# Kjønnskvotering og selskapsverdier på Oslo Børs: Oppklaring av et forsknings-kontrovers

B. Espen Eckbo, Knut Nygaard, Karin Thorburn og Bernt Arne Ødegaard*

8. oktober 2026

**Sammendrag**

Mens kjønnskvotering er et samfunnspolitisk virkemiddel, kan det ha uheldige og utilsiktede privatøkonomiske konsekvenser. Vi oppsummerer akademisk forskning som analyserer virkninger av kjønnskvoteringen i 2005 av norske ASA-styrer, med spesiell vekt på mulige endringer i børsnoterte ASAs markedsverdier Kvoteringen gjaldt aksjonærvalgte styremedlemmer, krevde kjønnsbalanserte styrer på et tidspunkt da kvinneandelen typisk var nærmere 10%, og ble innført over to-års perioden 2006-2007. Denne kvoteringen er spesielt interessant da den representerer et av de mest entydig eksogene styresjokkene i forskningslitteraturen.

Forsknings-kontroversen starter med en overraskende negativ empirisk påstand publisert av Ahern og Dittmar (2012) (heretter AD) i økonomifagets akademiske topptidsskrift, *Quarterly Journal of Economics*. Selv om det er naturlig å forvente at en tvungen styre-endring kanskje kunne medføre et verdifall, var det derimot ikke naturlig å forvente en nedgang henimot 20%, slik som AD påstår å kunne dokumentere. Til tross for dette fikk denne konklusjonen stor internasjonal oppmerksomhet. Det gjaldt også i media som *The Wall Street Journal*, *The Economist* og *Financial Times*, hvor holdningen stort sett var at dette resultatet *ikke* var uventet.

Eckbo, Nygaard og Thorburn, *Management Science* 2022 (heretter ENT), ser nærmere på økonometrien bak ADs kontroversielle empiriske konklusjon. De starter med å reprodusere det tidligere resultatet ved bruk av samme data og empiriske metoder som AD brukte. Deretter identifiserer de to fundamentale økonometriske problem med ADs egen empiriske analyse. Etter å ha korrigert for disse to feilene i AD sine empiriske metoder, konkluderer ENT med at en *ikke* kan forkaste hypotesen om at kjønnskvoteringen statistisk sett medførte null endring i selskapsverdiene på Oslo Børs. I stedet for en massiv reduksjon i markedsverdien av børsnoterte selskap slik AD påstår, viser altså ENT at effekten av kvoteringen er statistisk sett lik null.

*Eckbo er finansprofessor ved Tuck School of Business at Dartmouth College (USA) og Professor-II ved NHHs Institutt for Finans, Nygaard er førsteamanuensis ved Handelshøyskolen, OsloMet, Thorburn er finansprofessor ved NHHs Institutt for Finans, og Ødegaard er finansprofessor ved Handelshøgskolen, Universitetet i Stavanger.

Videre viser ENT og Eckbo et al., 2022a at *selskapene selv* faktisk gjorde tre konkrete valg som støtter opp under denne konklusjonen om verdinøytralitet: (1) Det store flertallet av selskapene (de fleste helt uten kvinner i styret før kvoteringen) valgte å bytte ut menn med kvinner i stedet for å ekspandere styrestørrelsen (som de kunne gjort og dermed beholdt alle de eksisterende mannlige styremedlemmene). Dette er ensbetydende med at kostnaden for en styreekspansjon satte en øvre grense på kostnaden ved å tilpasse seg kvoteringen—en kostnad som ikke er i nærheten av ADs påståtte 20% verdifall. (2) Det viser seg at denne endringen i styresammensetningen *ikke* har medført at styrenes toppleder-erfaring er blitt merkbart lavere. (3) Det er ingen tegn til at styrereformen drev selskapene til å endre selskapets status fra ASA til AS (som ville latt selskaper unngå kravet om kjønnskvotering). En slik endring i selskapsform for å unngå kvoteringen ville nødvendiggjort at børsnoterte ASA måtte bli tatt av børs, og det var det altså ingen selskaper som påviselig gjorde. De viser også at ikke-noterte ASA ikke konverterte til AS som en funksjon av de respektive styrerenes kvinneandeler.

Konsistent med en verdinøytral reform har forskningen også vist at de innkvoterte kvinnene typisk hadde en utdannelse og profesjonell bakgrunn som i stor grad liknet den til de mannlige styremedlemmene de erstattet. Videre viser Eckbo og Ødegaard (2025) (heretter EØ) at investorene i aksjemarkedet synes å ha vurdert de innkvoterte kvinnene til å være i stand til raskt å tilegne seg den nødvendig selskaps-spesifikke kunnskapen om selskapets drift og investeringsstrategi.

EØs konklusjon er basert på markedets reaksjon på styremedlemmers innsidehandel. Det er lang tradisjon i finansøkonomi for å anse prisreaksjonen på innside-kjøp som et forventningsrett estimat på ny og positiv informasjon om selskapets underliggende kontantstrøm. EØ viser at i tiden etter kvoteringen—men *ikke før den tiden*—oppfatter markedet de kvinnelige styremedlemmenes aksjekjøp som minst like informative som deres mannlige styrekollegers handler. De begrunner dette resultatet med at kjønnskvoteringen kan ha skapt et verdifullt nettverk av kvinnelige styremedlemmer som i seg selv gir styremedlemmene bedre innsikt i en industris grunnleggende verdiskapning.

Et annet interessant empirisk funn i EØ er at, under finanskrisen (2009-2010), var kvinnelige styremedlemmer minst like aktive som deres mannlige kolleger i å kjøpe aksjer i sine respektive selskaper. Det kan tolkes dithen at det heller ikke er kjønnsforskjeller i styremedlemmenes risikoaversjon, sett gjennom innsidehandelen. Siden styrets egen grad av risikoaversjon kan være avgjørende for et selskaps villighet til å ta nødvendig risiko, er dette resultatet også konsistent med at kvinnekvoteringen fra 2005 viste seg å være verdinøytral for selskapene på Oslo Børs.

Vi bemerker til slutt at, siden AS-styrene ofte har vesentlig andre oppgaver enn ASA-styrene, er konklusjonen om verdinøytralitet for ASA-reformen ikke direkte overførbar til den utvidede AS-styrereformen fra januar 2024. Hvorvidt den utvidede styrereformen, som altså omfatter ikke-børsnoterte selskap, kan ha hatt utilsiktede økonomiske virkninger krever derfor ytterligere forskning.

*"We find that the constraint imposed by the quota caused a significant drop in the stock price at the announcement of the law and a large decline in Tobin's Q over the following years."*

—Kenneth R. Ahern og Amy Dittmar,
*Quarterly Journal of Economics*, 2012 (abstract).

*"We provide new evidence suggesting that the valuation effect of Norway's quota law was statistically insignificant. Overall, our evidence suggests that, at the time of the Norwegian quota, the supply of qualified female director candidates was high enough to avoid the negative consequences of the quota highlighted previously in the literature."*

—B. Espen Eckbo, Knut Nygaard, og Karin S. Thorburn,
*Management Science*, 2022 (abstract).

*" . . . female directors appointed after Norway's pioneering board gender-balancing quota law exhibit a degree of informativeness similar to that of male directors."*

—B. Espen Eckbo og Bernt Arne Ødegaard,
*Journal of Corporate Finance*, 2025 (abstract).

# 1 Introduksjon

Kjønnskvotering av selskaps-styrer, som Norge først innførte for alle allmennaksjeselskaper (ASA) i 2005[1] og senere utvidet til å også omfatte AS (aksjeselskap) i 2024, er i prinsippet et sosialpolitisk instrument. Men selv om kjønnskvoteringen i utgangspunktet ikke er motivert ut ifra bedriftsøkonomiske hensyn, kan innføringen av en slik kvotering ha store utilsiktede økonomiske konsekvenser. Det er derfor viktig å gjøre økonometrisk korrekte analyser som kartlegger slike eventuelle konsekvenser.

I kjølvannet av Norges styrekvotering har flere andre Europeiske nasjoner fulgt opp med egne kvoter, med påfølgende forskning som fokuserer på mulige bedriftsøkonomiske effekter.[2] Denne litteraturen domineres selv i dag av studier av den norske kvoteringen fra 2005, som ikke bare var først ute, men også innførte de hittil strengeste sanksjonene ved brudd på det lovfestede kravet om minimum 40% styremedlemmer fra begge kjønn.[3]

I denne artikkelen oppsummerer vi den akademiske forskningen som, især, spør om den norske reformen endret selskapenes markedsverdier, men også andre bedriftsøkono-

[1] Kjønnskvoteringen av styrene i norske selskap tok for alvor fart i 2002. Se Tabell 2 for en oversikt over viktige datoer i perioden 2002 til 2005.

[2] Belgia, Frankrike, Tyskland, Island, Italia, Holland, Portugal, og Spania har etterfulgt Norge og innført kvotekrav for sine styrer i børsnoterte selskaper (Kuzmina og Melentyeva, 2021).

[3] Loven fastsetter et maksimum antall styremedlemmer som kan ha samme kjønn for styrer med totalt 3 til 8 medlemmer, noe som medfører at den lovpålagte kvinneandelen i praksis varierer mellom 33% og 50%. For styrer med totalt 9 eller flere medlemmer fastsetter loven en minimum kvinneandel på 40%. Vi vil allikevel referere til kvoteringsloven som en "minimum 40%" regel.

miske aspekter. Forsknings-kontroversen startet med AD som konkluderte med at den norske styrereformen hadde store negative verdikonsekvenser—en estimert nedgang på 20% i Tobins Q for selskaper helt uten kvinnelige styremedlemmer. Senere forskning av ENT viser imidlertid at denne dramatiske konklusjonen ikke kan forsvares rent økonometrisk. Etter å ha reprodusert og deretter korrigert det tidligere studiet for de påviste økonometriske svakhetene, konkluderer ENT i stedet med at dataene ikke forkaster hypotesen om at styrereformen var verdinøytral for selskapene notert på Oslo Børs. Effekten av kvoteringen på de børsnoterte ASA sin markedsverdi var altså statistisk sett ikke målbart forskjellig fra null.

