samtliga bolag noterade på Stockholmsbörsens huvudlista. Jämförelsen presenteras i avhandlingens resultatkapitel (kap. 4).

För att en mätning ska kunna betraktas som valid förutsätts dessutom att mätningen är tillförlitlig, eller att risken för slumpmässiga mätfel är låg (Lundahl & Skärvad 1999:152). Med andra ord innebär en hög reliabilitet att en mätning borde ge samma resultat oberoende av vem som utför mätningen, eller under vilka omständigheter den utförs. Eftersom den information som erhållits från Orbis inte är fullständig för alla observationer, har data kompletteras med information ur databasen Datastream. Med avseende på reliabilitet i denna undersökning förekommer en viss risk för mätfel i det kompletterade datamaterialet för de beroende variablerna Tobins Q och ROA samt för kontrollvariablerna totala tillgångar och skuldsättningsgrad. För att säkerställa att kompletterade finansiella data som inhämtats är riktiga, och för att höja undersökningens reliabilitet, har slumpmässiga avstämningar gjorts mot såväl respektive bolags årsredovisning som mot data från Orbis. Som en ytterligare åtgärd för att förbättra undersökningens tillförlitlighet winsoriserar samtliga kontinuerliga variabler vid den första och 99 percentilen. Genom att vidta denna åtgärd elimineras extremvärden, som annars kunde förvränga resultaten.

## 4 RESULTAT

I detta kapitel presenteras och analyseras resultaten av regressionsanalysen. Inledningsvis avrapporteras deskriptiv statistik för undersökningens sampel, varefter en korrelationsanalys utförs för att upptäcka eventuell multikollinearitet mellan variablerna. Vidare redogörs för regressionsanalysens resultat och undersökningens hypoteser bekräftas eller förkastas. Slutligen diskuteras undersökningens resultat och knyts samman med den teoretiska referensramen.

### 4.1 Deskriptiv statistik

Branschindelningen av undersökningens sampelbolag presenteras i tabell 3 nedan. Av tabellen framgår att majoriteten, eller 52 procent, av observationerna gäller branschen industri. Resterande 48 procent av observationerna fördelas jämnare mellan branschgrupperna finans 131 observationer, handel 107 observationer och tjänster 105 observationer. Enligt samma indelning av samtliga bolag noterade på Stockholmsbörsens huvudlista år 2016 tillhörde 49 procent av bolagen branschen industri, 25 procent tjänster, 16 procent handel och 10 procent den finansiella branschen. Sampelföretagens branschfördelning kan därav anses representativ för Stockholmsbörsens huvudlista och ge godtagbara möjligheter till generalisering av resultaten.

**Tabell 3 Deskriptiv statistik över sampelföretagens branschfördelning**

Bransch	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Antal observationer	Antal observationer (%)
Finans	14	17	16	19	22	22	21	131	18 %
Handel	12	12	12	17	18	18	18	107	15 %
Industri	51	51	51	55	55	54	56	373	52 %
Tjänster	16	15	14	15	16	14	15	105	15 %
<b>Totalt</b>	<b>93</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>716</b>	<b>100 %</b>

Tabell 4 illustrerar i vilken utsträckning sampelbolagen hade en revisionskommitté samt i vilken mån utomstående styrelsemedlemmar med tidigare, för denna uppgift relevant erfarenhet tillhörde revisionskommittén. Av tabell 4 framgår att 163 bolagsobservationer inte hade någon revisionskommitté överhuvudtaget, vilket motsvarar 23 procent av undersökningens sampel. Av tabellen framgår även att andelen bolag som hade en revisionskommitté, men saknade expertis, var 49 procent. Av undersökningens sampel hade 28 procent minst en styrelsemedlem med tidigare

erfarenhet av motsvarande uppgifter i revisionskommittén. Antalet bolag som hade en revisionskommitté bestående av minst en styrelsemedlem med expertis var endast 14 år 2007, medan motsvarande antal bolag uppgick till 38 år 2013.

**Tabell 4 Deskriptiv statistik över samplföretagens revisionskommitté**

Variabel	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Antal observationer	Antal observationer (%)
Revisionskommitté med expertis finns	14	19	26	30	35	39	38	201	28 %
Revisionskommitté finns	48	50	49	58	55	46	46	352	49 %
Bolag som saknar revisionskommitté	31	26	18	18	21	23	26	163	23 %
<b>Totalt</b>	<b>93</b>	<b>95</b>	<b>93</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>716</b>	<b>100 %</b>

Såsom framgår av tabell 3 och 4 ovan, består det slutliga samplet av 716 observationer. I tabell 5 nedan presenteras ytterligare deskriptiv statistik för samplet. Variablernas medeltal, standardavvikelse, minimivärde, median, maximivärde, toppighet och skevhet presenteras. Standardavvikelsen beskriver observationernas spridning kring sitt medelvärde, medan toppighet och skevhet mäter hur värden i samplet är fördelade. Toppighet anger hur toppig eller platt fördelningen är, medan skevhet anger hur symmetriskt eller snett värdena är fördelade. Vid normalfördelning är värdena för toppighet och skevhet noll. (Djurfält, Larsson & Stjärnhagen 2003:55, 64-65)

Ett normalfördelat sampel anses ofta som en förutsättning för att kunna genomföra parametriska test. Wooldridge (2012:174-175) menar dock att ett icke-normalfördelat sampel inte nödvändigtvis utgör ett hinder för att utföra dylika analyser, förutsatt att samplet är tillräckligt stort. Samplets natur kan också vara av sådan art att det inte ger en normalfördelad spridning. Beträffande variablerna i denna undersökning framgår av tabell 5 att toppighetsvärdet av den beroende variabeln Tobins Q är 17,74, vilket kan tolkas som att fördelningen är toppig. Vidare är variabelns skevhetsvärde 3,37, vilket i sin tur kan tolkas som att värdena är asymmetriskt fördelade. Toppighetsvärdet för den oberoende variabeln tillgångar är 17,11 och dess skevhetsvärde är 3,56, vilket likaså indikerar att variabelns värden inte är normalfördelade. Antalet observationer i denna undersökning kan ändå anses vara tillräckligt många för att kunna använda parametriska test. Därtill logaritmeras variabeln tillgångar i enlighet med tidigare studier (Jeremias & Gani 2014; Muller-Kahle, Wang & Wu 2014) för att göra den mer normalfördelad och på så sätt möjliggöra bättre statistisk analys. (Wooldridge 2012:174-175)

Tabell 5 Deskriptiv statistik

Variabel	Medeltal	Standard- avvikelse	Minimi- värde	Median	Maximi- värde	Toppighet	Skevhet
Tobins Q	1,239	1,518	0,022	0,757	13,146	17,742	3,369
ROA	0,028	0,165	-0,978	0,049	0,725	14,467	-2,427
Storlek	9,012	3,164	3,000	8,000	18,000	2,334	0,485
Oberoende	0,615	0,235	0,000	0,625	1,000	3,113	-0,542
Upptagnamedlemmar	2,118	0,725	1,000	2,000	5,600	4,198	0,880
Erfarenhet	6,280	2,687	0,000	6,029	14,811	2,955	0,442
Relationskapital	244,876	165,887	33,000	199,931	1 067,154	6,908	1,752
Tillgångar (MSEK)	29 853,136	55 619,296	24,269	8 054,500	372 419,000	17,106	3,559
Skuldsättningsgrad	0,516	0,204	0,001	0,563	1,143	2,780	-0,443

De två översta variablerna i tabell 5 ovan (Tobins Q och ROA) utgör undersökningens beroende variabler. Resterande variabler är oberoende variabler och kontrollvariabler, vars potentiella samband med de beroende variablerna analyseras längre fram i kapitlet. Deskriptiv statistik för undersökningens beroende variabler visar att spridningen i både Tobins Q och avkastning på totalt kapital (ROA) är relativt stor. Anmärkningsvärt är att medianen för Tobins Q är endast 0,757, vilket innebär att marknaden värderar bolagens tillgångar lägre än deras anskaffningsvärde. Anmärkningsvärt är också minimivärdet för ROA, som är -97,8 procent. Eftersom multipel regressionsanalys är känslig för dylika extremvärden, winsoriseras samtliga variabler vid den första och 99 percentilen. Vidare kan konstateras att medeltalet för ROA ligger under tre procent, vilket kan upplevas aningen lågt. En bidragande orsak till det låga värdet på lönsamhetsmättet är det faktum att samplet överspannar tidsperioden för finanskrisen. Jämförelsevis kan nämnas att medeltalet för ROA var endast 0,40 procent under de mest turbulenta åren 2008 och 2009.

Vad beträffar de oberoende variablerna, så är spridningen i samplet betydligt mindre. Detta ter sig dock logiskt, dels eftersom regleringen ställer de yttersta ramarna för styrelsens sammansättning, dels eftersom styrelsens attribut kan förväntas vara förhållandevis trögrörliga och stabila över tid (Muller-Kahle, Wang & Wu 2014:689). I medeltal utgörs sampelföretagets styrelse (Storlek) av nio medlemmar. Den minsta styrelsen består av tre medlemmar, vilket är i linje med kraven enligt 8 kap. 17 § och 46 § i aktiebolagslagen (2005:551), enligt vilken styrelsen i ett publikt noterat aktiebolag skall bestå av minst tre styrelsemedlemmar. Vidare är andelen oberoende styrelsemedlemmar (Oberoende) för sampelbolagen i medeltal 62 procent. Som minst är ingen av styrelsemedlemmarna oberoende. På basis av den deskriptiva statistiken i tabell 5 kan vidare konstateras att sampelbolagens styrelsemedlemmar i genomsnitt har 2,12 samtida styrelseuppdrag (Upptagnamedlemmar). Som mest har en styrelses

medlemmar i genomsnitt 5,6 samtida styrelseuppdrag, vilket markant överskrider rekommendationerna som utfärdats av intresseorganisationerna NACD och CII. Slutligen är det genomsnittliga antalet relationer (Relationskapital) som styrelsens medlemmar har i medeltal 244,88 stycken. Det genomsnittliga antalet relationer som en styrelses medlemmar som mest har uppgår till 1067,15 stycken, vilket vittnar om att det i Sverige finns ett fåtal väldigt inflytelserika styrelsemedlemmar.

