

# Förväntningseffekter av en lag – fallet kvotering av kvinnor i börsbolagsstyrelser

**JOAKIM  
JANSSON OCH  
BJÖRN TYRE-  
FORS**

Joakim Jansson är postdoktor vid Linnéuniversitet och affilierad till Institutet för Näringslivsforskning (IFN). joakim.jansson@ifn.se

Björn Tyrefors är forskare vid Institutet för Näringslivsforskning (IFN). bjorn.tyrefors@ifn.se

Denna artikel sammanfattar Jansson och Tyrefors (2017).

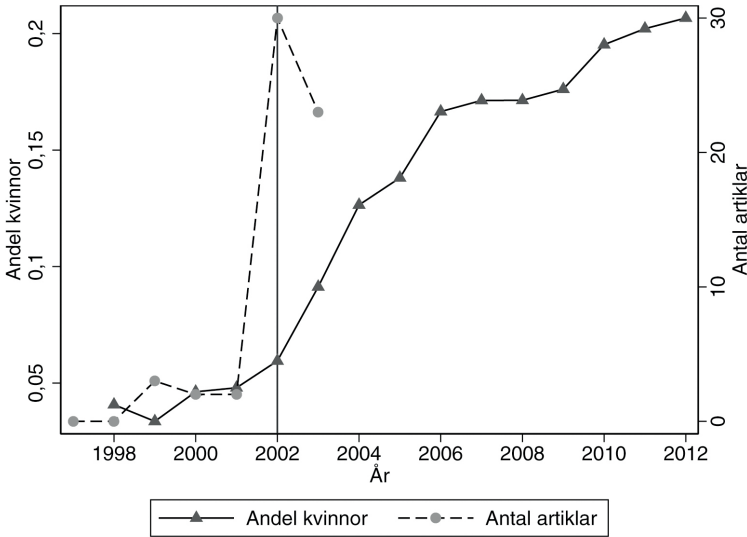
Författarna tackar Jan Wallander och Tom Hedelius och Tore Browaldhs forskningsstiftelser och Marianne och Marcus Wallenbergs Stiftelse för finansiellt stöd.

*Det är troligt att företag agerar innan en lagstiftning träder i kraft. Om hänsyn inte tas till förväntningseffekterna kan en felaktig effekt av lagen skattas. Vi visar att förväntningseffekterna av en kvoteringslag gällande svenska börsbolagsstyrelser inte var försumbara, varken mätt som förändring i antalet kvinnliga ledamöter eller som förändring av t ex vinsten. Vi argumenterar för att vårt resultat innebär att summan av förväntningseffekten och effekten av den tvingande lagstiftningen skulle kunna vara noll med avseende på börsbolagens vinst. Därmed motsäger våra resultat varken de senaste effektutvärderingarna av den totala effekten av den norska lagstiftningen eller de något äldre studierna.*

Lagstiftare i Europa har på senare år föreslagit kvotering i börsbolagsstyrelser för att öka den kvinnliga representationen. Norge var det första landet att, i december 2005, införa sådan lagstiftning. Lagen stipulerade att publika aktieföretag (ASA) skulle ha minst 40 procent kvinnliga ledamöter i styrelsen 2008 för att i yttersta fall undgå likvidering. I en stilsrad ekonomi, med vinstmaximerade företag och perfekt information och konkurrens, är det svårt att argumentera för att en kvoteringslag, eller hot därom, skulle kunna leda till något positivt för företagen. Men verkligheten är sällan stilsrad och det är då möjligt att exempelvis styrelseledamöter och aktieägare har olika mål och att information är skevt fördelad. Styrelseledamöter kan föredra homogenitet i styrelsen; de kan vara begränsade av sitt manliga nätverk och de kan ha svårt att värdera kompetens hos kvinnor (Adams och Ferreira 2009; Beaman m fl 2009). Nyligen har Besley m fl (2017) utvärderat det svenska socialdemokratiska partiets kvotering, den så kallade "varannan damernas", till kommunala partilistor. De visar teoretiskt och finner empiriskt att kompetensen höjs avsevärd med hjälp av kvotering och föreslår att deras modell fungerar även när kvoteringseffekter ska studeras inom styrelser.<sup>1</sup> Med andra ord kan frågan om kvotering är skadligt, neutralt eller gynnsamt för företagen inte besvaras enbart med hjälp av teori, utan empiriska undersökningar är nödvändiga.