Konsistent med konklusjonen om verdinøytralitet viser EØ, ved hjelp av markedsreaksjonen på styremedlemmers innsidekjøp, at de innkvoterte kvinnelige styremedlemmer raskt ble oppfattet av aksjemarkedet som like *informative* (opplyste) som deres mannlige kolleger hva angår selskapets underliggende markedsverdi. Dette resultatet forsterker oppfatningen om at ASA kjønnskvoteringen ikke medførte særlig store kostnader for eierne av de børsnoterte selskapene.

At selskapene *selv* synes å ha hatt samme (verdinøytrale) oppfatning fremgår også av selskapenes egne tilpasninger til kvoteringen. Selv selskaper med kun mannlige styremedlemmer (som var tilfelle for mer enn halvparten av de børsnoterte selskapene) valgte *ikke* å utvide styrene for å gi plass til de kvinnelige medlemmene, som hadde latt dem beholde alle de eksisterende mannlige styremedlemmene. Med andre ord, nesten alle selskapene valgte å beholde antall styremedlemmer (typiske fem medlemmer) ved (igjen typisk) å bytte ut to menn med to kvinner.

Denne observerte selskapsbeslutningen er spesielt interessant fordi det betyr at selskapene selv mente at å øke antall styremedlemmer ville medført en høyere kostnad enn det å bytte to menn mot to kvinner. Det faktum at ethvert rimelig kostnadsestimat for en slik styreekspansjon er langt mindre enn ADs estimerte verdifall—som ville presumtivt ha eliminert det verdifallet—betyr at selskapene selv ikke vurderte verdifallet som sannsynlig.

Videre, som vist i ENT og i Eckbo et al. (2022a) var det *ingen* børsnoterte ASA som påviselig valgte å konvertere selskapets juridiske form til et AS, hvilket ville ha omgått kvoteringen. Mens en slik konvertering er tilnærmet kostnadsfritt for et ikke-børsnotert ASA—det krever kun et styrevedtak—ville et notert ASA måtte gått av børs, hvilket krever 90% aksjonærtilslutning. En slik tilslutning er vanskelig å oppnå da det jo medfører tap av likviditet for aksjeeierne. Men ENTs dataanalyse forkaster at selv ikke-noterte ASA

med kun mannlige styremedlemmer valgte denne konverterings-opsjonen—et resultat som støtter hypotesen om at disse selskapene selv oppfattet kvoteringen som tilnærmet verdinøytral.

I denne artikkelen går vi gjennom hovedtrekkene i disse arbeidene, og viser hvorfor forskningen konkluderer med at verdinøytralitet er den mest forsvarlige konklusjonen. Vi kommenterer først de alternative hypotesene som omhandler mulige verdieffekter, og deretter de sentrale økonometriske arbeidene. Vi bemerker til slutt at de statistiske resultatene basert på ASA-kvoteringen, som har resultert i en betydelig internasjonal oppmerksomhet, neppe kan overføres til den nylig utvidede AS-kvoteringen som inkluderer mindre private selskaper. Troverdige økonometriske estimater på mulige bedriftsøkonomiske kostnader ved sistnevnte regulering bør derfor baseres på egne dataanalyser.

# 2 Gjensidig utelukkende hypoteser for styrereformens verdieffekt

I litteraturen som ser på hva som bestemmer et selskaps optimale styresammensetning er det sjelden at forskeren har tilgang til et betydelig eksogent styresjokk. Et slikt eksogent sjokk kan bli sammenlignet med det naturvitenskapen kan implementere i et laboratorieeksperiment, og det omtales ofte som "naturlige eksperiment" i samfunnsvitenskapen. De to kanskje mest betydelige sjokkene er introduksjonen av den amerikanske loven Sarbanes-Oxley Act i 2002 (SOX)[4] og Norges kjønnskvotering av ASA styrer.

Den norske kvoteringen ble diskutert politisk allerede fra 2002 og ble innlemmet i norsk lov desember 2005. Nye ASA måtte innfri kravet om kjønnsbalanse fra januar 2006, mens eksisterende ASA måtte innfri kravet innen desember 2007 (to års tilpasning). Det faktum at kvoteringen var et *eksogent* styresjokk gjør det mulig å identifisere i hvilken *kausal* retning kjønnskvoteringen forventes av investorene å endre selskapenes markedsverdi når de tilpasser seg lovkravet (en to-års tilpasning-periode som etter loven foregikk i 2006-2007).

Som et tilleggs-poeng: mens SOX innførte en rekke styre-restriksjoner og nye ansvarsforhold, er det norske styre-eksperimentet spesielt interessant siden det *kun* gjaldt en kjønnskvotering, hvilket ytterligere forenkler de kausale konklusjonene. Videre, siden

[4]SOX kom som et resultat av regnskapsskandalen i energiselskapet Enron i Texas som ble avdekket i år 2000.

den norske kvoteringen var den første blant verdens avanserte økonomier, var den også relativt uventet, hvilket styrker informasjonen som brukes i testene beskrevet under.

Utgangspunktet for enhver vitenskapelig undersøkelse er nullhypotesen (som vi kaller H0, under), nemlig at intervensjonen (her kjønnskvotering) ikke har noen målbar effekt. I tillegg kan vi spesifisere alternative hypoteser, og hvis den målte effekten er sterk nok statistisk sett avviser vi nullhypotesen. Basert på faglitteraturen på optimal styresammensetning utkrystalliserer vi to konkurrerende hypoteser (H1 og H2, under), i tillegg til nullhypotesen.[5]

**H0:** *En verdi-nøytral endring i styresammensetningen.*
H0 bygger på antagelsen om at kjønnsforskjeller ikke påvirker et styres funkjoner eller styrekvalitet. Dataene kan også lede til en gjennomsnittlig verdinøytralitet dersom styret hovedsakelig opererer som en "brannstasjon", dvs. at styresammensetningen har en signifikant verdimessig betydning kun i krisesituasjoner ("når det brenner"). Siden kriser oppstår relativt sjeldent, og med mindre markedsreaksjonen på lovendringen direkte betinger på kriseperioder, vil den estimerte verdieffekten kunne få lite gjennomslag i dataene.

**H1:** *En verdifull økning i styrets selskapskontroll*
H1 bygger på antagelsen om at styrets arbeid kan bli mer effektivt hvis kvoteringen ansporer til en mer profesjonell prosess for styrevalg, med redusert innflytelse fra "Gutteklubben Grei". Under denne hypotesen resulterer den lovpålagte søken etter kvinnelige styremedlemmer til at styrene blir mer uavhengige i forhold til daglig ledelse, fordi de nye kvinnelige styremedlemmene nødvendigvis kommer utenfra eksisterende nettverk, hvilket kan medføre at det nye styret innfører en mer effektiv form for selskapsstyring.

**H2:** *En verdimessig reduksjon i styrets strategiske rådgivning*
H2 bygger på muligheten for at de nyinnsatte kvinnelige styremedlemmene senker kvaliteten i styrets kapasitet og kompetanse for strategisk rådgivning, mye fordi de typisk mangler erfaring i toppledelse. En relatert argumentasjon, som også kan lede til redusert selskapsverdi, fremhever muligheten for at kvinnelige styremedlemmer kan være i overkant fokusert på formelle kontrollrutiner samt utvise en høyere grad

[5]Forskningslitteraturen på styresammensetning fokuserer på disse to separate, og potensielt motsettende, oppgavene med rådgivning og kontroll som er gitt til styret i en bedrift: Linck et al. (2008), Duchin et al. (2010), Masulis og Mobbs (2011), Adams og Funk (2012), Agarwal et al. (2016), Kim og Starks (2016), og Cullen og Perez-Truglia (2023).

av risikoaversjon enn deres mannlige kolleger (Croson og Gneezy, 2009; Sila et al., 2016).[6]

I det følgende beskriver vi først den prosessen som førte til lovkravet i desember 2005, men som politisk startet allerede i 2002. En god forståelse av denne prosessen er viktig da den viser informasjonsflyten til aksjemarkedet underveis, hvilket bestemmer tidspunktet hvor en kan forvente den potensielt kraftigste markedsreaksjonen. Deretter gir vi en detaljert sammenfatning av de empiriske tilnærmingene som er blitt brukt til å teste H1 og H2 opp mot H0, samt de viktigste konklusjonene. Vi starter med selskapenes egne observerte tilpasninger til det nye styrekravet (seksjon 3). Deretter tar vi for oss ENTs oppklaring av ADs økonometriske feilgrep (seksjon 4), samt EØs test av hvorvidt markedet vurderte de kvinnelige styremedlemmene som fullt ut informative etter kvoteringen (seksjon 5).

# 3 Selskapenes faktiske tilpasninger til kvoteloven

Som nevnt innledningsvis er det viktig å legge merke til selskapenes egne tilpasninger til det nye styrekravet. Vi fokuserer her på tre mulige endringer: (1) Styrestørrelse og kvinnelig nettverk; (2) juridisk endring av selskapsformen fra ASA til AS for å omgå kvoteloven, og (3) kvotelovens effekt på styrets ledelseskompetanse.