Gällande kontrollvariablerna kan konstateras att sampelföretagens totala tillgångar (Tillgångar) i medeltal är 29,9 miljoner svenska kronor. De största totala tillgångarna bland sampelbolagen uppgår till 372419 miljoner svenska kronor. Vidare är skuldsättningsgraden bland sampelbolagen i medeltal 51,6 procent. Anmärkningsvärt är den minsta skuldsättningsgraden bland sampelbolagen, som är endast 1 promille. Som tidigare konstaterats utgör dylika extremvärden inget problem i regressionsanalysen, eftersom variablerna winsoriseras innan regressionsanalys utförs. För att ytterligare granska variablernas lämplighet för regressionsanalys presenteras en korrelationsmatris över samtliga variabler i följande underkapitel.

## **4.2 Korrelationsanalys**

En korrelationsanalys görs dels för att klargöra eventuella signifikanta samband mellan enskilda variabler, dels för att säkerställa att multikollinearitet inte förekommer mellan variablerna. Med multikollinearitet avses att det existerar en stark korrelation mellan två eller flera oberoende variabler som inkluderas i regressionsmodellen (Wahlin 2011:277). Multikollinearitet kan förvränga resultaten, eftersom de oberoende variablernas förklarande effekter på den beroende variabeln inte kan hållas isär och säkerställas. Enligt Djurfält och Barmark (2009:113) används vanligen ett gränsvärde på över 0,7 för att indikera att multikollinearitet kan utgöra ett problem. I tabell 6 nedan presenteras korrelationsvärden och signifikans för undersökningens variabler i en Pearson korrelationsmatris. För att underlätta tolkningen av korrelationsmatrisen exkluderas dummyvariablerna för industritillhörighet. En Pearson korrelationsmatris med branschindelingsvariablerna inkluderade ingår i bilaga 1.

Tabell 6 Korrelationsmatris

Variabel	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1 Tobins Q	1											
2 ROA	-0,05	1,00										
3 Log Storlek	-0,19 **	0,12 **	1,00									
4 Oberoende	0,08 *	0,08 *	-0,30 **	1,00								
5 Upptagsmedlemmar	-0,14 **	0,09 *	0,12 **	0,14 **	1,00							
6 Erfarenhet	0,09 *	0,22 **	0,07	0,07	0,06	1,00						
7 Relationskapital	-0,06	0,06	0,27 **	0,13 **	0,51 **	-0,05	1,00					
8 Revisionskommitté	-0,12 **	0,00	0,23 **	-0,23 **	0,14 **	0,01	0,13 **	1,00				
9 Rev.komm. expertis	-0,04	0,00	0,05	0,19 **	0,05	-0,21 **	0,07	-0,61 **	1,00			
10 Log Tillgångar	-0,39 **	0,23 **	0,62 **	-0,04	0,43 **	0,07	0,42 **	0,18 **	0,12 **	1,00		
11 Skuldsättningsgrad	-0,36 **	0,08 *	0,37 **	-0,15 **	0,01	-0,05	-0,03	0,11 **	0,05	0,44 **	1,00	
12 Finanskris	0,07	-0,02	0,02	-0,01	0,00	-0,05	0,02	0,04	-0,05	-0,02	0,00	1,00

\* Korrelationen är signifikant på 5 % nivå, \*\* Korrelationen är signifikant på 1 % nivå

Av tabell 6 ovan framgår att ingen korrelation överstiger gränsvärdet 0,7. Därmed borde multikollinearitet inte utgöra ett problem mellan undersökningens oberoende variabler eller kontrollvariabler. För att vara på den säkra sidan utförs ytterligare ett VIF test (eng. variance inflation factors). Samtliga oberoende variabler och kontrollvariabler har VIF värden långt under tio, vilket innebär att multikollinearitet inte utgör ett problem i undersökningen i enlighet med tidigare forskning (Muller-Kahle, Wang & Wu 2014:689). Resultaten av VIF testet framgår av bilaga 1.

Tabell 6 visar att sambandet mellan styrelsens storlek (*Log Storlek*) och bolagets storlek (*Log Tillgångar*) har det högsta korrelationsvärdet, vilket är 0,62. Sambandet är signifikant på en procents nivå. Att antalet styrelsemedlemmar ökar med företagets storlek förefaller logiskt. Anmärkningsvärt är att sambandet mellan de beroende variablerna Tobins Q och ROA inte är signifikant, trots att båda anses mäta bolagets prestation. Orsaken till detta ligger troligen i att det redovisningsbaserade måttet ROA är något bakåtblickande, medan det marknadsbaserade måttet Tobins Q åskådliggör marknadens förväntningar på bolagets framtida avkastning i förhållande till bolagets redovisade värde. Därför korrelerar Tobins Q något olika med de oberoende variablerna och kontrollvariablerna jämfört med ROA.

Av tabell 6 framgår vidare att det finns en signifikant korrelation mellan flera av undersökningens oberoende variabler och bolagets prestation. Korrelationsmatrisen stöder delvis de uppställda hypoteserna. Korrelationsvärdet mellan Tobins Q och styrelsens storlek är -0,19 och signifikant på en procents nivå, medan sambandet mellan ROA och styrelsens storlek är 0,12 och signifikant på en procents nivå. Enligt avhandlingens första hypotes antas det finnas ett samband mellan styrelsens storlek och bolagets prestation, men något antagande om sambandets riktning görs inte.

Sambandet mellan Tobins Q och styrelsens oberoende har korrelationsvärdet 0,08 och är signifikant på fem procents nivå. Även korrelationen mellan ROA och styrelsens oberoende är signifikant på fem procents nivå med korrelationsvärdet 0,08. Dessa samband stöder avhandlingens andra hypotes. Enligt den andra hypotesen antas det finnas ett positivt samband mellan bolagets prestation och styrelsens oberoende.

Korrelationsvärdet mellan variablerna Tobins Q och upptagna styrelsemedlemmar är -0,14 och signifikant på en procents nivå, vilket i sin tur ger stöd för undersökningens tredje hypotes. Enligt den tredje hypotesen antas det finnas ett negativt samband mellan bolagets prestation och upptagna styrelsemedlemmar. Anmärkningsvärt är att korrelationen mellan ROA och variabeln upptagna styrelsemedlemmar har värdet 0,09 och är signifikant på fem procents nivå. Detta samband har motsatt riktning relativt sambandet mellan Tobins Q och upptagna styrelsemedlemmar samt avhandlingens tredje hypotes.

Korrelationen mellan den beroende variabeln ROA och den oberoende variabeln erfarenhet stöder i sin tur avhandlingens fjärde hypotes, där det antas finnas ett signifikant positivt samband mellan bolagets prestation och styrelsens erfarenhet. Korrelationsvärdet mellan ROA och variabeln erfarenhet är 0,22 och signifikant på en procents nivå. Mellan Tobins Q och variabeln erfarenhet existerar ett liknande samband, där korrelationsvärdet 0,09 är signifikant på en procents nivå.

Till skillnad från undersökningens femte hypotes, enligt vilken det antas finnas ett signifikant positivt samband mellan bolagets prestation och styrelsens relationskapital, indikerar resultatet i korrelationsmatrisen att det varken finns något signifikant samband mellan Tobins Q och variabeln relationskapital eller mellan ROA och variabeln relationskapital. Vidare konstateras att korrelationsvärdena mellan bolagets prestation och variabeln revisionskommitténs expertis inte är signifikanta. Korrelationsmatrisen ger med andra ord inget stöd för undersökningens sjätte hypotes, enligt vilken det antas finnas ett positivt samband mellan revisionskommitténs expertis och bolagets prestation. Anmärkningsvärt är också det signifikanta korrelationsvärdet -0,12 mellan Tobins Q och variabeln revisionskommitté.

Med avseende på undersökningens kontrollvariabler är sambandet mellan Tobins Q och variabeln Log Tillgångar negativt och signifikant på en procents nivå. Även korrelationen mellan ROA och variabeln Log Tillgångar är signifikant på en procents nivå, men i motsatt riktning. Sambandet mellan Tobins Q och variabeln skuldsättnings-

grad är signifikant på en procents nivå, medan korrelation mellan ROA och bolagets skuldsättningsgrad är signifikant på fem procents nivå.

### 4.3 Regressionsanalys

För att testa sambandet mellan styrelsens attribut och bolagets prestation analyseras data med hjälp av paneldataregressioner i statistikprogrammet Eviews. Hitt, Gimeno och Hoskisson (1998:6) menar att paneldatanalys har blivit allt vanligare inom forskningen under senare år och lyfter fram flera fördelar med användning av paneldata. Dessa fördelar är möjligheten att kontrollera för oobserverad heterogenitet, ökad tillförlitlighet vid statistiska estimat genom ökad sampelstorlek samt möjligheten att fånga både genomsnittliga effekter för enskilda enheter och dynamiska effekter för hela samplet (Hitt, Gimeno & Hoskisson 1998:18-22). Vissa försiktighetsåtgärder bör dock vidtas vid analys av paneldata, eftersom det kan förekomma gruppeffekter, tidseffekter eller bådadera (Muller-Kahle, Wang & Wu 2014:689).

I denna undersökning tillämpas paneldataregressioner med slumpeffekt av två olika skäl. För det första kräver paneldataregression med fast effekt en betydande variation i de oberoende variablerna (Zhou 2001:559; Wooldridge 2012:495-496) och flera av variablerna i denna undersökning, såsom styrelsens oberoende, styrelsens storlek och upptagna styrelsemedlemmar kan anses vara stabila över tid. För det andra kördes ett Hausman test, vilket visade att paneldataregression med slumpeffekt bör användas (testets signifikansnivå 0,936). Bland andra forskare som använt EGLS regression vid analys av paneldata gällande styrelsens attribut och dess inverkan på bolagets prestation kan nämnas Muller-Kahle, Wang och Wu (2014) samt Jeremias och Gani (2014).