I denna uppsats studerar vi effekten av ett trovärdigt hot om lagstiftning för att öka andelen kvinnor i börsbolagens styrelser. Hösten 2002 gick dåvarande vice statsminister Margareta Winberg ut offentligt och krävde

<sup>1</sup> I ljuset av detta blir det därmed intressant att Bertrand m fl (2018) finner att kompetensen hos de nyrekryterade styrelseledamöterna i Norge var högre än företrädarna vilket också styrks av Ferrari m fl (2016) i fallet Italien och indirekt genom lägre utbyte av kvinnliga ledamöter i Ferreira m fl (2017) i fallet Frankrike. Se också Keloharju m fl (2017) för en diskussion i svensk kontext.



Figur 1  
Andel kvinnliga ledamöter i procent i börsbolagsstyrelser och antal tryckta nyhetsartiklar i svenska dagstidningar

Källa: Mediaarkivet (2018).

bättring bland de svenska börsbolagen, annars väntade lagstiftning. Detta följdes av en snabb ökning av andelen kvinnor i svenska börsbolags styrelser (se figur 1).

Vi studerar också hur börsbolagens prestation påverkades jämfört med onoterade bolag. De första empiriska studierna av den norska kvoteringslagstiftningens effekter på företags resultat visade på stora negativa effekter (Matsa och Miller 2013; Ahern och Dittmar 2012). Dessa studier har senare kritiserats och enligt den senaste studien av den norska lagstiftningen tycks kvotering snarare vara vinstneutral (Eckbo m fl 2018).

En kvoteringslag har två huvudeffekter: en effekt som beror på företags agerande innan lagen träder i kraft (förväntningseffekter) samt en ytterligare beroende på agerande efter att lagen beslutats och är känd i sin helhet. En lags potentiella kausala effekter på t ex företagsvinster är resultatet av båda effekterna. Det är troligt att företag som väljer att inte agera förrän de blir tvungna har mest att förlora. Med andra ord kan effekterna skilja sig åt och det blir inte endast en fråga om semantik att dela in totaleffekten (som mycket väl kan vara noll) i dessa beståndsdelar.

## 1. Bakgrund och Margareta Winbergs hot

Under 1990-talet låg den kvinnliga andelen styrelseledamöter stadigt kring fem procent. Eftersom andelen kvinnor på högskolor och universitet länge varit hög så var detta inte självklart en optimal andel, sett ur aktieägares och samhällets synvinkel.

År 1998 blev Margareta Winberg jämställdhetsminister. En genomgång av dagspressen indikerar att lagstiftning om kvotering inte var en aktuell

fråga inom politiken vid denna tidpunkt. Detta visas i figur 1 där antal artiklar i dagstidningar från en sökning i det digitala Mediearkivet med sökordet ”margareta winberg kvotering kvinnor styrelse” är noll till två per år t o m 2001. År 2002 ändras detta dramatiskt: antal publiceringar skjuter i höjden till över 30 artiklar.

År 2002 står Margareta Winberg på sin politiska karriärs höjd och är förutom jämställdhetsminister också nyligen utnämnd till vice statsminister. Artiklarna ändras inte bara kvantitativt utan också kvalitativt. Hoten blir nu explicita och mot slutet av året definieras hotet tydligt: om inte börsbolagen inom två år har 25 procent kvinnor i sina styrelser så kommer det att bli en lagstiftning i frågan. Ett utredningsdirektiv är också påbörjat och Göran Persson står bakom utspelet meddelas det. Att Winbergs politiska karriär står i zenit, att hon är en sedan länge uttalad feminist och att en tvingande lag diskuteras även i Norge gör att hotet blir trovärdigt. Sökningen av artiklar avslutas 2003 då Winberg avgår ur regeringen. Det är slående att andelen kvinnliga ledamöter för första gången börjar öka dramatiskt vid de första stämmorna på våren 2003.<sup>2</sup>