## 3.1 Valgte børsnoterte selskaper å øke styrestørrelsen?

Figur 1 viser utviklingen i gjennomsnittlig antall styremedlemmer samt kvinnelige styremedlemmer for selskaper på Oslo Børs, 1998–2016. Figuren viser også kvinneandelen (mot høyre akse), som når 40% i 2007. Merk at gjennomsnittlig antall styremedlemmer (styrestørrelsen) er relativt konstant over hele perioden. Det betyr at selskapene valgte *ikke* å tilpasse seg kvoteringskravet ved å *øke* styrets størrelse—som de jo hadde anledning til—men i stedet valgte å *erstatte* mannlige styremedlemmer med kvinnelige.

[Figur 1 about here.]

I rene selskapsøkonomiske termer betyr dette at selskapene selv anså kostnaden ved å utvide styret for å kunne beholde alle sine mannlige styremedlemmer som for høy. Det

[6] På den annen side minner Adams og Funk (2012) om at slike kjønnsforskjeller kan forsvinne på veien til toppen: "If women must be more like men to break the glass ceiling, we might expect gender differences to disappear among directors."

betyr videre at kostnaden ved en slik styreutvidelse faktisk setter en øvre grense for kostnaden ved å tilpasse seg lovkravet. Mer spesifikt, et styre med fem medlemmer hvor alle er menn kunne tilfredsstille kvoteringen ved å utvide styret til åtte medlemmer, hvorav tre kvinner. Siden en slik ekstrakostnad er en forsvinnende liten del av markedsverdien av selskapene på Oslo Børs, gjelder mye av den videre debatten hvordan AD tross dette likevel kunne komme frem til et dramatisk fall i selskapenes markedsverdi.

[Figur 2 about here.]

Figur 2 viser hvordan ASA-styrene endret sammensetning fra 2002 til 2008. Figuren, som er basert på selskapene på Oslo Børs samt *alle* ikke-børsnoterte ASA, behandler styrene som et *nettverk*, hvor hvert styre representeres som et punkt, og styremedlemmer som sitter i flere styrer kobler styrene sammen (vist med linjer i figuren). I tillegg er kjønn illustrert gjennom at styrer med bare mannlige medlemmer er blå, mens styrer med minst ett kvinnelig medlem er røde. Som vist i figuren, i 2002 var kvinner helt fraværende i de fleste styrer. I 2008, etter reformen, er det bare noen få eksempler på styrer med bare mannlige medlemmer.[7]

ENT dokumenterer et komplementært bilde disse nettverkseffektene: hyppigheten av kvinner som samtidig sitter i mer enn ett styre ("golden skirts") er både lav og tilnærmet uendret etter kvoteloven. Styremedlemmers "travelhet" (eng. busyness) er også brakt inn i diskusjonen. En vil vanligvis kalle et styremedlem som sitter i tre eller flere styrer samtidig "busy." Travelhet kan være et tegn på kvalitet—erfaring/nettverk som forbedrer styremedlemmets evne til å gi gode råd—så lenge styremedlemmet ikke er overarbeidet, med begrenset tid og oppmerksomhet å avse til hver styrepost. Innføringen av kvotering kan øke travelhet og konsentrasjon i styrer hvis antallet kvalifiserte kvinner er lavt, og noen få kvinner hyres inn i mange styrer samtidig. Her viser imidlertid ENT empirisk at det er lite tegn til en slik effekt. ASA styreposter er svært spredt, både i 2001 og i 2008, uten noen tegn til en effekt på travelhet. Dette ser vi også i nettverksfiguren. Hvis det var slik at de fleste av de nye styremedlemmene var i mange styrer, ville nettverket i 2008 hatt merkbart flere kontaktpunkter—noe som vi ikke ser.

## 3.2 Valgte ASA å omgå kvotekravet ved å konvertere til AS?

Siden kjønnskvoteringsloven fra 2005 omfatter alle ASA men ikke AS, vil et ASA kunne unngå den pålagte styreendringen ved ganske enkelt å konvertere fra ASA til AS. Endrin-

[7] Dette er utenlandske selskaper notert på Oslo Børs, som ikke faller inn under loven.

gen er juridisk sett enkel, dog betyr det at selskapet ikke kan bli (eller forbli) børsnotert. Siden et AS er forhindret fra å gjennomføre offentlige emisjoner der allmennheten inviteres til å delta (i stedet kan AS kun gjennomføre såkalte rettede emisjoner), kan dette medføre kostnader for noen børsnoterte ASA som har planlagt en aksje-emisjon. På den annen side står ASA og AS relativt likt hva angår offentlig salg av obligasjoner siden de har nær identiske krav til regnskap og selskapstyring. For et ikke-børsnotert ASA medfører derfor en konvertering til AS relativt små kostnader. Men for et børsnotert ASA trengs tilslutning fra 90% av aksjonærene, hvilket ikke er enkelt siden det er meget dyrt for en aksjonær å tape den likviditeten i aksjen som børsnotering gir, samt for selskapet å ikke kunne emittere aksjer i kapitalmarkedet.

Siden selskaper som konverterer fra ASA til AS ikke offisielt vil innrømme at hensikten er å omgå kvoteringskravet, må forskeren selv klassifisere hvorvidt en observert konvertering *de facto* er av den typen, og sannsynliggjøre at den faktisk kan ha vært motivert av et ønske om å omgå kjønnskvoten. AD, Bøhren og Staubo (2014) og Bertrand et al. (2019) gjør slike analyser og konkluderer stort sett med at at kvoteringsregelen økte sannsynligheten for ASA-til-AS transaksjoner for selskaper notert på Oslo Børs.

ENT korrigerer også denne empiriske påstanden ved først å eliminere ASA som går av børs på grunn av konkurs, fusjoner eller oppkjøp. At slike selskaper går av børs har selvsagt lite å gjøre med en omgåelse av kjønnskvoteringen. Faktisk viser ENT at *ingen* børsnoterte ASA gikk av børs av andre grunner enn konkurs eller fusjon/oppkjøp.[8] Det er med andre ord ingen variasjon i børsnoterte ASAs beslutninger om konvertering til ASA—ingen gjør det.

For å oppnå selskapsvariasjon, ser ENT ser derfor på konverteringsbeslutningene for ikke-børsnoterte ASA, hvor slike konverteringer skjer fra tid til annen. Hensikten med analysen er å bruke dette underutvalget av ASA til å teste hvorvidt sannsynligheten for konvertering er korrelert med selskapets andel kvinnelige styremedlemmer. Igjen fjernes selskaper som sluttet å eksistere som ASA på grunn av konkurs eller fusjon/oppkjøp. For det resterende utvalget av ikke-børsnoterte ASA, som altså konverterte til AS av ukjente grunner, er det ingen systematisk sammenheng mellom andelen kvinner i styret og konverteringsbeslutningen. Dette resultatet igjen støtter hypotesen H0 om kvotelovens verdinøytralitet: selv ASA med lav konverteringskostnad valgte tilsynelatende ikke å omgå kvoterestriksjonen gjennom å konvertere selskapet fra ASA til AS.

[8]ENT viser også at antall selskaper notert på Oslo Børs stiger jevnt og trutt i perioden 2002–2009. Dette korrigerer en artikkel i *The Economist* hvor overskriften påstår "Companies fled the [Norwegian] stock market as quotas were phased in" (November 15, 2014, s. 62).

## 3.3 Falt styrets toppleder-erfaring betydelig?

AD viser at alder, utdanning og profesjonell bakgrunn for de nye kvinnelige styremedlemmene tilsvarer bakgrunnene til de mannlige styremedlemmene de erstatter. Denne demografien gir derfor liten grunn til å tro at de nye kvinnelige styremedlemmene er merkbart mindre kvalifisert. AD fremhever derimot en annen karakteristikk som de argumenterer empirisk er manglende for disse kvinnene: Det er (fremdeles i dag) uvanlig at norske toppledere (CEO) er kvinner, og AD rapporterer et signifikant fall i ledererfaring i deres utvalg av styrer. De baserer denne konklusjonen på opplysninger om lederposisjoner som fremgår av styremedlemmens egne *curriculum vitae* (CV).

ENT gir en mer nyansert fremstilling av endringene i styrenes oppledererfaring. De viser først at den type ledererfaring som fremgår av styremedlemmens CV i mer enn halvparten av utvalget gjelder selskaper med 0–2 ansatte (ofte enmannsforetak), som neppe er særlig relevant for ledelsesfunksjonen i børsnoterte selskaper. De begrenser derfor definisjonen av topplederерfaring til kun å gjelde personer som har vært eller er CEO i et ASA eller et stort AS (definert som AS i den høyeste ene prosenten av totalt salg blant norske AS).

Med denne mer relevante definisjonen av toppleder-erfaring, finner ENT kun en marginal reduksjon i ASA-styrenes gjennomsnittlige grad av toppleder-erfaring (deres tabell 3). Eckbo et al. (2022a) foretar ytterlige økonometriske tester (deres figur 2 og tabell 5) som kontrollerer for diverse selskaps-karakteristika samt styrestørrelse og styremedlemmenes grad av "opptatthet". Disse resultatene forsterker konklusjonen om at de innkvoterte styrekvinnene *ikke* medførte en signifikant reduksjon i styrenes grad av (betydelig) ledelseserfaring.