Resultaten av regressionsanalysen presenteras i tabell 7 nedan. I mitten av tabellen presenteras resultaten av modell 1a, där Tobins Q använts som beroende variabel, medan resultaten av regressionsmodell 1b, där ROA använts som beroende variabel, presenteras till höger i tabellen.

Tabell 7 Resultat av multipel regressionsanalys

Beroende variabel Variabel	Modell 1a		Modell 1b	
	Tobins Q		ROA	
	$\beta$	Standardfel	$\beta$	Standardfel
Konstant	6,767 ***	1,096	-0,501 ***	0,120
Log Storlek	0,017	0,237	-0,037	0,031
Oberoende	0,521 **	0,213	0,052 *	0,030
Upptagnamedlemmar	-0,163 *	0,092	0,004	0,013
Erfarenhet	0,074 ***	0,023	0,010 ***	0,003
Relationskapital	0,001 *	0,000	0,000	0,000
Revisionskommitté	-0,287 *	0,147	-0,002	0,020
Revisionskommitténs expertis	-0,132	0,156	0,005	0,021
Log Tillgångar	-0,262 ***	0,060	0,023 ***	0,007
Skuldsättningsgrad	-0,923 ***	0,331	0,064	0,044
Finanskris	0,249 ***	0,061	0,003	0,009
Finans	-0,294	0,366	-0,088 **	0,037
Handel	0,486	0,371	-0,045	0,037
Industri	0,510 *	0,304	-0,061 **	0,030
n	716		716	
R <sup>2</sup>	0,126		0,059	
R <sup>2</sup> (justerad)	0,110		0,041	
F-statistika	7,272 ***		3,376 ***	
Durbin-Watson statistika	1,622		1,741	

\* Signifikant på 10 % nivå, \*\* Signifikant på 5 % nivå, \*\*\* Signifikant på 1 % nivå

Det justerade R<sup>2</sup>-värdet av modell 1a är 0,110, vilket innebär att modellen förklarar 11,0 procent av variationen i bolagets prestation mätt med Tobins Q. Modellens förklaringsgrad är relativt låg, men trots allt i linje med tidigare forskning (Klapper & Love 2004; Shukeri, Shin & Shaari 2012; Malik & Mahkdoom 2016). Det justerade R<sup>2</sup>-värdet för modell 1b är 0,041, vilket tyder på att modellens förklaringsgrad minskar med hela 6,9 procentenheter, då ROA används som mått på bolagets prestation.

Durbin-Watson statistikan, som kan utläsas av tabell 7, testar för autokorrelation mellan feltermerna och kan anta ett värde mellan noll och fyra. Om testvärdet närmar sig noll anses positiv autokorrelation föreligga, medan negativ autokorrelation existerar om värdet närmar sig fyra. Enligt Wooldridge (2012:419) indikerar ett värde på ungefär två att autokorrelation inte utgör ett problem. Såsom framgår av tabell 7 är Durbin-Watson statistikan 1,622 i modell 1a respektive 1,741 i modell 1b, vilket kan tolkas som att autokorrelation inte utgör ett problem i modellen.

Av resultaten av regressionsanalysen framgår att variabeln Oberoende är signifikant i båda modellerna, i modell 1a på fem procents nivå och i modell 1b på tio procents nivå.

Betakoefficienten för Oberoende är 0,521 i modell 1a respektive 0,052 i modell 1b. Även variabeln Upptagnamedlemmar har ett signifikant samband med den beroende variabeln Tobins Q. Betakoefficienten för Upptagnamedlemmar i modell 1a är -0,163 och signifikant på tio procents nivå.

Variabeln Erfarenhet är signifikant på en procents nivå i både modell 1a och 1b. Variabelns betakoefficient är 0,074 respektive 0,010. Vidare kan ur tabell 7 avläsas att betakoefficienten för variabeln Relationskapital i modell 1a är 0,001 och signifikant på tio procents nivå. Även variabeln Revisionskommitté är signifikant på tio procents nivå i modell 1a, men riktningen är den motsatta med betakoefficienten -0,287.

Kontrollvariabeln Log Tillgångar är signifikant på en procents nivå i båda modellerna, riktningen är dock negativ i modell 1a, medan den är positiv i modell 1b. Vidare konstateras att kontrollvariablerna Skuldsättningsgrad och Finanskris är signifikanta på en procents nivå i modell 1a, medan variabelernas betakoefficient är negativ respektive positiv. Att variabeln Finanskris har en signifikant positiv betakoefficient tolkas som att bolagets Tobins Q värde är högre ett år efter finanskrisen. Av branschvariablerna är endast Industri signifikant i modell 1a, medan Finansiella och Industri är signifikanta i modell 1b, båda på fem procents nivå.

#### 4.4 Hypotesprövning

Enligt undersökningens första hypotes finns det ett samband mellan styrelsens storlek och bolagets prestation. Hypotesen grundar sig dels på resursberoendeteorin, dels på agentteorin. Samtidigt som en större styrelse förser bolaget med fler resurser, för den med sig kommunikationsproblem, är kostsam i termer av kompensation och ger individuella medlemmar incitament att smita från sitt ansvar. I linje med hypotesen påvisar korrelationsmatrisen i tabell 6 en signifikant negativ korrelation mellan styrelsens storlek och Tobins Q samt en signifikant positiv korrelation mellan styrelsens storlek och ROA. Resultaten från regressionsanalysen påvisar däremot inget signifikant samband mellan styrelsens storlek och bolagets prestation. De tvetydiga resultaten torde förklaras genom det höga och signifikanta korrelationsvärdet som existerar mellan variablerna styrelsens storlek (*Log Storlek*) och bolagets storlek (*Log Tillgångar*). Att antalet styrelsemedlemmar ökar med bolagets storlek upp till en viss gräns förefaller logiskt, och trots att gränsvärdet för multikollinearitet inte överskrids, så elimineras delvis den förstnämnda variabelns effekt på bolagets prestation av den senare nämnda variabeln. Av tabell 7 framgår att det existerar ett starkt signifikant

negativt samband mellan bolagets storlek och Tobins Q och ett starkt signifikant positivt samband mellan bolagets storlek och ROA. I ljuset av dessa resultat förkastas undersökningens hypoteser H1a och H1b.

Hypotes nummer två i undersökningen antar att det finns ett positivt samband mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation. Denna hypotes hänför sig till att styrelsen bör vara uppmärksam på agentfrågor och att sannolikheten för att så sker är större när det finns oberoende styrelsemedlemmar. Korrelationsmatrisen i tabell 6 antyder att det finns ett samband mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation, då korrelationen är signifikant på fem procents nivå. Resultaten av korrelationsmatrisen bekräftas av regressionsanalysen, som påvisar ett signifikant positivt samband mellan såväl styrelsens oberoende och Tobins Q som mellan styrelsens oberoende och ROA. Sambanden är signifikanta på fem procents nivå (modell 1a) respektive tio procents nivå (modell 1b). Baserat på resultaten av denna undersökning kan slutsatsen dras att det finns ett signifikant positivt samband mellan styrelsens oberoende och bolagets prestation. Därmed accepteras undersökningens hypoteser H2a och H2b.

Undersökningens tredje hypotes är att det finns ett negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och bolagets prestation. Hypotesen hänför sig till agentteorin och att upptagna styrelsemedlemmar generellt sett är mindre effektiva i den övervakande rollen. Undersökningens resultat är blandade beroende på vilken av de två beroende variablerna som studeras. Såsom framgår av regressionsanalysen i tabell 7, är det genomsnittliga antalet andra styrelseuppdrag som bolagets styrelsemedlemmar har marginellt signifikant när Tobins Q används som mått för bolagets prestation. Det signifikanta sambandet existerar dock inte längre när ROA används som beroende variabel. Regressionsanalysens resultat överensstämmer med korrelationsmatrisen i tabell 6, som indikerar att variabeln upptagna styrelsemedlemmar är negativt korrelerad med Tobins Q på en procents nivå. Av resultaten av denna undersökning kan dras slutsatsen att det finns ett marginellt signifikant negativt samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och Tobins Q. Därmed accepteras undersökningens hypotes H3a. Med avseende på det operativa prestationsmålet ROA förkastas undersökningens hypotes H3b.

Enligt undersökningens fjärde hypotes finns det ett positivt samband mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation. Hypotesen hänför sig dels till resursberoendeteorin, dels till agentteorin. Enligt dessa teorier känner erfarna styrelsemedlemmar bolaget bättre och kan därav ge bättre tekniskt stöd och är dessutom mer kapabla att utföra en

effektiv övervakning. Resultaten av regressionsanalysen påvisar ett starkt signifikant positivt samband mellan styrelsens erfarenhet och Tobins Q. Även mellan styrelsens erfarenhet och ROA påvisas ett starkt signifikant samband. Dessa samband överensstämmer med korrelationsmatrisen i tabell 6, som indikerar en signifikant positiv korrelation mellan variablerna. I ljuset av dessa resultat accepteras undersökningens hypoteser H4a och H4b.

Hypotes nummer fem i undersökningen antar att det finns ett positivt samband mellan styrelsens relationskapital och bolagets prestation. Hypotesen grundar sig på att en styrelse som bidrar med många länkar till den externa miljön kan förse bolaget med en stor mängd resurser som är viktiga för bolagets prestation. Enligt regressionsanalysen, som presenterades i tabell 7, existerar ett marginellt signifikant positivt samband mellan styrelsens relationskapital och Tobins Q. Däremot fann analysen inget bevis för att det skulle finnas ett samband mellan styrelsens relationskapital och ROA. På basis av dessa resultat accepteras undersökningens hypotes H5a. Med avseende på det operativa prestationsmåttet ROA förkastas undersökningens hypotes H5b.

Undersökningens sjätte hypotes är att det finns ett positivt samband mellan revisionskommitténs expertis och bolagets prestation. Hypotesen hänför sig till agentteorin och att styrelsemedlemmar med redovisningsexpertis bidrar till en bättre övervakning av ledningen. Följaktligen presterar bolaget bättre. Såsom framgår både av korrelationsmatrisen i tabell 6 och regressionsanalysen i tabell 7 förekommer dock inga signifikanta samband mellan revisionskommitténs expertis och bolagets prestation. Därmed förkastas undersökningens hypoteser H6a och H6b. Anmärkningsvärt är det marginellt signifikanta negativa sambandet mellan Tobins Q och variabeln revisionskommitté.