## 2. Metod och data

Hoten riktades vid slutet av 2002 mot börsnoterade bolag. Primärt fokuserar analysen på företagsutfall, styrelseledamottillsättningar av kvinnor och företagens vinster i relation till tillgångarna. Vi definierar noterade börsbolag som behandlingsgrupp och 2003 som det första året i behandlingsperioden. Eftersom många faktorer ändras över tid behövs en kontrollgrupp för att ta hänsyn till bl a konjunkturfaktorer. Ett exempel är att 2002 endast är några år efter IT-kraschen och ekonomin är i en återhämtningsfas. Utan en kontrollgrupp som också är påverkad av dessa makrofaktorer löper analysen risk att bli felaktig då dessa faktorer potentiellt förklarar förändring av t ex vinster. Till att börja med använder vi oss av onoterade aktiebolag som kontrollgrupp. Vi estimerar effekten av hotet med en *sk difference in differences*-metod (DID). Denna metod tillåter att behandlings- och kontrollgrupp skiljer sig åt vad gäller exempelvis vinstnivåer i frånvaro av hotet (med andra ord kontrolleras för alla skillnader som inte förändras över tiden). Under vissa förutsättningar kan effekten av hotet mätas som skillnaden i förändringen av utfallsvariabeln efter och före 2002 mellan behandlings- och kontrollgruppen. Det viktigaste antagandet är att utvecklingstakten av exempelvis vinstnivåer över tid (tidstrenderna) är identisk för de två grupperna i frånvaro av hotet. Det sistnämnda kan delvis verifieras då perioden före 2002 kan studeras utifrån antagandet om gemensamma tren-

<sup>2</sup> Det ska nämnas att lagen utarbetades och låg klar vid alliansen maktövertagande 2006. Det är av intresse att förslaget från 2006 förordar att kvoteringen endast ska gälla börsnoterade bolag och att det är 40 procent som är riktmärket 2008. Detta är i huvudsak i linje med det som skrevs omkring 2002–03. Vidare är det intressant att notera att utvecklingen av kvinnliga ledamöter stannar av vid alliansens seger 2006 men att den inte sjunker tillbaka.

der. Före 2002 fanns inga hot. Om börsbolagen även då agerade annorlunda över tiden i sin rekrytering av kvinnor så finns goda skäl att tro att det finns underliggande faktorer som är oberoende av hotet som förklarar varför börsbolag betar sig annorlunda i sin rekrytering än onoterade bolag.

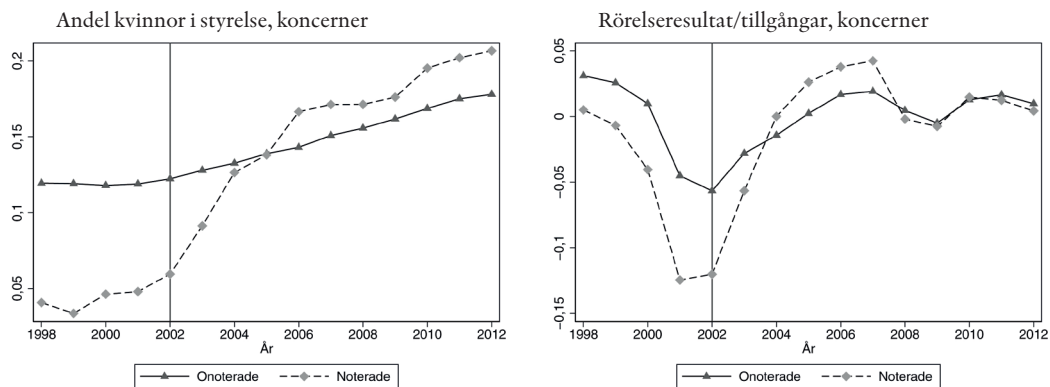
Vår databas innehåller bokslutsdata för åren 1998–2012 för samtliga svenska aktiebolag förutom banker och finansiella företag, då dessa är undantagna att rapportera in till Bolagsverket. Till detta fogas vem som sitter i styrelsen varje år, vilket gör att andelen kvinnliga ledamöter kan beräknas. Vi börjar med att göra ett minimalt antal restriktioner. Alla restriktioner på data görs baserade på 2002, den sista perioden före hotet, för att inte introducera urvalsselektion. En robusthetsanalys i Jansson och Tyrefors (2017) visar dock att resultaten inte är känsliga för dessa (eller mer långtgående) restriktioner. I huvudanalysen studerar vi aktiva bolag. Dotterbolag exkluderas, då eventuella moderbolag, inte sällan noterade på börsen, styr dessa.<sup>3</sup> Andelen kvinnliga styrelseledamöter är alltså baserad på moderbolagets styrelse och bokslutsdata är baserade på koncernbokslutet om bolaget ingår i en koncern. För självständiga bolag utan dotterbolag baseras styrelseledamöts- och bokslutsdata på denna enhet. Vi studerar bolag som var listade 2002. Det var mycket få bolag som introducerades på eller lämnade börsen de närmaste åren före och efter 2002, vilket minimerar skevheten i bortfall. Vi studerar ordinarie styrelseledamöter samt bolag med minst fem ledamöter i styrelsen. Efter restriktionerna har vi ca 170 000 observationer. För ytterligare detaljer, konsultera Jansson och Tyrefors (2017).