Hovedgrunnen til denne viktige konklusjonen er nok at styrene selv valgte å ikke bytte ut sine mest ledelses-erfarne mannlige styremedlemmer med kvinner, men i stedet beholdt disse erfarne mannlige styremedlemmene. Dette var jo fullt mulig da, som nevnt, et 100% manns-styre med typisk fem medlemmer kunne tilfredsstille kvotekravet ved (1) velge å beholde tre mannlige og sette inn to nye kvinner eller (2) utvide styret til åtte med tre nye kvinner (som jo ingen styrer valgte). Det var derfor klart mulig å beholde de mannlige styremedlemmene med lengst leder-erfaring, og da erstatte mannlige styremedlemmer uten betydelig ledererfaring med nye kvinnelige styremedlemmer som heller ikke har slik erfaring.

Det er også interessant i denne sammenhengen at Fahlenbrach et al. (2010) viser, basert på amerikanske styredata, at verdien av å ha et styremedlem med CEO erfaring er

stort sett dekket straks man har *ett* slikt styremedlem. Dersom vi overfører det til norske ASA, ville man altså kunne beholde selskapsverdien så lenge minst ett av de (typisk) tre gjenstående mannlige styremedlemmene hadde toppleder-erfaring. I ASA styrene var det typisk kun ett av fem styremedlemmer som hadde CEO-erfaring. Derfor var det enkelt a skifte ut to styremedlemmer uten a tape ledererfaring. Som vi skal se under, støtter dette også opp under hovedkonklusjonen at den norske kjønnskvoteringen viste seg å være verdinøytral for selskapene på Oslo Børs.

# 4 Påvirket kvoteloven verdien av børsnoterte ASA negativt?

Vi ser nå på de viktigste empiriske studiene, oppsummert i Tabell 1, av hvordan den norske styrereformen kan ha påvirket selskapsverdien til ASA notert på Oslo Børs (jfr. hypotesene H0–H2 over). Vi finner det nødvendig å gå i litt detalj her, siden de motstridende konklusjonene—og da spesielt ENTs korrigeringer av AD—forstås best via noen mer tekniske (økonometriske) tolkninger.

[Tabell 1 about here.]

## 4.1 Informasjonsprosessen bak styrereformen (2002–2008)

Som vist i Tabell 2 startet den politiske styredebatten for alvor tidlig i 2002 da Høyres næringsminister Ansgar Gabrielsen i Bondevik-regjeringen gav et intervju i avisen *VG* hvor han overraskende støttet ideén om en kjønnskvotering. Kanskje fordi en slik støtte gikk imot den nyvalgte borgerlige Bondevik-regjeringens politiske program, trakk han denne støtten allerede dagen etter, denne gangen i et intervju med avisen *Dagens Næringsliv*. Vi kommer tilbake til denne flip-floppen da den påvirker tolkningen av resultatene av ADs event-studie (noe ADs analyse ignorerer).

[Tabell 2 about here.]

Tabell 2 viser de viktigste datoene i informasjonsprosessen fra 22. februar 2002 til den endelige annonseringen den 9. desember 2005, hvor Stoltenberg-regjeringen vedtar kvotekravet med tvangsoppløsning som sanksjon. Bare få dager tidligere hadde regjeringen uttalt at bøter var sannsynlig sanksjon i tilfelle kvoteloven ble innført. Eksisterende

selskap fikk to år på seg til å tilfredstille kvote-kravet, og nye ASA registrert fra januar 2006 måtte innfri kravet ved registrering.[9]

## 4.2 Reagerte aksjemarkedet negativt på annonseringen 22. februar 2022?

ENTs analyse dekker alle datoene i Tabell 2 i sitt event-studie av lovens innvirkning på selskapsverdiene på Oslo Børs. De viser også at fredag 22. februar, 2002, er den klart viktigste nyhetsdatoen i denne informasjonsprosessen. Siden det er også den datoen som er fokuset for ADs event-studie, viser vi i det følgende hvordan de to studiene kunne komme til diametralt motsatte konklusjoner basert på denne nyhetsdatoen.

Vi minner først om at en såkalt "event studie", som brukes til å måle om aksjemarkedet reagerer på ny offentlig tilgjengelig informasjon, er den mest brukte empiriske metoden i faget selskapsfinans. Den viktigste komponenten i en event studie er identifikasjon av når den nye informasjon faktisk ankommer og blir priset inn av markedet. I vår kontekst er spørsmålet hvorvidt aksjemarkedet—som AD hevder—faktisk senket markedsverdien (aksjeprisen) av selskapene på Oslo Børs som en reaksjon på at intervjuet den 22. februar økte sannsynligheten dramatisk for at regjeringen ville innføre en kvotelov.

I en typisk event studie ser en på nyheter om selskapsspesifikke hendelser (events), som f.eks. annonsering av selskapsoppkjøp, aksjeemisjoner, konkursmeldinger, osv. Merk at siden slike selskapsspesifikke hendelser skjer på forskjellige tidspunkter er de typisk (statistisk) uavhengige av hverandre, hvilket jo ikke er tilfellet for annonseringen av kvoteloven. Videre, rent teknisk, for best mulig å identifisere den faktiske prisendringen som skyldes annonseringen, brukes et kortest mulig "vindu" rundt annonseringsdatoen. Med tilgang til daglige aksjepris data og avkastningsrater, er det kortest mulige vinduet selve annonserings-dagen, som vi kan kalle dag 0. Er man litt usikker på om nyheten rakk markedet litt før dag 0, eller at markedet kan ha brukt litt tid på å komme frem til et forventningsrett (effisient) prisendrings-estimat, er det vanlig å utvide event-vinduet noe, f. eks. til $(-1, 0)$, $(-1, 1)$, $(-3, 3)$ osv, alt avhengig av kvaliteten på data.

Ideélt sett fanger man opp den uforventede pris-effekten av en nyhetsannonsering umiddelbart når denne ankommer markedet—dvs. sekunder etter ankomst. Dette krever imidlertid mikro-transaksjons data som ikke er tilgjengelige i tradisjonelle event studier, som dataene brukt her. Men det er viktig å forstå at jo lengre man strekker event-vinduet, jo mer støy (andre og ikke-relevante selskapsspesifikke hendelser) bakes inn i dataene.

[9] En tilpasning over to år var nødvendig da styremedlemmer ofte velges for to år. Styremedlemmer som var valgt i 2005 kunne derfor ikke byttes ut før i 2007.

En tilsynelatende ikke-signifikant estimert priseffekt kan derfor bety enten at det ikke var noen prisreaksjon, eller at prisreaksjonen ble visket ut av støy.

AD, som er det første studiet av prisreaksjonen den 22. februar 2002, bruker vinduet (-2,2) rundt denne datoen. De konkluderer med at den gjennomsnittlige prisreaksjonen over dette vinduet for selskaper notert på Oslo Børs er omtrent $CAR = -2.5\%$. $CAR$ står for "cumulative abnormal return" eller kumulert unormal avkastning, hvor "unormal" er differansen mellom realisert avkastning og et estimat på markedets forventede avkastning over event-vinduet. Det er ingen uenighet om dette estimatet da ENT kommer frem til det samme etter å ha reprodusert ADs eget estimat ved bruk at både ADs estimeringsmetode og data.[10]

ENTs hovedkritikk av AD gjelder ADs beregning av standardavviket til ADs gjennomsnittlige $CAR$-estimat, hvor det antas at de selskaps-spesifikke $CAR$ estimatene i gjennomsnittet er samtidig statistisk uavhengige av hverandre. Som indikert over, når annonseringen treffer *alle selskapene i utvalget på samme tid*, som jo er tilfellet her, vil selskap *i*s prisendring over annonseringsdagen ikke bare reflektere selve nyheten, men også selskapets normale daglige (samtidige) samvariasjon med alle andre børsnoterte selskaper. Denne positive samvariasjonen er typisk høy, hvilket betyr at ADs antagelse om uavhengighet ikke bare er feil, men også gir et estimat på standardavvik som er for lavt. Det samme estimatet gir derfor en statistisk sett skjev økning i ADs signifikansnivå.

For å illustrere denne hovedkritikken av ADs event studie viser ENT følgende beregning: Anta at alle selskapers daglige avkastningsrater har samme standardavvik ($\sigma > 0$) og samme parvise samtidige korrelasjonskoeffisient ($\rho > 0$). Standardavviket til den gjennomsnittlige avkastningsraten i et utvalg på $N$ selskaper kan da skrives som følger:

$$\sigma_{N|\rho>0} = \sqrt{\frac{1}{N}\sigma^2 + \frac{N-1}{N}\sigma^2\rho}.$$

[10] La $CAR(\tau_1, \tau_2)$ være den kumulative meravkastningen fra handelsdag $\tau_1$ til og med dag $\tau_2$, sentrert på annonseringsdatoen (dag 0). For hvert selskap $i$ i utvalget, estimerer AD følgende fem-dagers $CAR$, hvor dag 0 er 22. feb 2002:

$$CAR_i(-2,2) \equiv \sum_{\tau=-2}^{2} \left(r_{i,\tau} - r_{match-i,\tau}\right). \tag{1}$$

Her er $r_{i,\tau}$ aksje $i$'s realiserte avkastning på dag $\tau$, og $r_{match-i,\tau}$ er AD sine valg av "benchmark" portefølje for risikojustering: Den likeveide gjennomsnittlige avkastningen for en portefølje av amerikanske selskap i samme industri som selskap $i$ (med samme Global Industry Classification Standard (GICS) som selskap $i$). Mens det er mer vanlig å bruke brede risikofaktorer som benchmark i beregningen av $CAR$, er ikke dette en relevant problemstilling da hendelsen gjelder hele aksjemarkedet.

