

Board gender-balancing and insider trading performance

B. Espen Eckbo og Bernt Arne Ødegaard
Mai 2025

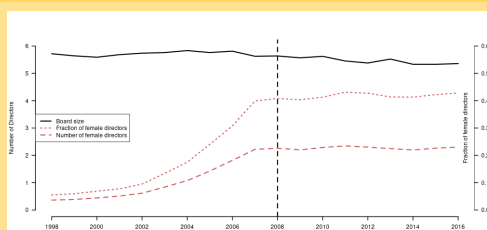
Abstract

The market reaction to nonroutine trades by executives and directors is conventionally viewed as increasing in the market's assessment of insider informativeness about firm value. Using the market reaction as our instrument, we test the proposition that female directors appointed after Norway's pioneering board gender-balancing quota law exhibit a degree of informativeness similar to that of male directors. Consistent with this proposition, we first show that the average market reaction to female director purchases jumps from a prequota value of zero to a level similar to that of male directors. Second, the market reaction is increasing in the board's director network connectivity (but not in director busyness). Third, regardless of gender, the positive post-quota market reaction to insider purchases does not translate into holding-period adjusted abnormal performance. Fourth, insider purchase activity by both male and female directors increases significantly during the year following the 2008 financial crisis (when boards were already gender-balanced). This gender-neutral increase in insider purchases caused by the exogenous market-wide stock price drop further suggests that female directors are as informed as their male counterparts about firm value.

Styrereformen in Norge

Kjønnskvolter, minimum 40% kvinner i ASA styrer, foreslått i 2002, innført ved lov i 2007.

Kvinneandel i selskaper på Oslo Børs



Forsknings spørsmål

Påvirker reformen verdiskapningen i selskapene negativt?

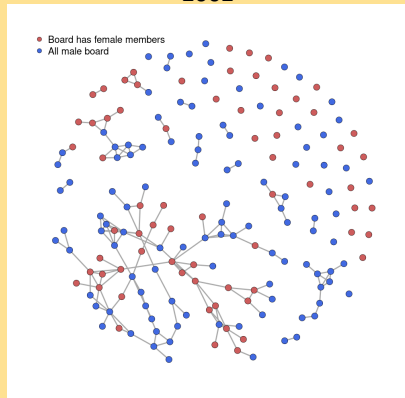
Eller, forringes beslutningskvalitet i styret?.

Kvalitet avhenger av:

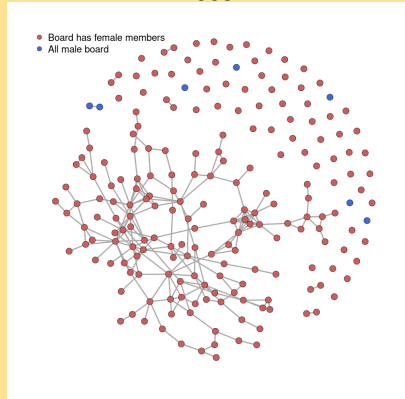
- Utdanning, erfaring til enkelte styremedlem
- "Nettverk"

Endring i styrenettverk

2002



2008



Blå: Bare menn i styret.
Røde: Minst en kvinne i styret.

Hvordan måle effekt av enkelte styremedlem?

Vårt forslag:

Hvordan reagerer markedet på styremedlems aksjehandler?

Meldepliktige (innside) handler

Handler av direktører og styremedlemmer i egne aksjer.

Kilde til meravkastning

Handlene reflekterer kunnskap/forståelse/erfaring mhp

- Eget selskap
- Industrien som selskapet opererer i

Denne studien

Alle meldepliktige handler Oslo Børs 1997–2016

Måler forskjeller i

- Kortsiktig *markedsreaksjon* når innsiderne handler

Kortsiktig markedsreaksjon

Innsidere rapporterer kjøp. Reaksjonen reflekterer

- Valget av tidspunkt for kjøp – innsidekunnskap
- Markedets evaluering av informasjonen om et innsidekjøp – Er denne innsideren *relevant*?

Metode: "Event" studie

Måler markedsreaksjonen (CAR) som koeffisienten Γ i

$$r_{it}^e = a_i + b_i r_{mt}^e + \Gamma D_{it}^{event} + \varepsilon_{it}$$

| Event windows: | (-1, 1) | (-1, 5) | (-1, 25) | (-1, 50) |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|--------------------|---------------------|
| A: Female Insiders 1997–2007 | | | | |
| CAR | 0.0039 (0.002) | -0.0008 (0.001) | -0.0150 (0.001) | -0.0151 (0.0005) |
| B: Male Insiders 1997–2007 | | | | |
| CAR | 0.0163*** (0.001) | 0.0148*** (0.001) | 0.0117 (0.0003) | 0.0104 (0.0003) |
| C: Female Insiders 2008–2016 | | | | |
| CAR | 0.0154*** (0.002) | 0.0212*** (0.001) | 0.0172 (0.001) | 0.0161 (0.0004) |
| D: Male Insiders 2008–2016 | | | | |
| CAR | 0.0167** (0.002) | 0.0083 (0.002) | -0.0141 (0.001) | -0.0429 (0.001) |

Markedsreaksjonen for "innsidekvinner" etter styrereformen er lik den for menn.

→ Markedet ser ingen "kvalitetsforskjell" mellom mannlige og kvinnelige styremedlem.

Kjønnsforskjeller i risikoaversjon (Krisen i '08)

Annen måte å se på kjønnsforskjeller – kjøpsadferd for styremedlemmer.

Hvordan bør styremedlemmer reagere når aksjepriser faller under finanskrisen i 2008–09?

- → kjøpe aksjer for å rebalansere den optimale porteføljevekten av risikable aktiva.
- → mer potensiale for å vurdere verdien forskjellig fra markedsprisen (kjøpe hvis en har tro på egen bedrift)

Kjøpsintensivitet avhender av risikoaversjon.

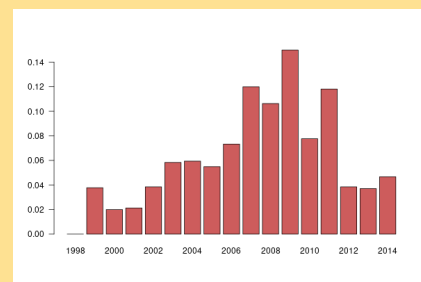
Mer risikoavers:

→ Mindre aksjer, spesielt i eget selskap.

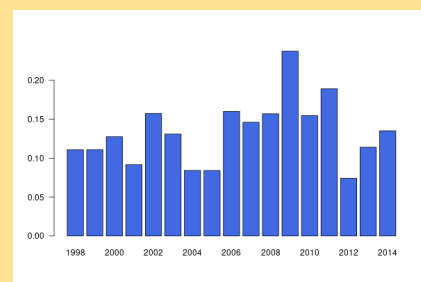
Predikere: Hvis kvinner er mer risikoaverse, vil handle mindre aksjer.

Sannsynlighet for innsidehandel etter krisen

Kvinner



Menn



Kvinner *mer* sannsynlig å kjøpe aksjer.

Konkludere: Ingen tegn på at kvinnelige styremedlemmer er mer risikoaverse.

Konklusjoner

- Kjønnsforskjeller i markedsreaksjon på innsidehandler utjamnes etter styrereformen.
- Langsiktig avkastning: Ingen kjønnsforskjell
- Kvinner like tilbøyelige som menn til å handle aksjer etter finanskrisen – kvinnelige styremedlemmer ikke mer risikoaverse enn deres mannlige kolleger.