### 3. Huvudsakliga resultat

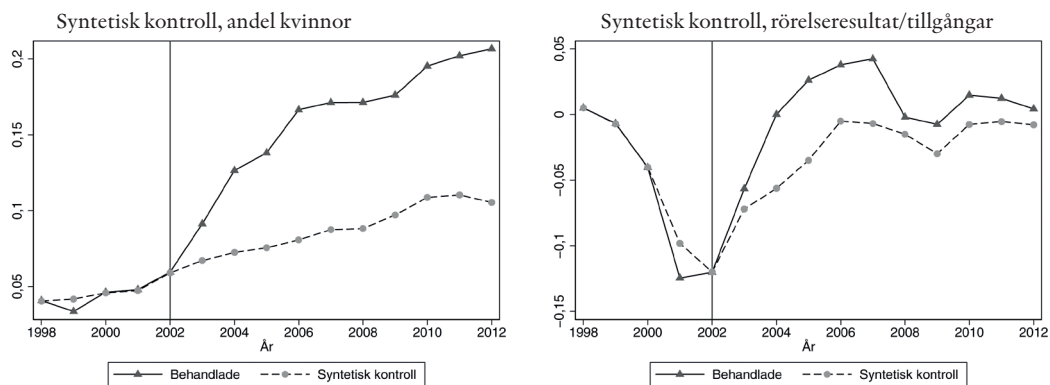
Vi börjar med att uppskatta årsvisa medelvärden för respektive grupp för att kunna specialstudera trenderna för perioden före 2003. Vi visar detta i panel A i figur 2 för andelen kvinnliga ledamöter och företagens vinster. Den streckade linjen markerar de onoterade bolagen och den heldragna de noterade. För andelen kvinnliga ledamöter är trenden densamma före 2003 i båda företagsgrupperna. År 2003 sker ett strukturbrott för de noterade bolagen medan de onoterade har en fortsatt stabil utveckling. Runt 2006 planar effekten ut och serierna rör sig parallellt igen. Vi ser ett liknade mönster även för företagens vinster (till höger i figuren). Av figuren framgår dock vikten av att ha en kontrollgrupp, eftersom vinsterna inte är opåverkade av konjunkturedgången omkring 1999–2000. Skeptikern kan oroa sig för att förändringen 2003 endast är en reaktion på att börsbolagens vinster återhämtar sig fortare efter en börskrasch. Det kan inte uteslutas *a priori* men vi konstaterar att detta mönster inte stämmer med vad vi ser efter Lehman Brothers-kraschen 2008. Påståendet äger alltså inte allmän giltighet och det är också oklart varför en asymmetrisk återhämtning skulle starta precis 3 år efter en kris. För att ytterligare bemöta liknade kritik har vi ändrat kontrollgruppen i en robusthetsanalys. Panel B visar årsvisa med-

<sup>3</sup> Se Rubin (1980) angående spillover-effekter.