Skjevheten i standardavviket som skyldes ADs antagelse om uavhengighet ($\rho = 0$) er derfor

$$\frac{\sigma_{N|\rho>0}}{\sigma_{N|\rho=0}} = \frac{\sigma_{N|\rho>0}}{\sqrt{\sigma^2/N}} = \sqrt{1+(N-1)\rho}.$$

For eksempel, med $\rho = 0.10$, hvilket er en typisk parvis samvariasjons-koeffisient for selskaper på Oslo Børs, og gitt ADs utvalg på $N = 94$, har vi at $\sigma_{N|\rho>0} = 3.2\sigma_{N|\rho=0}$. Med andre ord, det korrekt beregnede standardavviket i dette eksemplet er 3.2 ganger større enn under ADs feilaktige antagelse om uavhengighet.

ENT inkorporerer i sin egen analyse den samtidige samvariasjonen mellom selskapene på Oslo Børs ved først å legge alle selskapene inn i en (likeveiet) portefølje for deretter å estimere porteføljens $CAR$ og det riktige standardavviket. Denne korrigeringen av AD viser at ADs estimerte $CAR(-2,2)$ ikke lenger er statistisk forskjellig fra null, hverken med AD sitt eget utvalg, eller med ENT sitt utvidede utvalg av selskaper på Oslo Børs. Kanskje aller viktigst: Den samme konklusjonen holder også dersom utvalget av selskaper begrenses til selskaper med kun mannlige styremedlemmer i 2001.

Men kritikken av ADs event studie stopper ikke der. ENT rapporterer også en dag-for-dag analyse av AD sitt femdagers vindu $(-2,2)$, noe som viser seg å være viktig for å tolkningen av ADs negative femdagers estimat på $CAR(-2,2)$. Spesifikt, ENT peker på den *andre* kvoteringsrelaterte nyheten i februar 2002, Ansgar Gabrielsens andre intervju, dagen etter det første intervjuet i VG, hvor Gabrielsen trekker tilbake sin støtte for kvoteringen han hadde vært i favør av dagen før. Siden denne helomvendingen er klart mer konsistent med Høyre-regjeringens negative syn på kvotering, betyr det at lørdags-intervjuet *reduserer* sannsynligheten for en kvoteringsordning.

ENT viser nå at, dag for dag innenfor AD sitt eget femdagers eventvindu (og AD sine data og metode), så er det ingen målbar markedsreaksjon knyttet til fredagsannonseringen. I stedet er det en sterk negativ markedsreaksjon på *mandagen*, etter at Gabrielsen trakk støtten sin til kvoteringen i helgen. Konklusjonen er derfor at markedet ikke reagerte negativt på en økt sannsynlighet for en kvoteringslov—men i stedet på det motsatte: nemlig at en slik kvotering gjennom lørdags-intervjuet ble gjort *mindre* sannsynlig. Dette er er motsatt av det AD konkluderte med.

For å oppsummere: Med korrekt estimering av standardavviket for markedets reaksjon på Ansgar Gabrielsens intervju kan ikke hypotesen om en verdinøytral markedsreaksjon over femdagers vinduet $(-2,2)$ lenger forkastes. Videre viser ENT at *ingen* av dagene innenfor dette femdagers vinduet har en statistisk signifikant unormal avkastning. Konklusjonen er at hypotesen om verdinøytralitet—H0 i seksjon 2 over—mest sannsynlig

gir et riktig bilde av markedets tolkning av kvoteringskravet som det fremsto i media i februar 2002.

## 4.3 Faller langsiktig avkastning etter kvoteringen?

Under hypotesen om at aksjemarkedet er effisient, representerer markedsreaksjonen til nyheten om kvoteringen (dvs. *CAR*-analysen ovenfor) et forventningsrett estimat på verdieffekten av kvoteinnføringen. Forventningsrett i denne sammenhengen betyr at, siden ENT ikke kan forkaste at $CAR = 0$, skulle hverken den påfølgende langsiktige unormale (ekstra) aksjeavkastningen eller endringen i Tobin's $Q$ være signifikant forskjellige fra null. Det er derfor flere artikler som ser etter effekter på (1) langsiktig aksjeavkastning, (2) regnskapsmessig avkastning ("Return on Assets"–ROA), og (3) mest kontroversielt, Tobin's $Q$.

Hva angår (1), langsiktig meravkastning for aksjene på Oslo Børs, finner ENT at konstantleddet i følgende standard flerfaktor prisingsmodell (Fama og French, 1993) ikke er statistisk forskjellig fra null:

$$r^e_{pt} = \alpha_p + \beta_{p1} r^e_{wt} + \beta_{p2} HML_t + \beta_{p3} SMB_t + \varepsilon_{pt}, \quad t = 2/2002, ..., 4/2008. \tag{2}$$

Her er $r^e_{pt}$ aksjeavkastning (i USD) til en portefølje $p$ av (innenlandske) Oslo Børs-noterte ASA i måned $t$, minus siste måneds (risikofrie) avkastning på en 3-måneders U.S. Treasury Bill. Videre er $r^e_{wt}$ avkastningen på verdensindeksen MSCI World Stock Market Index (også minus 3-måneders U.S. Treasury Bill rate),mens $HML_t$ og $SMB_t$ er avkastningsrater for de to globale risikofaktorene "Value" og "Size" som er hentet fra Kenneth French sin hjemmeside.

Tidsserie-regresjonen i likning (2) estimeres over 6-årsperioden fra februar 2002 til april 2008, dvs. fra og med aksjemarkedet priset inn den økte kvoterings-sannsynligheten etter Gabrielsens *VG* intervju til og med tiden for siste aksjonærmøte i april 2008 hvor alle børsselskapene selskapene hadde gjennomført kvinnekvoteringen. Konstantleddet $\alpha$, også kalt "Jensen's alfa" etter Jensen (1968), representerer portefølje $p$s "unormale" risikojusterte avkastning over denne perioden. Under hypotesen om markedseffisiens, og at de inkluderte risikofaktorene representerer markedets egne risikofaktorer, er den forventede verdien av $\alpha$ lik null. ENT rapporterer at de ikke kan forkaste $\alpha = 0$ for flere typer porteføljer $p$, hvor den viktigste er den som bare inneholder selskaper hvor styrene i perioden før kvoteringen kun har menn i styret. Dette er helt i tråd med konklusjonen

fra ENTs event studie, som jo viser at kvoteloven mest sannsynlig er verdinøytral.

Hva angår den andre variabelen—regnskapsmessig avkastning, målt ved totalkapitalrentabilitet (driftsresultat/totale eiendeler)[11], er Matsa og Miller (2013) er det første studiet som bruker denne variabelen som avhengig variabel i en regresjon over perioden 2003–2009. De rapporterte at i perioden etter 2006 falt ROA for børsnoterte ASA relativt til et utvalg av presumtivt sammenlignbare AS. Men ENT ser også på ROA, og forlenger tidsserien i regresjonen frem til 2013. De viser at en mulig negativ effekt på ROA kun kan påvises i krise-året 2008. ENT konkluderer derfor at en mulig negativ ROA effekt i dataene sannsynligvis har mer med finanskrisen enn selve kvoteringen å gjøre.

Det bringer oss til den tredje variabelen: Tobins $Q$ og ADs kontroversielle analyse av denne. Hvis vi bruker notasjonen i ENT, starter både AD og ENT analysen av $Q$ med en redusert-form regresjon av typen under, som tester hvorvidt variabelen $Shortfall_{it}$ påvirker årlig $Q_{it}$ negativt. For selskap $i$ i år $t$ er $Shortfall_{it}$ definert som forskjellen mellom kvotens krav til kvinneandel og selskapets faktiske andel kvinner i styret:

$$Q_{it} = \alpha + \beta Shortfall_{it} + \theta_i + \tau_t + \epsilon_{it}, \tag{3}$$

hvor $\theta_i$ og $\tau_t$ er respektivt selskap– og år– effekter. Det er verd å merke seg at med denne regresjonen finner hverken AD eller ENT en statistisk signifikant koeffisient $\beta$ på *Shortfall* som forklaringsvariabel til $Q$.

Men analysen stoppet ikke der. AD argumenterte for at selskaper selv velger *når* de oppfyller kvoten, over en periode som startet i 2004 (siden den første utgaven av loven ble innført i 2003) og sluttet i begynnelsen av 2008. For eksempel, et hypotetisk selskap som forventer at oppfylling av kvoten vil medføre spesielt høye kostnader (stort fall i selskapsverdi) vil kanskje velge å utsette den nødvendige endringen i styret lengst mulig. For å kontrollere for denne typen endogenitet konstruerer AD en to-stegs instrumentalvariabel (IV) regresjon med den hensikt å kontrollere for en negativ tendens i estimert $\beta$. Men, selv om dette i utgangspunktet er en standard metode for korreksjon av selv-seleksjon, viser ENT at ADs implementering av denne strider mot den velkjente og økonometrisk viktige eksklusjons-restriksjonen for instrumentering (Angrist og Pischke, 2009).

Mer spesifikt: AD konstruerer følgende instrument for variabelen $Shortfall_{it}$:

$$Z_{it} = Shortfall_{t,2002} \times \tau_t \ (t = 2003, ...2009).$$

[11] Tilsvarer Return on Assets (ROA), altså Earnings before Interest and Taxes (EBIT)/Total Assets.