#### **4.5 Vidare analys**

För att ytterligare fördjupa insikten i hur styrelsens attribut inverkar på svenska börsbolags prestation, vidareutvecklas regressionsmodellen gällande variablerna för styrelsens erfarenhet och styrelsens storlek i detta underkapitel. Av tabell 7 framgår att regressionsanalysen av den huvudsakliga modellen, i enlighet med undersökningens fjärde hypotes, fann starkt signifikanta samband mellan styrelsens erfarenhet och Tobins Q samt mellan styrelsens erfarenhet och ROA. Tidigare forskning i styrelsens erfarenhet är knapp men samstämmig om att styrelsens erfarenhet har en positiv inverkan på bolagets prestation upp till nio år, varefter sambandet byter riktning

(Huang 2013; Livnat et al. 2013). Av sampeföretagens styrelser har 16,6 procent en erfarenhet över nio år. För att testa huruvida styrelsemedlemmar med väldigt lång erfarenhet är mindre vaksamma och därmed har en negativ inverkan på bolagets prestation, inkluderas variabeln erfarenhet som kvadrerad i modell 2a och 2b. I övrigt är modell 2a och 2b identiska med modell 1a och 1b.

**Tabell 8 Resultat av vidareutvecklad modell för hypotes H4**

Beroende variabel Variabel	Modell 2a		Modell 2b	
	Tobins Q		ROA	
	$\beta$	Standardfel	$\beta$	Standardfel
Konstant	6,454 ***	1,159	-0,518 ***	0,121
Log Storlek	-0,001	0,262	-0,037	0,031
Oberoende	0,541 **	0,239	0,050 *	0,030
Upptagnamedlemmar	-0,176 *	0,102	0,004	0,013
Erfarenhet	0,071	0,079	0,020 *	0,010
Erfarenhet <sup>2</sup>	0,000	0,006	-0,001	0,001
Relationskapital	0,001 *	0,001	0,000	0,000
Revisionskommitté	-0,308 *	0,164	-0,003	0,020
Revisionskommitténs expertis	-0,168	0,173	0,004	0,021
Log Tillgångar	-0,236 ***	0,064	0,023 ***	0,007
Skuldsättningsgrad	-1,197 ***	0,366	0,064	0,044
Finanskris	0,283 ***	0,069	0,003	0,009
Finans	-0,359	0,373	-0,090 **	0,037
Handel	0,460	0,376	-0,047	0,037
Industri	0,502	0,311	-0,064 **	0,030
n	716		716	
R <sup>2</sup>	0,121		0,060	
R <sup>2</sup> (justerad)	0,103		0,041	
F-statistika	7,153 ***		3,446 ***	
Durbin-Watson statistika	1,586		1,742	

\* Signifikant på 10 % nivå, \*\* Signifikant på 5 % nivå, \*\*\* Signifikant på 1 % nivå

Såsom framgår av tabell 8 är den kvadrerade variabeln Erfarenhet inte signifikant i någon av modellerna ovan. Med andra ord är sambandet mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation linjärt för undersökningens sampel. Anmärkningsvärt är också att variabeln erfarenhet inte längre är signifikant i modell 2a där den kvadrerade variabeln införts i modellen. Som framgår av modellens justerade R<sup>2</sup>-värde är också förklaringsgraden något svagare i denna modell jämfört med modell 1a. I övrigt ger modell 2a återigen stöd för hypoteserna H2a, H3a och H5a, medan modell 2b återigen ger stöd för hypoteserna H2b och H4b.

I analysen av resultaten från den huvudsakliga regressionsmodellen konstaterades att inget signifikant samband mellan styrelsens storlek och bolagets prestation kunde påvisas. Detta går emot antagandet i undersökningens första hypotes och tidigare forskning (Shukeri, Shin & Shaari 2012; Johl, Kaur & Cooper 2015; Malik & Makhdoom 2016). I och med att tidigare forskning argumenterat för att existerande svagheter och brister i företagens bolagsstyrning blir allt mer synliga i perioder av ekonomisk recession eller depression (Francis, Hasan & Wu 2012:1-2), utförs en vidare analys för att undersöka huruvida styrelsens storlek hade någon effekt på bolagets prestation under finanskrisens mest turbulenta år. Det förefaller logiskt att anta att en större styrelse hade en signifikant negativ inverkan på bolagets prestation under krisåren 2008 och 2009. För att testa denna vidareutvecklade variant av undersökningens första hypotes inkluderas interaktionsvariabeln *Log Storlek\*Finanskris* i modell 3a och 3b som presenteras i tabell 9. I övrigt är dessa modeller identiska med modell 1a och 1b.

**Tabell 9 Resultat av vidareutvecklad modell för hypotes H1**

Beroende variabel Variabel	Modell 3a		Modell 3b	
	Tobins Q		ROA	
	$\beta$	Standardfel	$\beta$	Standardfel
Konstant	6,048 ***	1,174	-0,502 ***	0,122
Log Storlek	0,107	0,267	-0,037	0,032
Log Storlek*Finanskris	-0,474 **	0,190	-0,002	-0,091
Oberoende	0,525 **	0,239	0,051 *	0,030
Upptagnamedlemmar	-0,194 *	0,103	0,004	0,013
Erfarenhet	0,076 ***	0,025	0,010 ***	0,003
Relationskapital	0,001 *	0,001	0,000	0,000
Revisionskommitté	-0,322 *	0,164	-0,001	0,020
Revisionskommitténs expertis	-0,172	0,173	0,005	0,021
Log Tillgångar	-0,229 ***	0,065	0,023 ***	0,007
Skuldsättningsgrad	-1,108 ***	0,367	0,065	0,044
Finanskris	1,309 ***	0,417	0,008	0,057
Finans	-0,375	0,379	-0,088 **	0,037
Handel	0,454	0,383	-0,045	0,037
Industri	0,495	0,315	-0,061 **	0,030
n	716		716	
R <sup>2</sup>	0,121		0,059	
R <sup>2</sup> (justerad)	0,109		0,040	
F-statistika	7,216 ***		3,114 ***	
Durbin-Watson statistika	1,637		1,739	

\* Signifikant på 10 % nivå, \*\* Signifikant på 5 % nivå, \*\*\* Signifikant på 1 % nivå

Såsom framgår av tabell 9 är interaktionsvariabeln *Log Storlek\*Finanskris* signifikant på fem procents nivå i modell 3a, där Tobins Q är beroende variabel. Beta-koefficientens negativa värde -0,474 antyder att en större styrelse under finanskrisen hade en negativ inverkan på bolagets prestation. Modellens förklaringsgrad är 0,109, vilket är i linje med undersökningens huvudsakliga modell 1a. Mellan interaktionsvariabeln för styrelsens storlek och ROA påvisas inget signifikant samband enligt modell 3b. I övrigt ger modell 3a återigen stöd för hypoteserna H2a, H3a, H4a och H5a, medan modell 2b återigen ger stöd för hypoteserna H2b och H4b.

#### 4.6 Känslighetsanalys

För att ännu testa robustheten i resultaten som erhållits i undersökningen utförs ytterligare sex regressionsmodeller. I bilaga två, modell 4a, används Tobins Q som beroende variabel och modellen testat samtliga sex hypoteser. Till skillnad från undersökningens primära modell 1a körs modell 4a utan kontrollvariabler. Som nämntes redan tidigare (kap. 4.4) är korrelationsvärdet mellan variabelerna styrelsens storlek (Log Storlek) och bolagets storlek (Log Tillgångar) högt och signifikant. Att antalet styrelsemedlemmar ökar med bolagets storlek upp till en viss gräns föreligger logiskt, och trots att gränsvärdet för multikollinearitet inte överskrids, så elimineras den förstnämnda variabelns effekt på bolagets prestation av den senare nämnda variabeln vid regressionsanalys. Eftersom kontrollvariablerna exkluderas i modell 4a, blir styrelsens storlek signifikant i denna modell. I övrigt finner modellen återigen stöd för hypoteserna H2a, H3a och H4a vad beträffar det marknadsbaserade prestationsmåttet Tobins Q. I modell 4b är den beroende variabeln ROA. Även denna modell testat samtliga sex hypoteser utan kontrollvariabler. Som framgår av bilaga två ger modell 4b återigen stöd för hypoteserna H2b och H4b vad beträffar det operativa prestationsmåttet ROA. Noteras kan även att kontrollvariablerna har stor betydelse i modell 1a, eftersom förklaringsgraden sjunker från 0,110 till 0,027.

Därtill testas huruvida styrelsens attribut har samma inverkan på bolagets prestation även på längre sikt. I modell 5a används tre års medeltal för den beroende variabeln Tobins Q. Återigen fås stöd för hypoteserna H2a, H4a och H5a. I modell 5b används liknande tre års medeltal för den beroende variabeln ROA och denna modell ger återigen stöd för hypoteserna H2b och H4b. Anmärkningsvärt är att modellerna som testat sambandet mellan styrelsens attribut på längre sikt har bäst förklaringsgrad;

0,149 för modell 5a där Tobins Q är beroende variabel respektive 0,085 för modell 5b där ROA är beroende variabel. Regressionsmodellerna 5a och 5b framgår av bilaga två.