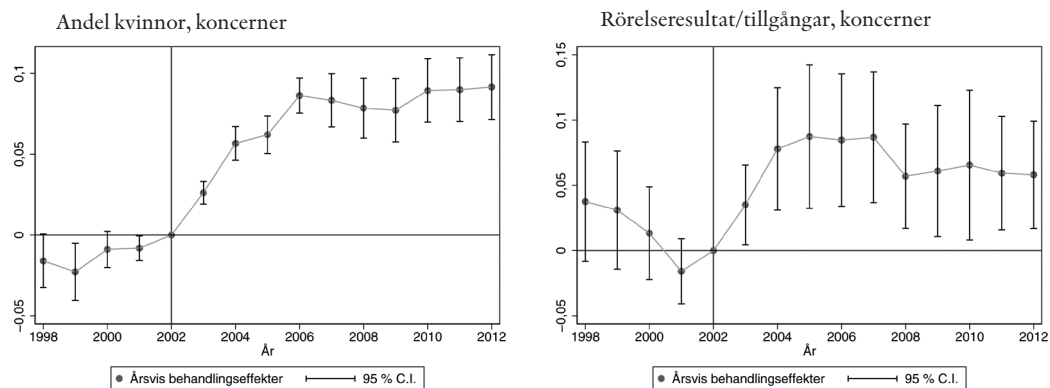
Panel A: Årsvisa gruppmedelvärden



Panel B: Syntetisk kontroll



Panel C: Årsvisa behandlingseffekter



Figur 2 Företagsutfall över tiden (Panel A och B) och effekter av hotet (Panel C)

Anm: Standardfelen är klustrade på industritillhörighet 2002.  
Källa: Egen bearbetning av data från IFN:s företagsdatabas.

Tabell 1  
Effekterna av hotet  
om kvoteringslag  
– andel kvinnliga sty-  
relseledamöter

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Grund- modell	Kontroll för komposi- tionsföränd- ring	Kontroll för linjära trender	År 1998–2004	2002 första behand- lingsår	Företag med >19 anställda
Panel A: Alla företag utom dotterbolag						
DID- estimat	0,085 <sup>***</sup> (0,005)	0,083 <sup>***</sup> (0,004)	0,042 <sup>***</sup> (0,008)	0,052 <sup>***</sup> (0,006)	0,080 <sup>***</sup> (0,004)	0,076 <sup>***</sup> (0,006)
Antal observa- tioner	169 082	169 082	169 082	88 221	175 467	56 557
Panel B: Endast bolag med koncern						
DID- estimat	0,087 <sup>***</sup> (0,007)	0,078 <sup>***</sup> (0,007)	0,053 <sup>***</sup> (0,009)	0,056 <sup>***</sup> (0,007)	0,077 <sup>***</sup> (0,008)	0,082 <sup>***</sup> (0,007)
Antal observa- tioner	31 280	31 280	31 280	18 650	30 586	24 382

*Anm:* Standardfelen är klustrade på industrinivå (57 industrier). \*, \*\* och \*\*\* indikerar statistisk signifikans på tio-, fem- respektive enprocentsnivån. För exakt information se Jansson och Tyrefors (2017).

*Källa:* Egen bearbetning av data från IFN:s företagsdatabas.

elvärderna för de noterade bolagen men i relation till en syntetisk kontrollgrupp (Abadie m fl 2010). Något förenklat jämför vi onoterade bolag som är identiska med de börsnoterade bolagen under perioden före 2003 och studerar sedan utvecklingen i perioden efter 2003. Detta test stärker vår övertygelse om att vi fångar en kausal effekt av kvoteringshotet, då gapet som uppstår stämmer överens med tolkningen i panel A.

Den genomsnittliga kausala effekten av hotet kan delas upp i årseffekter (se panel C). Under antagandet om gemensamma trender bör vi inte se någon systematisk effekt före 2003 men relativt omgående efter. Detta skulle stärka en kausal tolkning. För andelen kvinnliga styrelseledamöter är effekten före 2003 väldigt nära noll, vilket är rimligt då inget hot förelåg. 2003 uppstår en positiv effekt som växer dynamiskt fram till att lagen dras tillbaka, dvs när alliansen vinner 2006, för att därefter stabiliseras. Hotet tycks ha höjt andelen kvinnor med fem till tio procentenheter eller 100–200 procent. Om vi i stället tittar på vinsten jämfört med totala tillgångar så är effekterna inte systematiskt skilda från noll under perioden före hotet. Från år 2003 påverkas vinsterna dock positivt och växer dynamiskt under några år för att stabiliseras runt 2005 eller 2006. Effekten är runt två till fyra procentenheter.