Til tross for det sentrale intervjuet med Ansgar Gabrielsen den 22 februar 2002, som jo AD selv mener ledet aksjemarkedet til å øke sannsynligheten for en fremtidig kvotelov, antar her AD i stedet at $Shortfall_i$ i år 2002 er eksogen relativt til innføringen av samme kvotelov. I tillegg er $Z_{it}$ antatt å påvirke $Q_{it}$ kun gjennom den predikerte verdien $\widehat{Shortfall}_{it}$, som er den predikerte verdien i den følgende første steg regresjon:

$$Shortfall_{it} = \alpha + Shortfall_{i,2002} \sum_{t=2004}^{2009} \beta_t \tau_t + \theta_i + \tau_t + u_{it}, \quad t = 2004, ..., 2009. \tag{4}$$

Siden indikatorvariabelen for år ($\tau_t$) er lik null i andre år enn $t$, er effekten av denne regresjonen å framskrive $Shortfall_{i,2002}$ gjennomsnittet over alle selskap av den årlige endringen i "*Shortfall*" i år $t$. I andre-stegs regresjonen erstatter AD $Shortfall_{it}$ i ligning (3) med dets framskrevne verdi $\widehat{Shortfall}_{it}$ fra ligning (4). Ut i fra den resulterende koeffisienten konkluderer AT at "Norway's gender quota led to value losses of upwards of 20% for the firms with large constraints" (p. 168).

ENT ser også på Tobins $Q$. De argumenterer først for at ADs instrument $Z_{it}$ ikke oppfyller den nødvendige eksklusjonsrestriksjonen $Cov\left(Z_{it}, \epsilon_{it}\right) = 0$, dvs. at instrumentet $Z_{it}$ påvirker $Q_{it}$ kun gjennom $Shortfall_{it}$. Men det er høyst usannsynlig at denne betingelsen er oppfylt i dataene da selskaper jo selv velger egen styresammensetning ut ifra selskapsspesifikke karakteristika (f.eks. selskaps-størrelsen), hvilket igjen driver $Cov\left(Z_{it}, \epsilon_{it}\right) \neq 0$. ENT viser også at, selv om en skulle akseptere AD sitt valg av instrument, overlever ADs resultater heller ikke enkle alternative regresjons-spesifikasjoner. For eksempel, siden det første intervjuet med Ansgar Gabrielsen var i februar 2002, er det nødvendig å bruke år 2001 til å konstruere instrumentet, ikke 2002 som AD gjør. ENT viser at med bruk av 2001 som basisår faller ADs koeffisient-estimat med 60% og er ikke lenger statistisk signifikant.

En annen og alternativ måte å vise mangelen på robusthet er å bruke ADs eget instrument, men eliminere de fem statskontrollerte selskapene på Oslo Børs—hvorav fire allerede hadde oppfylt kvoten i 2002 og det femte oppfylte den i 2003—som ENT viser at igjen fjerner signifikansen til ADs parameter. ENT konkluderer derfor at den norske kvoteloven mest sannsynlig ikke påvirket $Q$ i hverken en økonomisk eller statistisk signifikant retning for selskapene på Oslo Børs.

# 5 Anses kvinnelige styremedlemmer som fullt ut informative?

Vi har hittil diskutert en rekke måter å koble styrereformen til mål på selskapenes beslutninger i styrene (styrestørrelse, CEO erfaring, konvertering til AS) og senere langsiktig lønnsomhet som disse beslutningene kan ha medført (Jensens $\alpha$, ROA og Tobins $Q$). Som ENT viser er det ingen indikasjon på at disse koblingene medfører noen endring i hovedkonklusjonen fra deres kortsiktige event analyse, nemlig at styrekvoteloven representerer en statistisk sett verdinøytral restriksjon pålagt børsnoterte ASA.

EØ går nok et skritt videre og spør om det også er mulig å empirisk bekrefte denne sannsynlige verdinøytraliteten ut ifra følgende: aksjemarkedets oppfatning av hvor *informative* de innkvoterte kvinnelige styremedlemmene kan sies å ha vært relativt til mannlige styremedlemmer. De introduserer et mål på aksjemarkedets egen oppfatning om hvor godt informert et styremedlem er, nemlig markedets prisreaksjon på styremedlemmets innsidehandler (spesielt innsidekjøp siden innsidesalg ofte skjer av rene likviditetshensyn).

Det er lang tradisjon i faget finansøkonomi for å anse at prisreaksjonen generert av innsidehandel er en forventningsrett refleksjon av innsiderens bakenforliggende *private* informasjon om selskapets tilstand. En kjøpsbeslutning gir med andre ord et positivt signal om selskapets fremtidige inntjening—ingen kjøper en aksje basert på negativ selskapsinformasjon—med en påfølgende økning i aksjeprisen. Et stort antall empiriske studier av innsidekjøp i aksjemarkeder verden over tenderer å bekrefte en slik signifikant positiv prisøkning.

EØ er det første studiet i finans-litteraturen som betinger aksjepris-effekten av såkalte primær-innsideres (her styremedlemmers) innsidekjøp på insiderens kjønn og som samtidig tester hvorvidt et eksogent styresjokk (kvinnekvoteringen) endrer denne priseffekten. Det er nettopp denne mulige endringen som vil kunne si noe om hvorvidt de nye kvinnelige styremedlemmene oppfattes av investorene som like informative som deres mannlige kolleger. Merk at i denne testen kan man benytte alle de tusener av innsidehandler som kontinuerlig finner sted over tid. Dette i motsetning til den tradisjonelle testmetoden som baserer seg på intervjuer av styremedlemmer for å kartlegge deres formelle erfaringer på noen få diskrete tidspunkter.

EØ ser på hver innsidehandel på Oslo Børs i perioden fra 1997 til 2016, dvs. både før og etter at styre-reformen ble fullt implementert i 2008. De estimerer den kumulative merav-

kastningen ($CAR$) over tre– og syv– dagers vinduer rundt innsidekjøpet. Resultatene viser at, i årene før kvoteringen øker mannlige—men ikke kvinnelige—styremedlemmers kjøp aksjekursen (kvinners handler flytter typisk ikke aksjeprisen). Etter innføringen av 40% regelen endret dette seg markant: Den gjennomsnittlige markedsreaksjonen på innsidekjøp av kvinnelige styremedlemmer stiger til den samme som for menn—rundt 1.5% i tre-dagers vinduet, og 1.4% i syv-dagers vinduet. Med andre ord, *etter at styrene ble kjønnskvotert behandlet markedet kvinnelige og mannlige styremedlemmer som like informative*.[12]

Hvorfor blir kvinnelige styremedlemmer tilsynelatende ansett av markedet som like informative som menn etter innkvoteringen? Et hint kommer fra *nettverket* av styremedlem. Den norske reformen økte ikke antall styrer som hvert medlem sitter i, men den endret formen på "edderkoppnettet" av koblinger mellom styrer. Ved hjelp av et mål for sentralitet i nettverk (PageRank) viser EØ at markedsreaksjonen er *sterkere* når styret har flere forbindelser til andre styrer. Slike forbindelser kan hjelpe styremedlemmene til å tolke den fundamental tilstanden også i eget selskap, på samme måte som ledelsens nettverk bidrar til ledelsens øyeblikksbilde for selskapet. Det viktige er at denne effekten er uavhengig av kjønn—og at resultatene også bekrefter at det ikke er "travle" styremedlemmer (de som sitter i tre eller flere styrer) som driver den positive informasjonseffekten. Med andre ord, det er nettverket—ikke travelhet—som kan forklare informasjonseffekten.

Til slutt: EØ studerer også styremedlemmenes aksjekjøp etter det eksogene prisfallet under finanskrisen. De påpeker at disse handlene kan si noe om innsiderens grad av risikoaversjon—betinget av innsiderens kjønn—som kan brukes til å bekrefte eller avkrefte hyppige spekulasjoner om at kvinnelige styremedlemmer demper styrets villighet til å la selskapet ta risiko. De finner at styremedlemmers kjøpsaktivitet *toppet seg* under "kriseperioden" fra oktober 2008 til desember 2010. Videre finner de ingen statistisk forskjell mellom styrekvinner og deres mannlige kolleger i denne økte innsidehandelen. Siden prisfallet under finanskrisen var eksogent ut ifra selskapenes eget ståsted, dvs. uavhengig av selskapenes egne driftsbeslutninger, var slike innsidekjøp uvanlig risikofylte for innsiderne. Det er nettopp derfor at dette empiriske resultatet gir en ny og spesielt sterk indikasjon på at styrekvinners risikoaversjon ikke kan sies å være høyere enn risikoaversjonen til deres mannlige kolleger.

[12]Gir handlene til de informerte innsiderne en utilbørlig langsiktig meravkastning? EØ utfører en rekke analyser av dette spørsmålet, og finner ingen statistisk signifikant langsiktig meravkastning, uansett kjønn, før og etter styre-reformen. Forklaringen er at, selv om markedet stiger når innsiderne kjøper, viser dataene at at de samme innsiderne ikke deretter selger aksjene tilstrekkelig raskt nok til å låse inn den kortsiktige prisøkningen.

# 6 Utvidelse av styrereformen til å omfatte AS: Kort kommentar

I 2024 ble kvoteringsreglene for ASA utvidet til å også omfatte AS av en viss størrelse. Har disse foretakene minst tre styremedlemmer, skal maksimalt ca. 60% av disse ha samme kjønn. Reglene innføres gradvis. I 2025 gjaldt de selskap med mer enn 100 millioner kroner i samlede drifts- og finansinntekter, og/eller foretak med flere enn 50 ansatte. Etterhvert senkes inntektskravet til 70 og 50 millioner, og ansattkravet til 30. I 2028 vil reglene være fullt implementert. En regner da med at om lag 20 tusen selskaper vil omfattes av disse reglene.[13]

En kan være fristet til å spekulere at siden resultatene angående børsnoterte ASA fra 2008 som har blitt oppsummert her tilsier verdinøytralitet (dvs. at resultatene ikke forkaster H0), betyr det at denne reformen heller ikke vil påvirke de private selskapenes verdier merkbart. Men en slik spekulasjon er forhastet. Det er åpenbare forskjeller mellom AS som omfattes av de nye reglene og ASA-selskapene i den forrige kvoteringen. Den kanskje største forskjellen er selskapsstørrelsen, som jo også påvirker både styrearbeid og styreansvar. Videre er det slik at børsnoteringen av ASA medfører krav om regnskaps- og annen rapportering, som er en viktig del av styrets oppgaver—for eksempel ser EØ at de innkommende kvinnelige ASA styremedlemmene hadde regnskapskunnskap som raskt lot dem få plass i styrets regnskapsutvalg. Et annet poeng er at ASA notert på Oslo Børs vanligvis har hovedkvarter i større byer (med hovedvekt i Oslo), hvilket gir selskapene et bredt utvalg av potensielle styremedlemmer i nærområdet.