Homoskedasticitet, som innebär att datamaterialets alla variabler har samma varians, är ett antagande som ställs på datamaterialet vid tillämpande av multipel regressionsanalys (Woolridge 2012:51). Avsaknaden av homoskedasticitet, eller så kallad heteroskedasticitet, innebär i sin tur att precisionen av modellen minskar, eftersom standardavvikelsena för regressionskoefficienterna ökar. Enligt Woolridge (2012:101) bör vissa korrigerande åtgärder vidtas vid misstänkt heteroskedasticitet. Vidare menar Woolridge (2012:271) att en dylik åtgärd är att lägga på robusta standardavvikelser. För att ytterligare testa robustheten i resultaten som erhållits i undersökningen utförs regressionerna ännu med så kallade White cross-section robusta standardavvikelser. Modell 6a körs med robusta standardavvikelser och har Tobins Q som beroende variabel. Återigen fås stöd för H2a och H4a. Noteras kan dock att H3a och H5a, som tidigare var signifikanta på tio procents nivå, antar signifikansvärden på 0,154 respektive 0,144 i modell 6a. Modell 6b har ROA som beroende variabel och körs likaså med robusta standardavvikelser. Återigen fås stöd för hypoteserna H2b och H4b. Regressionsmodellerna 6a och 6b framgår av bilaga tre. På basis av resultaten från känslighetsanalysens modeller kan konstateras att resultaten från undersökningens huvudsakliga regressionsmodell är robusta.

#### **4.7 Analys och diskussion av undersökningens resultat**

I detta underkapitel analyseras och diskuteras resultaten utgående från agentteorin, resursberoendeteorin och tidigare forskning. Sex av undersökningens tolv alternativa hypoteser accepterades. Slutsatsen är att styrelsens oberoende, erfarenhet och relationskapital är positivt relaterade till bolagets prestation, medan upptagna styrelsemedlemmar är negativt relaterade till bolagets prestation. I en vidareutvecklad modell av undersökningens första hypotes påvisades därtill att styrelsens storlek hade en negativ inverkan på bolagets prestation under finanskrisens turbulenta år. Resultaten diskuteras mer ingående nedan.

Enligt undersökningens resultat verkar styrelsens storlek inte ha någon inverkan på bolagets prestation oberoende av vilket prestationsmått som används. Däremot påvisar resultaten att styrelsens storlek korrelerar starkt med bolagets storlek. Vidare antyder studien att sambandet mellan bolagets storlek och Tobins Q är signifikant negativt, samt att sambandet mellan bolagets storlek och ROA är signifikant positivt. Dessa

resultat kan tolkas som att större bolag har en större styrelse och att det är bolagets storlek, inte styrelsens storlek, som driver prestationen. Marknaden upplever med andra ord att större bolag kan ha svårare att generera avkastning, medan det operativa prestationsmålet ROA visar att det i själva verket är tvärtom. Dessa resultat är i linje med studien utförd av Francis, Hasan och Wu (2012).

Genom att mer specifikt undersöka styrelsens storlek och dess inverkan på bolagets prestation under finanskrisen påvisades ett signifikant negativt samband mellan styrelsens storlek och Tobins Q. Marknaden anser med andra ord att en större styrelse kan förknippas med problem i kommunikation och samordning under ekonomiskt turbulenta perioder. Detta bidrar till den existerande litteraturen genom att stöda argumentet att styrelsepraxis som upprättats under goda ekonomiska perioder är otillräckliga för ekonomiskt turbulenta perioder (Ferro-Ferro, Fernández-Izquierdo & Muñoz-Torres 2012:224). Tidigare forskning har hänvisat till agentteorin och argumenterat för att en större styrelse kan ha svårt att komma till ett konsensus i viktiga beslut på grund av spridda åsikter (Malik & Makhdoom 2016:750) och ge individuella styrelsemedlemmar incitament att smita från sitt ansvar (Haniffa & Huadib 2006:1039). Att en större styrelse inverkar signifikant negativt på bolagets prestation under finanskrisen kan ha sin förklaring i att investerare fäster mindre uppmärksamhet vid bolagsstyrningens kvalitet under ekonomiskt goda förhållanden. Dessa resultat är i linje med Eisenberg, Sundgren och Wells (1998) undersökning av finska småbolag, vilket antyder att agentproblematiken ökar med styrelsens storlek även i större börsbolag i det nordiska förvaltningssystemet.

Vidare påvisar undersökningen ett signifikant positivt samband mellan styrelsens oberoende och båda måtten för bolagets prestation. Detta bidrar till litteraturen genom att stödja uppfattningen att beroende styrelsemedlemmar inte är de mest effektiva i den övervakande rollen (Jeremias & Gani 2014:151). I Sverige har det historiskt sett funnits starka kontrollägare. Under de senaste årtionden har de stora ägarfamiljernas långsiktiga inflytande i börsbolagen dock minskat, medan de institutionella ägarnas mera kortsiktiga investeringsstrategi har gjort intåg. Detta har resulterat i att ledningen på senare tid kunnat få ett oproportionerligt stort inflytande över de svenska börsbolagen (Hammarskiöld & Hein 2004:513). Eftersom hela 15 procent av de europeiska institutionella investerarna dessutom anser att bolagsstyrning är viktigare än traditionella ekonomiska aspekter, såsom resultat och tillväxtpotential (McKinsey &

Co 2002), faller det sig naturligt att marknaden är villig att betala ett premium för bolag med oberoende styrelser.

Det signifikanta positiva sambandet som påvisades mellan styrelsens oberoende och det operativa prestationsmättet ROA bekräftar ytterligare att oberoende styrelsemedlemmar verkligen kan skydda aktieägarna från ledningens opportunist. Dessa resultat överensstämmer med studierna utförda av Jeremias och Gani (2014) och Malik och Makhdoom (2016). Att styrelsens oberoende har en signifikant positiv inverkan på bolagets prestation i svenska börsbolag antyder, till skillnad från studien utförd av Francis, Hasan och Wu (2012), att styrelsemedlemmar som per definition är oberoende också är oberoende i verkligheten. Francis, Hasan och Wu (2012) undersökte amerikanska börsbolag och påvisade att den traditionella definition av oberoende styrelsemedlemmar inte håller måttet, utan att verkställande direktörens inflytande kan äventyra styrelsemedlemmarnas verkliga oberoende. De något motstridiga resultaten kan ha sin förklaring i den nordiska bolagsstyrningsmodellen, enligt vilken styrelsen i första hand består av styrelsemedlemmar som inte är anställda i bolaget (Huse 2003:106). Därtill får verkställande direktören inte vara styrelseordförande i svenska börsbolag (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:9), vilket ytterligare torde begränsa verkställande direktörens inflytande på de oberoende styrelsemedlemmarna.

Undersökningen finner också ett negativt och signifikant samband mellan upptagna styrelsemedlemmar och Tobins Q. Detta bidrar i sin tur till litteraturen genom att stödja uppfattningen att upptagna styrelser inte anses vara de mest effektiva i den övervakande rollen (Fich & Shivdasani 2006; Jackling & Johl 2009; Muller-Kahle, Wang & Wu 2014). Resultatet kan förklaras genom att marknaden anser att upptagna styrelsemedlemmar är överbelastade och har för många uppgifter att fullfölja, vilket i sin tur skulle leda till ökade agentkostnader och därav också innebära en sämre prestation. Denna uppfattning bekräftas dock inte av undersökningens resultat gällande det operativa prestationsmättet ROA.

Däremot påvisar undersökningen ett starkt signifikant positivt samband mellan styrelsens erfarenhet och ROA. Resultatet stöder uppfattningen att erfarna styrelsemedlemmar har bättre kunskap om bolaget och därav är mer kapabla att ge rådgivning i strategiska beslut, vilket i sin tur leder till att bolaget operativt presterar bättre (Huang 2013; Livnat et al. 2016). Av undersökningens resultat framgår vidare att även sambandet mellan styrelsens erfarenhet och Tobins Q är starkt signifikant positivt.

Med andra ord är marknaden väl medveten om att erfarna styrelsemedlemmar presterar bättre och därav värderas bolag som har en erfaren styrelse högre.

Till skillnad från Huang (2013), som undersökte amerikanska börsbolag och Livnat et al. (2016), som studerade börsbolag från världens alla hörn, visar resultaten i denna undersökning att sambandet mellan styrelsens erfarenhet och bolagets prestation är linjärt. Med andra ord har styrelsemedlemmarna i de svenska börsbolagen inte något bäst före datum. Detta kan ha sin förklaring i skillnader mellan ländernas bolagsstyrningsmodeller. Enligt den angloamerikanska modellen har styrelsen direkt ansvar för bolagets löpande förvaltning. Således består styrelsen i amerikanska börsbolag ofta av verkställande direktören och medlemmar från bolagets operativa ledning (Huse 2003:106). Därav kan antas att amerikanska styrelsemedlemmar med lång erfarenhet från ett och samma bolag är mer benägna att bli vän med verkställande direktören, vilket gör styrelsen mindre effektiv i den övervakande rollen. Det nordiska förvaltningssystemet kännetecknas å andra sidan av en enkel styrelsestruktur, där styrelsen i första hand består av oberoende medlemmar valda av aktieägarna, medan verkställande direktören ansvarar för bolagets löpande förvaltning (Huse 2003:106). De svenska börsbolagens oberoende styrelsemedlemmar med lång erfarenhet kan antas ha bättre kunskap om bolaget och är därav också kapabla till en mer effektiv övervakning. Oberoende styrelsemedlemmar som kan företagets verksamhet blir inte heller lurade eller kan anses vara helt beroende av verkställande direktören för information.

Resultaten gällande styrelsens relationskapital visar att marknaden belönar svenska börsbolag, vars styrelsemedlemmar har ett brett nätverk av kontakter. Resultaten kan förklaras med resursberoendeteorin, vilken föreslår att en styrelse som bidrar med många länkar till den externa miljön kan förse bolaget med en stor mängd viktiga resurser, vilket i sin tur skulle leda till en bättre prestation. Med andra ord värderar investerarna en styrelse med ett brett nätverk av kontakter, som exempelvis kan förse bolaget med goda råd, legitimitet, kommunikationskanaler till externa organisationer och tillgång till externa resurser. Resultatet överensstämmer med studierna utförda av Hillman, Zardkoohdi och Bierman (1999) och Jeremias och Gani (2014). Marknadens uppfattning om styrelsens relationskapital avspeglas dock inte i det operativa prestationsmättet ROA i de svenska börsbolagen.