Tabell 1 visar regressionsresultaten från vår grundspecifikation och ett antal robusthetsspecifikationer. I analysen inkluderas både bolag som ingår respektive inte ingår i en koncern, men inte dotterbolag. För grundspeci-

Tabell 2  
Effekterna av hotet  
om kvoteringslag  
på företagsvinster  
(rörelseresultat/  
tillgångar)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Grundmodell	Kontroll för Kompositionsförändring	Kontroll för linjära trender	År 1998–2004	2002 som första behandlingsår	Företag med >19 anställda
Panel A: Alla företag utom dotterbolag						
DID-estimat	0,052 <sup>***</sup> (0,015)	0,049 <sup>***</sup> (0,014)	0,066 <sup>***</sup> (0,02)	0,046 <sup>***</sup> (0,013)	0,034 <sup>**</sup> (0,015)	0,049 <sup>***</sup> (0,017)
Antal observationer	168 407	168 407	168 407	87 230	164 708	56 465
Panel B: Endast bolag med koncern						
DID-estimat	0,034 <sup>**</sup> (0,015)	0,030 <sup>*</sup> (0,016)	0,039 <sup>**</sup> (0,018)	0,019 (0,012)	0,022 (0,015)	0,031 <sup>*</sup> (0,016)
Antal observationer	31 335	31 335	31 335	18 739	30 686	24 461

*Anm:* Standardfelen är klustrade på industrinivå (57 industrier). \*, \*\* och \*\*\* indikerar statistisk signifikans på tio-, fem- respektive enprocentnivån. För exakt information se Jansson och Tyrefors (2017).

*Källa:* Egen bearbetning av data från IFN:s företagsdatabas.

fikationen finner vi att hotet i genomsnitt ökar andelen kvinnor i bolagsstyrelser med ungefär åtta procentenheter. I kolumn 2 kontrolleras för olika industritrender. Ingen nämnvärd förändring sker när vi kontrollerar för detta.

I kolumn 3 tar vi hänsyn till att börsbolagen kan ha olika linjära tidstrender än de onoterade bolagen. Det är en kraftfull kontroll men som också kan kasta ut barnet med badvattnet om effekten kommer gradvis, vilket inte verkar helt otroligt då det tar tid att hitta nya styrelseledamöter eller implementera nya organisationsförändringar. Att effekten kvarstår som stor och positiv stärker ytterligare vår tro att vi estimerar en kausal effekt. Ur kausal synvinkel ökar trovärdigheten om effekten av hotet syns omedelbart. Vidare kan man argumentera för att vi bör undvika att inkludera effekter av Lehman Brothers-kraschen. I kolumn 4 begränsar vi därför fönstret för studien till 1998–2004. Än en gång estimeras en stor positiv effekt på omkring fem procentenheter. I kolumn 5 tar vi hänsyn till att det redan på våren 2002 glunkades litet om lagstiftning. Skattningen förändras dock inte nämnvärt när vi backar behandlingsåret ett år till 2002. Slutligen analyserar vi de bolag som hade minst 20 anställda år 2002 (kolumn 6). Än en gång är skattningen stabil. Vi ser ett i princip liknande mönster även för bolag som endast ingår i koncern (panel B).

Tabell 2 följer samma indelning som tabell 1 men utfallet som studeras är rörelseresultat delat med tillgångar. Vi ser att hotet leder till att före-

tagsvinsterna ökar med mellan tre och fem procentenheter när alla bolag används i analysen. När vi endast begränsar analysen till koncernbolag får vi en skattning som är något mindre (två till tre procentenheter).