Disse egenskapene hos ASA styremedlemmer er ikke nødvendigvis det som først og fremst vil bli etterspurt i styrene i de mindre AS. At rapportering er mindre sentralt, gjør det sannsynlig at de strategiske aspektene er en viktigere oppgave for styret. Et slikt strategifokus tilsier at AS vil etterspørre konkret bransjekunnskap når de søker etter styremedlemmer. Norske AS er dessuten mye mer geografisk spredt, til hver liten avkrok av Norge. Søken etter kompetente kandidater til styrer i AS kan derfor bli en utfordring, og risikoen for å ikke finne egnede kandidater tilsvarende større. Disse og andre aspekter er noen grunner til at konklusjonen om verdinøytralitet for ASA-reformen ikke er direkte overførbare til AS-reformen.

[13] "Krav til kjønnsbalanse i norske styrer er vedtatt"– Pressemelding fra regjeringen, 22.11.2023.

# 7 Avslutning

Artikkelen oppsummerer hovedtrekkene i nesten tyve år med forskning på verdivirkningene av den norske ASA styrereformen som ble innført ved lov i 2005, etter flere års forsøk på å få selskapene til å frivillig få en bedre kjønnsbalanse i styrene. Kort oppsummert konkluderte Ahern og Dittmar (AD)—i en artikkel publisert i i 2012 i økonomifagets topp akademiske tidsskrift *Quarterly Journal of Economics*—med en overraskende stor og negativ verdivirkning for selskapene på Oslo Børs. AD estimerer et fall i aksjeprisene på ca. 3% i markedets reaksjon til næringsminister Ansgar Gabrielsens oppsiktsvekkende VG-intervju den 22 februar 2022, samt et senere fall på henimot 20% (!) i Tobin's $Q$ for selskaper med kun mannlige styremedlemmer

I absolutte størrelser går ADs estimerte verdifall—som fikk stor internasjonal oppmerksomhet—langt utover det som man skulle kunne forvente selv av en påtvunget styre-endring. Imidlertid viser ENT at AD-estimatene ikke kan forsvares rent økonometrisk. Dette skyldes primært at AD bruker en test som kraftig overvurderer den statistiske signifikansen av markedets prisreaksjon i februar 2022. Men ENT viser også at ADs IV-analyse av Tobin's $Q$, som benytter en instrumentering av selskapenes endogene valg av tidspunktet for oppfyllelsen av kvotekravet, ikke tilfredsstiller den nødvendige IV-eksklusjonsrestriksjonen. Etter å ha korrigert for disse økonometriske svakhetene i ADs analyse, viser ENT at hverken aksjeprisendringen i februar 2022 eller den senere endringen i Tobin's $Q$ (eller selskapenes kontantstrøms-baserte ROA) var signifikant forskjellige fra null.

ENT underbygger denne viktige korreksjonen av AD ved også å vise at selskapenes egne tilpasninger til kvoterestriksjonen tilsier at *selskapene selv vurderte kostnaden ved restriksjonen som relativt liten*: (1) Selskapene valgte ikke engang å ta den relativt lave kostnaden ved å utvide antall styremedlemmer (typisk fra 5 til 8), som jo ville ha tillatt selskapet å beholde alle mannlige styremedlemmer. I stedet valgte det typiske selskapet å beholde en styrestørelse på 5, og bytte ut 1.5 menn mot kvinner (to menn i et 100% mannlig styre). (2) Valget under (1) medførte ingen merkbar reduksjon i det typiske styres toppledererfaring (dvs., selskapene beholdt typisk de mannlige styremedlemmene med denne typen erfaring). (3) Det er ingen tegn på at selskapene valgte å konvertere selskapsformen fra ASA til AS, hvilket ville ha omgått hele reformen.

EØ viser også at de innkvoterte kvinnene raskt må ha tilegnet seg minst like gode kunnskaper om selskapenes drift og investeringsstrategier som deres mannlige kolleger, hvilket støtter opp under konklusjonen om en verdinøytral styrereform. Denne interes-

sante konklusjonen er basert på markedets reaksjon på styremedlemmers innsidehandel. Det er lang tradisjon i finansøkonomi for å anse prisreaksjonen på innside-kjøp som et forventningsrett estimat på ny og positiv informasjon om selskapets underliggende kontantstrøm. EØ viser at i tiden etter kvoteringen—men ikke før den tiden—oppfatter markedet de kvinnelige styremedlemmenes aksjekjøp som ikke mindre informative enn aksjekjøp av deres mannlig styrekolleger. De begrunner dette resultatet med at kjønnskvoteringen kan ha skapt et verdifullt nettverk av kvinnelige styremedlemmer som i seg selv gir styremedlemmene bedre innsikt i en industris grunnleggende verdiskapning.

Til slutt: Vi advarer mot en direkte overføring av konklusjonen om verdinøytralitet til den pågående innføringen av tilsvarende kvotering i norske AS. Grunnen er at dette ikke blir en like-for-like sammenligning. Arbeidsoppgavene til styrene i AS, samt tilgangen til styrekandidater, kan være dramatisk forskjellige fra hva som er tilfelle for ASA-styrer. Spørsmålet om verdinøytralitet også for AS-reformen må derfor analyseres på eget datagrunnlag, noe som jo er svært mye vanskeligere å opparbeide for relativt små private selskaper spredt utover i utkant-Norge.

# Referanser


Adams, R. B., og Funk, P. (2012). Beyond the Glass Ceiling: Does Gender Matter? *Management Science*, *58*(2), 219–235. https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1452

Agarwal, S., Qian, W., Reeb, D. M., og Sing, T. F. (2016). Playing the Boys Game: Golf Buddies and Board Diversity. *American Economic Review*, *106*, 272–276.

Ahern, K. R., og Dittmar, A. K. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *The Quarterly Journal of Economics*, *127*(1), 137. https://doi.org/10.1093/qje/qjr049

Angrist, J. D. G., og Pischke, J.-S. (2009). *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*. Princeton University Press.

Bertrand, M., Black, S. E., Jensen, S., og Lleras-Muney, A. (2019). Breaking the Glass Ceiling? The Effect of Board Quotas on Female Labour Market Outcomes in Norway. *The Review of Economic Studies*, *86*(1), 191–239. https://doi.org/10.1093/restud/rdy032

Bøhren, Ø., og Staubo, S. (2014). Does Mandatory Gender Balance Work? Changing Organizational Form to avoid Board Upheaval. *Journal of Corporate Finance*, *28*, 152–168. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.005

Croson, R., og Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, *47*, 448–474.

Cullen, Z., og Perez-Truglia, R. (2023). The Old Boys' Club: Schmoozing and the Gender Gap. *American Economic Review*, *113*, 1703–1740.

Duchin, R., Matsusaka, J., og Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*, *96*, 195–214. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.004

Eckbo, B. E., Nygaard, K., og Thorburn, K. S. (2022a). Does Mandatory Board Gender-Balancing Reduce Firm Value? *Harvard Business Law Review*, *12*, 407–437.

Eckbo, B. E., Nygaard, K., og Thorburn, K. S. (2022b). Valuation effects of Norway's board gender-quota law revisited. *Management Science*, *68*, 4112–4134. https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4031

Eckbo, B. E., og Ødegaard, B. A. (2025). Director informativeness following board gender balancing: Evidence from insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 102851. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102851

Fahlenbrach, R., Low, A., og Stulz, R. (2010). Why do Firms Appoint CEOs as Outside Directors? *Journal of Financial Economics*, *97*, 12–32. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.01.003

Fama, E. F., og French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, *33*, 3–56. https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5

Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, *23*(2), 389–416. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x

Kim, D., og Starks, L. T. (2016). Gender Diversity on Corporate Boards: Do women Contribute Unique Skills? *American Economic Review: Papers and Proceedings*, *106*, 257–271. https://doi.org/10.1257/aer.p20161032

Kuzmina, O., og Melentyeva, V. (2021). *Gender Diversity in Corporate Boards: Evidence from Quota-Implied Discontinuities* [ZEW Discussion Papers 21-023, ZEW–Leibniz Centre for European Economic Research.].