Gällande revisionskommitténs expertis kunde inget signifikant samband påvisas i undersökningen. Anmärkningsvärt är dock det signifikanta och negativa sambandet

som påvisades mellan bolag som har en revisionskommitté och Tobins Q. Med en helt eller övervägande del oberoende styrelsemedlemmar i de svenska bolagens styrelser, blir inrättandet av en revisionskommitté mer en fråga om en effektiv organisation av styrelsens arbete snarare än styrelsens integritet gentemot företagsledningen. Undersökningens resultat antyder dock att marknaden uppfattar revisionskommittén som ineffektiv och kostsam i termer av kompensation. Att revisionskommitténs expertis i svenska börsbolag inte avspeglas i bolagets prestation, till skillnad från flera studier gjorda i USA (Defond, Hann & Hu 2005; Husum et al. 2012: ), antyder vidare att det inte finns någon större anledning att harmonisera koderna för god bolagsstyrningspraxis mellan de olika bolagsstyrningsmodellerna.

Slutligen kan konstateras att det finns ett signifikant samband mellan flera styrelseattribut och bolagets prestation i svenska börsbolag. Den huvudsakliga regressionsmodellens förklaringsgrad på 11,0 procent för den beroende variabeln Tobins Q, respektive 4,1 procent för den beroende variabeln ROA, påvisar att det finns många andra faktorer än styrelsens attribut som inverkar på bolagets prestation. Exempelvis torde bolagets prestation påverkas av en rad andra interna faktorer såsom utveckling av produkter, marknadsföring och företagsledning. Därtill torde bolagets prestation också påverkas av en rad makroekonomiska faktorer såsom konjunktur, råvarutillgångar, arbetartillgång och allmän efterfrågan. Undersökningsmodellens förklaringsgrad i denna avhandling är dock helt i linje med tidigare forskning (Klapper & Love 2004; Shukeri, Shin & Shaari 2012; Malik & Mahkdoom 2016) och resultaten ger bevis på den viktiga funktion som styrelsen har med tanke på bolagets prestation. Utgående från resultaten kan konstateras att den ultimata styrelsemedlemmen i svenska börsbolag är oberoende, besitter lång erfarenhet och har ett stort relationskapital, men är inte upptagen genom att ha åtagit sig för många samtida styrelseuppdrag.

## 5 AVSLUTNING

I nedanstående kapitel följer en konklusion av avhandlingen. I kapitlet diskuteras ytterligare avhandlingens kontribution och begränsningar. Avslutningsvis, inspirerat av begränsningarna, ges förslag till fortsatt forskning inom området för styrelsens attribut och bolagets prestation.

### 5.1 Konklusion

Syftet med denna avhandling var att undersöka hur styrelsens attribut inverkar på svenska börsbolags prestation. Såsom konstaterades i problemdiskussionen är det viktigt att identifiera de egenskaper som bör betonas vid nominering och val av nya styrelsemedlemmar. Detta är i synnerhet viktigt sett ur aktieägarnas perspektiv i det moderna bolaget med spridd ägarstruktur. Att undersöka bolagen som är noterade på Stockholmsbörsen var speciellt motiverat, dels eftersom denna börs är den överlägset största marknaden i Norden, dels eftersom ingen tidigare empirisk studie gällande hur styrelsens attribut inverkar på de svenska börsbolagens prestation har påträffats.

Avhandlingens syfte uppnåddes genom att empiriskt undersöka sambandet mellan sex styrelseattribut och två mått på bolagets prestation, nämligen marknadsavkastning (Tobins Q) och avkastning på totalt kapital (ROA). Undersökningen är gjord som en longitudinell studie, som överspänner sju år. Samplet består av en obalanserad panel med 120 unika svenska börsbolag och totalt 716 observationer. Undersökningen påvisar flera viktiga samband. Överlag visar undersökningen att börsbolagen i Sverige är beroende av sin styrelse såväl i den övervakande som i den rådgivande rollen. Resultaten bekräftar således Hillman och Dalzier's (2003:338) påstående, enligt vilket det är viktigt att integrera agentteorin och resursberoendeteorin för att få full förståelse för styrelsens attribut och hur dessa inverkar på bolagets prestation. I tabell 10 presenteras en sammanställning av de uppställda hypoteserna och undersökningens resultat.

Undersökningen fann ett signifikant positivt samband mellan styrelsens oberoende och båda måtten för bolagets prestation (Tobins Q och ROA) i svenska börsbolag. Upptagna styrelsemedlemmar konstaterades ha en signifikant negativ inverkan på Tobins Q. Vidare påvisades att styrelsens erfarenhet har en signifikant positiv inverkan på såväl Tobins Q som på ROA. Styrelsens relationskapital har en signifikant positiv inverkan på Tobins Q. I en vidare analys påvisades därtill att styrelsens storlek hade en signifikant

negativ inverkan på bolagets prestation (Tobins Q) under finanskrisen. För revisionskommitténs expertis kunde inga signifikanta samband påvisas. På basis av resultaten från känslighetsanalysens modeller konstaterades resultaten vara robusta.

**Tabell 10 Sammanställning av hypoteser och resultat**

Hypotes och antagande gällande sambandets riktning	Resultat	
	Tobins Q	ROA
<i>H1</i> : Styrelsens storlek	Förkastades	Förkastades
<i>H2</i> : Styrelsens oberoende +	Accepterades	Accepterades
<i>H3</i> : Upptagna styrelsemedlemmar -	Accepterades	Förkastades
<i>H4</i> : Styrelsens erfarenhet +	Accepterades	Accepterades
<i>H5</i> : Styrelsens relationskapital +	Accepterades	Förkastades
<i>H6</i> : Revisionskommitténs expertis +	Förkastades	Förkastades

Att resultaten i denna undersökning till viss del skiljer sig från tidigare forskning kan ha sin förklaring i det nordiska förvaltningssystemet. Merparten av tidigare forskning har utförts på börsbolag i USA och Asien, där agentteorin i stor utsträckning förklarar hur styrelsens attribut inverkar på bolagets prestation. Till skillnad från USA och Asien ställer de nordiska länderna strikta krav på styrelsens oberoende. Följaktligen är styrelser i de nordiska länderna mycket mer oberoende än styrelser i andra länder.

## 5.2 Avhandlingens kontribution och praktiska implikationer

Denna avhandling bidrar till litteraturen på flera sätt. För det första är denna studie en av de få empiriska undersökningar som gjorts i Norden och bidrar till den existerande litteraturen genom att granska styrelsens attribut och dess inverkan på bolagets prestation i svenska börsbolag. Trots att bolagsstyrning har varit ett omdebatterat ämne under en längre tid, har det forskats lite i styrelsens attribut och bolagets prestation i de nordiska länderna. Att avhandlingens resultat för alla styrelseattribut inte är helt i linje med tidigare forskning kan bero på den nordiska bolagsstyrningsmodellens unika särdrag. Den nordiska modellen är något av en kombination av de mer traditionella one-teir och two-teir modellerna och kännetecknas

av att styrelsen har långtgående befogenheter att styra bolaget under dess mandatperiod (Lekvall 2014:62).

För det andra bekräftar undersökningen vikten av att integrera agentteorin och resursberoendeteorin för att kunna förutsäga effekten av styrelsens attribut på bolagets prestation. Detta gäller i synnerhet börsbolagen i Sverige, eftersom det finns krav på att majoriteten av styrelsemedlemmarna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2016:8). Därav är agentproblematiken inte lika påtaglig i de svenska börsbolagen som på många andra håll i världen och agentteorin kan inte ensam förklara styrelsens inverkan på bolagets prestation. Som resultaten antyder använder de svenska börsbolagen i stor utsträckning styrelsen i den rådgivande rollen.

För det tredje påvisar undersökningen att styrelsen spelar en central roll med tanke på bolagets prestation. I Sverige bör bolagen speciellt uppmärksamma vikten av styrelsens erfarenhet. Detta är i linje med den nordiska bolagsstyrningsmodellen och skiljer sig från tidigare studier genom att visa att styrelsemedlemmarna i svenska börsbolag inte har något bäst före datum.

Därtill överspänner studien åren för finanskrisen, vilket ytterligare bidrar till den existerande litteraturen. Resultaten indikerar att god bolagsstyrningspraxis, som upprättats under ekonomiskt goda perioder, inte nödvändigtvis är tillräcklig under ekonomiska krisperioder.

Det finns också en rad praktiska implikationer med denna avhandling. För investerare ger undersökningen bevis på den viktiga roll som styrelsen har med tanke på bolagets prestation. Aktieägarna bör speciellt betona oberoende och erfarna styrelsemedlemmar vid nominering och val av nya styrelsemedlemmar. För beslutsfattare ger studien viktiga indikationer gällande framtida diskussioner om global konvergens av god bolagsstyrningspraxis. Kraven på revisionskommitténs oberoende och finansiella expertis, som exempelvis USA kräver av samtliga medlemmar i revisionskommittén, är på basis av resultaten i denna undersökning överflödiga i Sverige. Slutligen indikerar studien att styrelsemedlemmarna själva noggrant bör överväga huruvida de ska begränsa antalet styrelseuppdrag som de accepterar för att hinna ägna tillräckligt mycket tid för varje bolag, i vars styrelse de sitter.

### 5.3 Begränsningar och förslag till fortsatt forskning

Med tanke på undersökningens resultat finns det några begränsningar som bör beaktas. Samtidigt kan flera av dessa begränsningar ses som ytterligare möjligheter till fortsatt forskning.

För det första är det möjligt att undersökningens intressevariabler är korrelerade med andra underliggande variabler, som inte ingår i regressionsmodellen. Effekten av dylika utelämnade variabler kunde lindras genom att använda en regressionsmodell med fast effekt. Paneldataregression med fast effekt kräver dock en betydande variation i de oberoende variablerna (Zhou 2001:559; Wooldridge 2012:495-496). Med tanke på att variablerna i denna undersökning, såsom styrelsens oberoende, styrelsens storlek och upptagna styrelsemedlemmar, kan anses vara stabila över tid, kan fast effekt inte användas på grund av kollinearitetsproblem.