## 4. Avslutande diskussion

Könskvotering i börsbolagsstyrelser är vanlig policy för att försöka minska ojämlikhet. Emellertid vet vi förvånansvärt lite om hur företagen påverkas av en sådan påtvingad styrelsesammansättning. Tidigare studier, främst på den norska tvingande lagsstiftningen från 2005, har visat stora negativa effekter för företagen. Nyare utvärderingar verkar dock inte finna att t ex företagets vinster påverkas. Men lagar slår inte ned som en blixtnedslag från klar himmel. Det är därför troligt att företag agerar innan en lagstiftning blir beslutad. Om hänsyn inte tas i analysen till sådana sk förväntningseffekter skattas en felaktig effekt av lagen.

Vi visar i denna artikel att förväntningseffekterna av en kvoteringslag i svenska börsbolagsstyrelser inte var försumbara, varken mätta som andelen kvinnliga ledamöter eller som förändring av vinsten. Vårt resultat är förenligt med att summan av förväntningseffekten och effekten av en tvingande lagstiftning skulle kunna vara noll på börsbolagens vinst.<sup>4</sup>

Även om vi försöker gifta ihop våra resultat med de norska studierna så kan det naturligtvis vara så att den svenska miljön skiljer sig från den norska. Studiens positiva företagsresultat kan bero på att effekten är icke-linjär, dvs att den kvinnliga representationen ökar från en låg nivå på fem procent till ca 15–20 procent, och inte från exempelvis 30 till 40 procent, på kort tid. Att lagen inte heller infördes gör också Sverige unikt. I framtiden planerar vi att samla in data för företagets organisationsstruktur för att i linje med Bertrand m fl (2018) studera om exempelvis andelen kvinnliga chefer förändrades av hotet om lagstiftning.

Abadie, A, A Diamond och J Hainmueller (2010), "Synthetic Control Methods for Comparative Case Studies: Estimating the Effect of California's Tobacco Control Program", *Journal of the American Statistical Association*, vol 105, s 493–505.

Adams, R B och D Ferreira (2009), "Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance", *Journal of Financial Economics*, vol 94, s 291–309.

Ahern, K R och A K Dittmar (2012), "The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation", *Quarterly Journal of Economics*, vol 127, s 137–197.

Beaman, L, R Chattopadhyay, E Duflo, R Pande och P Topalova (2009), "Powerful Women: Does Exposure Reduce Bias?", *Quarterly Journal of Economics*, vol 124, s 1497–1540.

Bertrand, M, S E Black, S Jensen och A Lleras-Muney (2018), "Breaking the Glass Ceiling: The Effect of Board Quotas on Female Labor Market Outcomes in Norway", under utgivning i *Review of Economic Studies*.

Besley, T, O Folke, T Persson och J Rickne (2017), "Gender Quotas and the Crisis of the Mediocre Man: Theory and Evidence from Sweden", *American Economic Review*, vol 107, s 2204–2242.

## REFERENSER

<sup>4</sup> I Jansson och Tyrefors (2017) finns fler specifikationer. Vi finner t ex inte stöd för att andelen kvinnliga verkställande direktörer ökade. Vidare hänger de ökande vinsterna samman med minskade lönekostnader och ökad försäljning.



Eckbo, B E, K Nygaard och K S Thorburn (2018), "Does Gender-Balancing the Board Reduce Firm Value?", CEPR Discussion Paper 11176.

Ferrari, G, V Ferraro, P Profeta och C Pronzato (2016), "Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market", IZA Discussion Paper 10239, Bonn.

Ferreira, D, E Ginglinger, M Laguna och Y Skalli (2017), "Board Quotas and Director-Firm Matching", CEPR Discussion Paper 12117.

Jansson, J och B Tyrefors (2017), "Gender Quotas in the Board Room and Firm Performance: Evidence from a Credible Threat in Sweden", IFN Working Paper 1165, Stockholm.

Keloharju, M, S Knüpfer och J Tåg (2017), "What Prevents Female Executives from Reaching the Top?", IFN Working Paper 1111, Stockholm.

Matsa, D A och A R Miller (2013), "A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas", *American Economic Journal: Applied Economics*, vol 5, s 136–169.

Mediearkivet (2018), databas, [www.retriever-info.com/sv/category/news-archive/](http://www.retriever-info.com/sv/category/news-archive/).

Rubin, D B (1980), "Randomization Analysis of Experimental Data: The Fisher Randomization Test Comment", *Journal of the American Statistical Association*, vol 75, s 591–593.