Linck, J. S., Netter, J. M., og Yang, T. (2008). The Determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics*, *87*, 308–328. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004

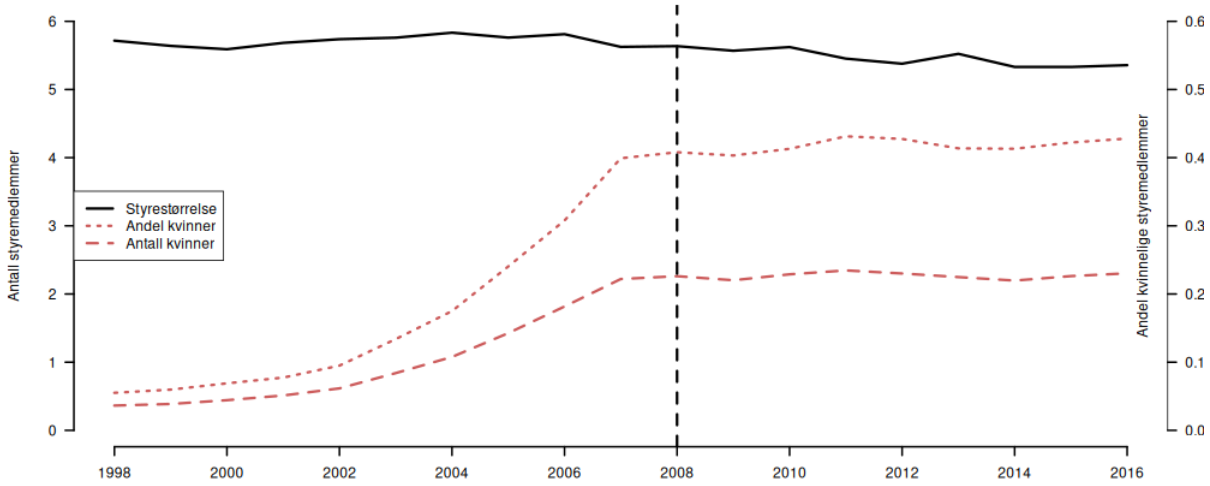
Masulis, R. W., og Mobbs, S. (2011). Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market. *Journal of Finance*, *66*, 823–872. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01653.x

Matsa, D. A., og Miller, A. (2013). A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, *5*, 136–169. https://doi.org/10.1257/app.5.3.136

Sila, V., Gonzales, A., og Hagendorff, J. (2016). Women on Board: Does Boardroom Gender Diversity Affect Firm Risk? *Journal of Corporate Finance*, *36*, 26–53. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003

Figur 1: **Styrestørrelse og andel kvinnelige styremedlemmer, 1998–2016**

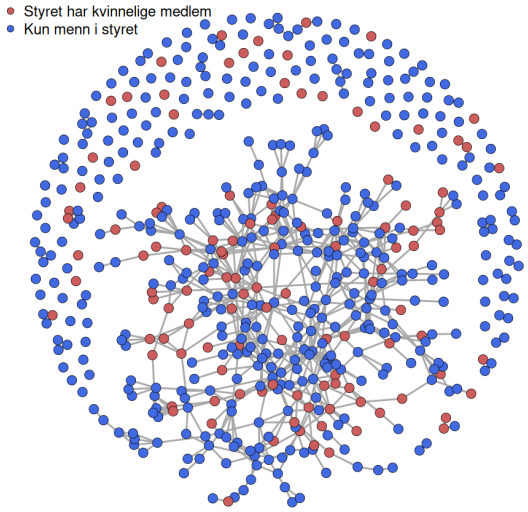
Gjennomsnittlig styrestørrelse (venstre akse). Kun aksjonærvalgte styremedlemmer. Antall (venstre akse) og andel (høyre akse) av kvinnelige styremedlemmer. Utvalget er alle selskaper notert på Oslo Børs. 2008 (indikert med vertikal linje) er det første året alle norske ASA oppfyller kvoteringskravet som ble innført i 2005. Styredata er fra *Brønnøysundregistrene*, 1998-2016. Kilde: Eckbo og Ødegaard, 2025.



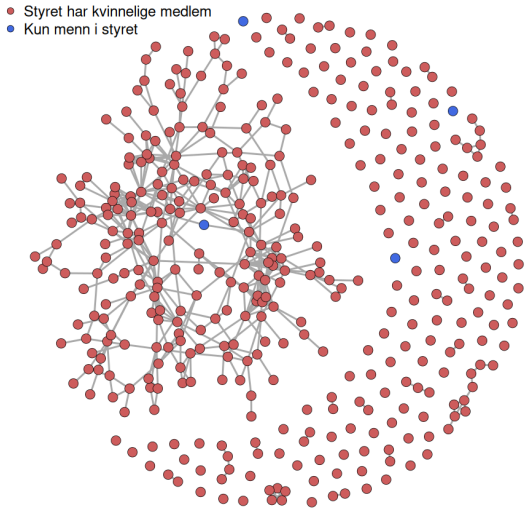
Figur 2: **Nettverkskoblinger og kjønnsfordeling for ASA selskaper i 2002 og 2008**

Figuren illustrerer nettverksstrukturen i alle norske ASA styrer (ikke bare børsnoterte), hvor hvert punkt er et styre. En linje mellom to styrer viser at minst ett styremedlem sitter i begge styrene. Blå punkter: kun mannlige styremedlemmer. Røde punkter: minst ett kvinnelig styremedlem. Figurene er hentet fra Eckbo og Ødegaard (2025). Se den artikkelen for ytterligere detaljer.

**Panel A: År 2002**




**Panel B: År 2008**



Tabell 1: **Studier av de økonomiske konsekvenser av den norske ASA-styrereformen**

De tre studiene som er oppsummert i denne tabellen er Ahern og Dittmar (2012) (AD), Matsa og Miller (2013) (MM), og Eckbo et al. (2022b) (ENT). I tillegg til sin egen analyse replikerer ENT de to tidligere studiene, i den forstand at de viser at de får samme resultater med studienes data og økonometriske metode. $N$ er antall selskap i utvalget, CAR er "cumulative abnormal return" (kumulert meravkastning) i en "event studie," og IV viser til at en anvender instrumentalvariable.

| **Studie** | $N$ | **Hovedkonklusjon** | **Er konklusjonen reprodusert av ENT?** | **Hvordan endrer ENT den tidligere konklusjonen?** |
|---|---|---|---|---|
| **A. Selskapsverdi: Kortsiktig "event" studie med CAR estimert rundt 22 Februar 2002** | | | | |
| AD | 94 | CAR signifikant negativ. | | |
| ENT | 143 | Nei, CAR er ikke signifikant forskjellig fra null. | Ja, med ADs egne data og økonometrisk metode | Korrigering for ADs manglende hensyntagen til samtidskorrelasjonen mellom selskapenes aksje-avkastninger øker standardavviket nok til å skape statistisk insignifikans. |
| **B. Langsiktig aksjeavkastning: "Jensen's alpha" ($\alpha$) over perioden 2/2002–4/2008** | | | | |
| ENT | 75 mdr | $\alpha$ er ikke signifikant | ENT eneste studie av $\alpha$ (månedlige avkastninger, 2/2002-4/2008) | $\alpha$ er insignifikant selv for en portefølje av selskaper med kun mannlige styremedlemmer i 2001 |
| **C. Langsiktig profitabilitet: Return on assets (ROA)** | | | | |
| MM | 104 | Signifikant negativ effekt av kvoteringen på ROA. | | |
| ENT | 559 | Nei, ingen signifikant effekt av kvoteringen på ROA før i 2009. | Ja, med MMs egen utvalgsperiode | Den negative ROA-effekten er bare der i finanskrise-året 2008, og forsvinner også dersom MMs egen estimeringsperiode utvides utover 2009. |
| **D. Langsiktig selskapsverdi: Tobin's $Q$** | | | | |
| AD | 122 | Signifikant negativ effekt av kvotering på $Q$. | | |
| ENT | 239 | Nei, ingen signifikant effekt på $Q$ av kvoteringen. | Ja, med ADs egen økonometriske instrumentering. | Ingen $Q$ signifikans i en $Q$-modell i redusert form, eller ved bruk av 2001 som basis år for å unngå kvoteannonseringen i 2002, eller ved utelukkelse av statkontrollerte selskaper. |

Tabell 2: **Sentrale nyhetsaker om styre-reformen**

(1) **Fredag 22 feb 2002**: Næringsminister Ansgar Gabrielsen støtter overraskende en kjønnskvotering i et intervju i VG, til tross for at dette er mot Høyres offisielle politikk.

**Lørdag 23 feb 2002**: Gabrielsen trekker sin støtte. *(Dagens Næringsliv)*. I den følgende uken går flere stortingsrepresentanter fra Høyre ut mot en slik kvote.

(2) **8 mar 2002**: Bondevik-regjeringer foreslår overraskende en kvoteringsregel for ASA selskaper. I forslaget ligger det at loven kun innføres dersom selskapene ikke frivillig har oppnådd 40% kvinnerepresentasjon i 2005. Regjeringen lover at statskontrollerte selskaper vil nå 40% innen et år. *(Dagens Næringsliv)*.

(3) **16 jun 2003**: Regjeringen sendte forslaget om kvotering til Stortinget fredag 13 juni. Dette ble offentlig etter at børsen var stengt. *(Aftenposten)*.

Kvoteringsregelen vedtas i Odelstinget 27 nov 2003, og i Lagtinget 9 des 2003, og tas inn i Selskapsloven 19 des 2003. Kvoten vil kun bli innført i 2005 hvis regjeringen bestemmer det.

(4) **1 des 2005**: Kvinneandelen i norske ASA styrer er på 15%, og altså langt under kravet. Den nyvalgte statsminister Stoltenberg annonserer at kvoteringen vil bli innført, og at straffen for å ikke oppfylle kvoten antagelig blir bøter *(Verdens Gang*).

(5) **9 des 2005**: Regjeringen vedtar kvoteringsregelen. Straffen for å ikke oppfylle kvoten blir tvangsoppløsning – straffen for brudd på selskapsloven. Selskapene gis to år til å oppfylle kravet *(Dagens Næringsliv)*.

Kilde: Eckbo et al. (2022b).