För det andra studerades enbart börsbolag noterade på Stockholmsbörsens huvudlista i denna undersökning. Tack vare samplets representativitet kan resultaten av denna studie generaliseras till att gälla svenska börsbolag överlag. Resultaten kan dock inte generaliseras till bolag i andra länder eller till andra typer av svenska bolag. Framtida forskning kunde undersöka bolag från andra nordiska länder och lyfta fram skillnader länderna emellan beträffande styrelsens attribut och dess inverkan på bolagets prestation.

För det tredje beaktades endast sex styrelseattribut i denna undersökning. Följaktligen kunde framtida forskning överväga andra styrelseaspekter, såsom egenskaper gällande ersättningskommittén, nomineringskommittén och bolagsstyrningskommittén. Vidare granskades endast en bolagsstyrningsmekanism i avhandlingen. Framtida studier kunde inkludera även andra viktiga bolagsstyrningsmekanismer, såsom bolagets ägarstruktur och omfattningen av potentiella styrelsemedlemmar.

## KÄLLFÖRTECKNING

- Adams, M. B. (1994). Agency theory and the internal audit. *Managerial Auditing Journal*, vol. 9, nr. 8, s. 8-12
- Adams, R. B., Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, vol. 48, nr. 1, s. 58-107
- Aktiebolagslag (2005:551)
- Amir, E., Kallunki, J-P. & Nilsson, H. (2014). Criminal convictions and risk taking. *Australian Journal of Management*, vol. 39, nr. 4, s. 497-523
- Bauer, R., Guenster, N. & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, vol. 5, nr. 2, s. 91-104
- Berberich, G. & Niu, F. (2011). Director business, director tenure and the likelihood of encountering corporate governance problem. Working paper: Wilfrid Laurier University.
- Berle, A. A & Means, G. C. (1947). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillian Company
- Bhagat, S., Bolton, B. & Romano, R. (2008). The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review*, vol. 108, nr. 8, s. 1803-1882
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. 2 uppl. New York: Cambridge University Press.
- Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber Ekonomi
- Chhaochharia, V. & Laeven, L. (2009). Corporate governance norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18, nr. 3, s. 405-431
- Cunningham, G. M. & Harris, J. E. (2006). Enron and Arthur Andersen: The case of the crooked E and the fallen A. *Global Perspectives on Accounting Education*, vol. 3, s. 27-48
- Daines, R. M., Gow, I. D. & Larcker, D. F. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, vol. 98, nr. 3, s. 439-461

- Defond, M. L., Hann, R. N. & Hu, X. (2005). Does the market value financial expertise on auditing committees of board of directors? *Journal of Accounting Research*, vol. 43, nr. 2, s.153-193
- Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2003). *Statistisk verktyglåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur
- Djurfeldt, G. & Barmark, M. (2009). *Statistisk verktyglåda – multivariat analys*. Lund: Studentlitteratur
- Eisenberg, T, Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 48, nr. 1 s. 35-54
- Elsilä, A., Kallunki, J-P., Nilsson, H. & Sahlström, P. (2013). CEO Personal wealth, equity incentives and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 21, nr. 1, s. 26-41
- Elson, M.C., Ferrere, C. K. & Goossen, N. J. (2015). The bug at Volkswagen: Lessons in co-determination, ownership, and board structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 27, nr. 4, s. 36-43
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D. & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, nr. 2, s. 102-111
- Ergin, E. (2012). Corporate governance ratings and market-based financial performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, vol. 4, nr. 9, s. 61-68
- Evans, J. & Weir, C. (1995). Decision processes, monitoring, incentives and large firm performance in the UK. *Management Decision*, vol. 33, nr. 6, s. 32-38
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nr. 2, s. 301-325
- Ferro-Ferro, I., Fernández-Izquierdo, M. A. & Muñoz-Torres, M. (2012). The impact of the board of directors characteristics on corporate performance and risk-taking before and during the global financial crisis. *Review of Managerial Science*, vol. 6, nr. 3, s. 207-226
- Fich, E. M. & Shivdasani, A. (2006). Are boards effective monitors? *Journal of Finance*, vol. 61, nr. 2, s. 689-724
- Fields, M. A. & Keys, P. Y. (2003). The emergence of corporate governance from Wall St. to Main St.: Outside directors, board diversity, earnings management, and managerial incentives to bear risk. *The Financial Review*, vol. 38, s. 1-24

- Finansinspektionen & Statistiska centralbyrån (2013). *Aktieägarstatistik*. Tillgänglig: [http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2013H02/FM0201\\_2013H02\\_SM\\_FM20SM1401.pdf](http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2013H02/FM0201_2013H02_SM_FM20SM1401.pdf) Hämtad 8.4.2017
- Francis, B., Hasan, I. & Wu, Q. (2012). Do corporate affect firm performance? New evidence from the financial crisis. *Bank of Finland Research Discussion Paper*, nr. 11
- Gibney, A. (2005). *Enron: The smartest guys in the room*. Tillgänglig: [https://www.youtube.com/watch?v=\\_okmFi9KvSs](https://www.youtube.com/watch?v=_okmFi9KvSs). Hämtad 8.1.2017
- Gillian, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, nr. 3, s. 381-402
- Gillian, S. L. & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, nr. 3, s. 10-34
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, nr. 1, s. 107-156
- Haji, A., A. (2014). The relationship between corporate governance attributes and firm performance before and after the revised code: Some Malaysian evidence. *International Journal of Commerce and Management*, vol. 24, nr. 2, s. 134-151
- Haji, A. A. & Mubaraq, S. (2015). The implications of the revised code of corporate governance on firm performance: A longitudinal examination of Malaysian listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, vol. 5, nr. 3, s. 350-380
- Haniffa, R. & Huadib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business & Accounting*, vol. 33, nr. 7-8, s. 1034-1062
- Hammarskiöld, P. & Hein, S. (2004). Kommer den nya bolagsstyrningskoden att ge bättre bolagsstyrning och öka förtroendet för näringslivet? *Juridisk Tidsskrift*, nr. 2, s. 505-529
- Hillam, A. J., Zardkoohi, A. & Bierman, L. (1999). Corporate political strategies and firm performance: Indications of firm-specific benefits from personal service in the U.S. government. *Strategic Management Journal*, nr. 22, s. 67-81
- Hillman, A. J. & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and recourse dependence perspectives. *Academy of Management Review*, vol. 28, nr. 3, s. 383-396
- Hitt, M. A., Gimeno, J. & Hoskisson, R. E. (1998). Current and future research methods in strategic management. *Organizational Research Methods*, vol. 1, nr. 1, s. 6-44

- Huang, S. Z. (2013). *Zombie Board: Board tenure and firm performance*. Working paper: Singapore Management University. Tillgänglig: [http://ink.library.smu.edu.sg/soa\\_research/1329](http://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1329) Hämtad 15.3.2017
- Husam, A., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R. & Nagel, S. (2012). Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis. *Accounting and Finance*, vol. 52, nr. 4, s.971-1000
- Huse, M. (2003). *Boards, Governance and Value Creation*. New York: Cambridge University Press.
- Industrins Ekonomiska Råd. (2010). *I finanskrisens kölvatten – risker och utmaningar*. Tillgänglig: <http://www.industriradet.se/wp-content/uploads/IER-2010-I-finanskrisens-kolvatten-risker-och-utmaningar.pdf> Hämtad 22.4.2017
- Institutional Shareholder Services (2015). *ISS Governance: QuickScore 3.0 overview and updates*. Tillgänglig: [https://www.issgovernance.com/file/products/quickscore\\_techdoc.pdf](https://www.issgovernance.com/file/products/quickscore_techdoc.pdf). Hämtad 8.1.2017.
- Jackling, B. & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, nr. 4, s. 492-509.
- Jensen, M. C & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, s. 305-360
- Jensen, M. C. (1983). Organization theory and methodology. *The Accounting Review*, vol. 58, nr. 2, s. 319-339
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. vol. 76, nr. 2, s. 323-329
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, vol. 48, nr. 3, s. 831-880
- Jeremias, J. & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, vol. 46, nr. 2, s. 135-153
- Jiang, W. & Son, M. (2015). Do audit fees reflect risk premiums for control risk? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 30, nr. 3, s. 318-340
- Johl, S. K., Kaur, S & Cooper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economics, Business and Management*, vol. 3, nr. 2, s. 239-243

- Kiel, G. C. & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, nr. 3, s. 189-205
- Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, nr. 5, s. 703-728
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2016). *Svensk kod för bolagsstyrning*. Stockholm: Kollegiet för svensk bolagsstyrning
- Larcker, D. & Tayan, B. (2016). *Corporate Governance Matters: A Closer Look at the Organizational Choices and Their Consequences*. 2 uppl. New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Lekvall, P. (2014). *The Nordic Corporate Governance Model*. Stockholm: SNS Förlag.
- Lending, C. C. & Vähämaa, E. (2017). European board structure and director expertise: The impact of quotas. *Research in International Business and Finance*, vol. 39, s. 486-501
- Livnat, J., Smith, G., Suslava, K. & Tarlie, M. (2016). Do directors have a use-by date? Examining the impact of board tenure on firm performance. Working paper. Tillgänglig: <https://www.qmassociates.com/assets/pdf/Board%20Tenure%20Paper.pdf>  
Hämtad 15.3.2017
- Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. 3 uppl. Lund: Studentlitteratur.
- Mak, Y. T. & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, nr. 3, s. 301-318
- Malik, M. S. & Makhdoom, D. D. (2016). Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies? *Corporate Governance*, vol. 16, nr. 4, s. 747-764
- McKinsey & Company (2002). *Global investor opinion survey: Key findings*. Tillgänglig: <http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf>  
Hämtad 8.1.2017.
- Monks, R. A. G. & Minow, N. (2011). *Corporate Governance*. 5 uppl. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.

- Muller-Kahle, M. I., Wang, L. & Wu, J. (2014). Board structure: An empirical study of firms in Anglo-American governance environments. *Managerial Finance*, vol. 40, nr. 7, s. 681-699
- Nasdaq (2017). *Yearly Nordic Statistics 2000-2016*. Tillgängligt: <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/statistics/archive>  
Hämtad: 30.4.2017
- Nicholson, G. J. & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, vol.15, nr. 4, s. 585-608
- OECD (2001). *Corporate governance and national development*. Tillgängligt: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=CD/DOC\(2001\)12&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=CD/DOC(2001)12&docLanguage=En) Hämtad 4.2.2017
- Pearce, J. A. & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, vol. 29 nr. 4, s. 411-438
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, vol. 18, nr. 3, s. 349-364
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row
- Randoj, T., Oxelheim, L. & Thomsen, S. (2006). A Nordic perspective on corporate board diversity. *Nordic Innovation Centre*, nr. 5030
- Rashid, A., Zoysa, A. D, Lodh, S. & Rudkin, K. (2010). Board composition and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, vol. 4, nr. 1, s. 76-95
- Renders, A., Gaeremynck, A. & Sercu, P. (2010). Corporate-governance ratings and company performance: A cross-european study. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 18, nr. 2, s. 87-106
- Rodriguez-Fernandez, M., Fernandez-Alonso, S & Rodrigues-Rodrigues, J. (2014). Board characteristics and firm performance in Spain. *Corporate Governance*, vol. 14, nr. 4 s. 485-503
- Schnake, M. E., Fredenberger, W. B. & Williams, R. J. (2005). The influence of board characteristics on the frequency of 10-K investigations of firms in the financial service sector. *Journal of Business Strategies*, vol. 22, nr. 2, s. 101-117
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*. 7 uppl. Toronto: Pearson.

- Shin, J., Mendoza, X., Hawkins, M. A. & Choi, C. (2017). The relationship between multinationality and performance: Knowledge-intensive vs. capital-intensive service micro-multinational enterprises. *International Business Review*. Tillgänglig: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.005> Hämtad 14.4.2017
- Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, nr. 1, s. 79-101
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, vol. 52, nr. 2, s. 737-775
- Shukeri, S. N., Shin, O. W. & Shaari, M. S. (2012). Does board of director's characteristics affect firm performance? Evidence from Malaysian public listed companies. *International Business Research*, vol. 5, nr. 9, s. 120-127
- Smith, C. W & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, vol. 7, nr. 2, s. 117-161
- Smith, A. (2005). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Pennsylvania State University: An Electronic Classics Series Publication. Tillgänglig: <http://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/The%20Wealth%20of%20Nations.pdf>. Hämtad 9.1.2017
- Värdepappersmarknadsföreningen (2015). *Finska koden för bolagsstyrning*. Helsingfors: Värdepappersmarknadsföreningen rf
- Wahlin, K. (2011). *Tillämpad statistik: en grundkurs*. Stockholm: Bonnier utbildning
- Weil (2014). *Comparison of corporate governance principles & guidelines: United States*. Tillgänglig: [http://www.weil.com/~media/files/pdfs/us\\_comparison\\_of\\_corporate\\_governance\\_guidelines\\_aug\\_2014.pdf](http://www.weil.com/~media/files/pdfs/us_comparison_of_corporate_governance_guidelines_aug_2014.pdf) Hämtad 15.3.2017
- Williamson, O. E. (1967). Hierarchical control and optimum firm size. *The Journal of Political Economy*, vol. 75, nr. 2, s. 123-138
- Winter, J. & Holmquist, J. (2013). *Regleringen av bankernas bolagsstyrning*. Tillgänglig: <http://www.sns.se/kalender/reglering-av-bankernas-bolagsstyrning/> Hämtad 11.1.2017
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 5 uppl. Mason, OH: Cengage Learning
- Zhou, X. (2001). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 62, nr. 3 s. 559-571

## BILAGA 1 PEARSON KORRELATIONSMATRIS

Variabel	VIF	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 Tobins Q	-	1,00															
2 ROA	-	-0,05	1,00														
3 Log Storlek	2,37	-0,19 **	0,12 **	1,00													
4 Oberoende	1,30	0,08 *	0,08 *	-0,30 **	1,00												
5 Upptagnamedlemmar	1,61	-0,14 **	0,09 *	0,12 **	0,14 **	1,00											
6 Erfarenhet	1,21	0,09 *	0,22 **	0,07	0,07	0,06	1,00										
7 Relationskapital	1,64	-0,06	0,06	0,27 **	0,13 **	0,51 **	-0,05	1,00									
8 Revisionskommitté	1,99	-0,12 **	0,00	0,23 **	-0,23 **	0,14 **	0,01	0,13 **	1,00								
9 Rev.komm. expertis	2,02	-0,04	0,00	0,05	0,19 **	0,05	-0,21 **	0,07	-0,61 **	1,00							
10 Log Tillängar	3,06	-0,39 **	0,23 **	0,62 **	-0,04	0,43 **	0,07	0,42 **	0,18 **	0,12 **	1,00						
11 Skuldsättningsgrad	1,44	-0,36 **	0,08 *	0,37 **	-0,15 **	0,01	-0,05	-0,03	0,11 **	0,05	0,44 **	1,00					
12 Finanskris	1,01	0,07	-0,02	0,02	-0,01	0,00	-0,05	0,02	0,04	-0,05	-0,02	0,00	1,00				
13 Finans	2,22	-0,22 **	0,01	-0,16 **	0,24 **	0,14 **	0,18 **	0,05	-0,01	-0,02	0,22 **	-0,08 *	-0,01	1,00			
14 Handel	1,80	0,05	0,01	-0,04	-0,09 *	0,04	-0,03	-0,01	-0,08 *	0,02	-0,03	0,00	-0,04	-0,20 **	1,00		
15 Industri	2,44	0,08 *	-0,08 *	0,32 **	-0,18 **	-0,08 *	-0,15 **	0,03	0,09 *	0,08 *	0,07	0,11 **	0,03	-0,49 **	-0,44 **	1,00	
16 Tjänster	-	0,08 *	0,09 *	-0,22 **	0,08 *	-0,08 *	0,04	-0,09 *	-0,04	-0,11 **	-0,31 **	-0,07	0,01	-0,20 **	-0,17 **	-0,43 **	1,00

\* Korrelationen är signifikant på 5 % nivå. \*\* Korrelationen är signifikant på 1 % nivå

**BILAGA 2 KÄNSLIGHETSANALYS**

Beroende variabel Variabel	Modell 4a		Modell 4b	
	Tobins Q		ROA	
	$\beta$	Standardfel	$\beta$	Standardfel
Konstant	2,239 ***	0,561	-0,161 **	0,066
Log Storlek	-0,440 **	0,220	0,019	0,027
Oberoende	0,482 **	0,220	0,054 *	0,030
Upptagnamedlemmar	-0,248 ***	0,094	0,014	0,012
Erfarenhet	0,041 *	0,023	0,011 ***	0,003
Relationskapital	0,001	0,000	0,000	0,000
Revisionskommitté	-0,369 **	0,152	0,008	0,020
Revisionskommitténs expertis	-0,238	0,160	0,014	0,021
n	716		716	
R <sup>2</sup>	0,037		0,030	
R <sup>2</sup> (justerad)	0,027		0,020	
F-statistika	3,834 ***		3,091 ***	
Durbin-Watson statistika	1,452		1,725	
* Signifikant på 10 % nivå, ** Signifikant på 5 % nivå, *** Signifikant på 1 % nivå				

Beroende variabel Variabel	Modell 5a		Modell 5b	
	Tobins Q		ROA	
	$\beta$	Standardfel	$\beta$	Standardfel
Konstant	22,562 ***	2,341	-1,626 ***	0,240
Log Storlek	0,011	0,431	-0,075	0,051
Oberoende	0,894 **	0,386	0,082 *	0,047
Upptagnamedlemmar	-0,050	0,167	0,012	0,020
Erfarenhet	0,138 ***	0,041	0,010 **	0,005
Relationskapital	0,002 **	0,001	0,000 **	0,000
Revisionskommitté	-1,082 ***	0,265	0,009	0,032
Revisionskommitténs expertis	-0,842 ***	0,276	0,009	0,033
Log Tillgångar	-0,945 ***	0,122	0,090 ***	0,013
Skuldsättningsgrad	-0,458	0,602	-0,221 ***	0,071
Finanskris	-0,020	0,102	-0,015	0,013
Finans	-0,285	0,867	-0,263 ***	0,081
Handel	1,249	0,876	-0,156 *	0,081
Industri	1,502 **	0,722	-0,183 ***	0,067
n	708		708	
R <sup>2</sup>	0,165		0,102	
R <sup>2</sup> (justerad)	0,149		0,085	
* Signifikant på 10 % nivå, ** Signifikant på 5 % nivå, *** Signifikant på 1 % nivå				

**BILAGA 3      MODELL MED ROBUSTA STANDARDVIKELSER**

<b>Beroende variabel</b> <b>Variabel</b>	<b>Modell 6a</b>		<b>Modell 6b</b>	
	Tobins Q		ROA	
	$\beta$	Standardfel	$\beta$	Standardfel
Konstant	6,767 ***	2,335	-0,501 ***	0,135
Log Storlek	0,017	0,245	-0,037	0,038
Oberoende	0,521 **	0,184	0,052 *	0,031
Upptagnamedlemmar	-0,163	0,114	0,004	0,012
Erfarenhet	0,074 ***	0,015	0,010 ***	0,003
Relationskapital	0,001	0,001	0,000	0,000
Revisionskommitté	-0,287 *	0,168	-0,002	0,030
Revisionskommitténs expertis	-0,132	0,223	0,005	0,027
Log Tillgångar	-0,262 **	0,109	0,023 ***	0,007
Skuldsättningsgrad	-0,923 **	0,365	0,064	0,134
Finanskris	0,249 ***	0,065	0,003	0,018
Finans	-0,294	0,348	-0,088 **	0,051
Handel	0,486	0,281	-0,045 **	0,022
Industri	0,510 **	0,239	-0,061 ***	0,022
n	716		716	
R <sup>2</sup>	0,126		0,059	
R <sup>2</sup> (justerad)	0,110		0,041	
F-statistika	7,272 ***		3,376 ***	
Durbin-Watson statistika	1,622		1,741	

\* Signifikant på 10 % nivå, \*\* Signifikant på 5 % nivå, \*\*\* Signifikant på 1 % nivå