GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Marknadens svar på kvinnliga ledare:

En analys av VD-posten och Glasbrantens relevans

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Vårterminen 2024

Handledare: Stefan Sjögren

Författare:	Födelseårtal:
Klara Sjölin	1997
Vanessa Graniffo	1999

Sammanfattning

Syftet med denna studie är att på Stockholmsbörsen undersöka om det finns skillnader i aktiemarknadens reaktioner vid tillkännagivanden av kvinnliga jämfört med manliga VD:ar, samt att utifrån glasbrantsteorin empiriskt testa om företag som presterat sämre är mer benägna att utse en kvinnlig VD. Genom att applicera en kvantitativ metod, testar studien hypoteser formulerade ur den effektiva marknadshypotesen, signaleringsteori, genusteori, samt teorin om glasbranten.

En eventstudie används för att testa för skillnad i abnormal avkastning mellan tillkännagivande av manliga och kvinnliga VD:ar. Resultaten visar att det inte finns någon signifikant skillnad i marknadsreaktionerna mellan grupperna, vilket indikerar att den nya VD:ns kön inte påverkar investerarbeslut på Stockholmsbörsen.

För att testa om sannolikheten är högre att ett företag utser en kvinnlig VD efter en period med sämre prestation används en probitregression. Studien finner inget stöd för att sådana förhållanden ökar sannolikheten för att en kvinna tillsätts som VD, vilket ifrågasätter glasbrantsteorins applicerbarhet på svenska aktiemarknaden.

Studiens resultat bidrar till en djupare förståelse av könsnormers roll i svenskt näringsliv och utmanar befintliga teorier som avser förklara kvinnors underrepresentation. Studien öppnar även upp för framtida forskning om underliggande orsaker till den låga andelen kvinnliga VD:ar i Sverige.

Nyckelord: Könsstereotyper, Aktiemarknadsreaktioner, Glasbranten, Stockholmsbörsen, Kvinnlig VD, Jämställdhet

Tack

Vi vill tacka vår handledare Stefan Sjögren och de professorer som stöttat oss under arbetet med uppsatsen. Slutligen vill vi även uttrycka vår uppskattning till övriga studentgrupper vilka bidragit med värdefulla synpunkter och granskning av studien.

Klara Sjölin och Vanessa Graniffo
Göteborg, 2024

Innehållsförteckning

1. Inledning **4**
1.1 Bakgrund 4
1.2 Problemformulering 6
1.3 Syfte och frågeställning 8
1.3.1 Frågeställning 8
2. Teoretiskt ramverk **9**
2.1 Effektiva marknadshypotesen 9
2.2 Signaleringsteori ur ett genusperspektiv 10
2.3 Glasbranten 12
2.4. Hypotesformulering 14
3. Metod **15**
3.1 Vetenskapligt förhållningssätt 15
3.1.1 Vetenskapliga perspektiv 15
3.1.2 Vetenskapligt angreppssätt och forskningsstrategi 15
3.2 Forskningsdesign 16
3.2.1 Eventstudie 16
3.2.1.1 Definition av event 17
3.2.1.2 Definition av estimerings- och eventfönster 17
3.2.1.3 Urval och datainsamling 18
3.2.1.4 Beräkning av normal avkastning 20
3.2.1.5 Beräkning av abnormal avkastning (AR) 20
3.2.1.6 Beräkning av kumulativ abnormal avkastning (CAR) 21
3.2.1.7 Signifikans- och hypotesprövning 21
3.2.2 Probitregression 22
3.2.2.1 Oberoende variabel 22
3.2.2.2 Kontrollvariabler 24
3.2.2.3 Datainsamling och urval 25
4. Resultat och analys **27**
4.1 Deskriptiv statistik 27
4.2 Hypotesprövning 30
4.2.1 Stockholmsbörsens reaktion på nya kvinnliga VD:ar 30
4.2.2 Glasbranten på Stockholmsbörsen 32
4.3 Robusthetstest 33
5. Slutsatser **35**
5.2 Förslag till framtida forskning 37
5.3 Avslutande reflektioner 37
6. Referenslista **38**

1. Inledning

I avsnittet introduceras och problematiseras ämnet för studien i bakgrund och problemformulering, utifrån vilka syfte och frågeställningar för forskningen presenteras.

1.1 Bakgrund

Marissa Mayer tillträdde som VD för Yahoo år 2012, och axlade då en organisation som redan befann sig på fallrepet. Förväntningarna var att hon skulle vända företagets negativa utveckling, men trots en innovativ strategi, starkt ledarskap och hårt arbete möttes hon av konstant kritik och motstånd från både media och aktieägare (Hass, 2017); ett scenario vilket inte bör betraktas som en isolerad händelse, utan som en del av ett större mönster.

"När bolag backar kanske kvinnor ser sin möjlighet att få en VD-roll. Som kvinna kanske man får ta sin chans" (Kvinnlig VD, citerad i Allbright, 2022)

Glasbrantsteorin, myntad av Ryan och Haslam (2005), avslöjar en systematisk tendens där kvinnor i större utsträckning än män erbjuds riskfyllda och osäkra ledarpositioner. Teorin beskriver hur kvinnor generellt får färre möjligheter att inta ledarskapsrollen, och att de således får ta chansen när den väl erbjuds, även om den presenteras när bolaget presterar sämre. Om den kvinnliga ledaren inte snabbt får företaget i rätt riktning, tenderar ansvaret för misslyckandet att falla tyngre på kvinnan (Ryan och Haslam, 2005). I sin förlängning kan detta bidra till att negativa stereotyper av kvinnligt ledarskap förstärks ytterligare, och således cementeras en bild av att kvinnliga ledare är mindre kompetenta (Rudman och Phelan, 2008). En uppfattning som då förstärks av den ojämna spelplanen, där kvinnor redan från start är dömda att misslyckas; de "trillar över glasbranten".

Glasbranten är en av många teorier som försöker förklara kvinnors underrepresentation i ledarroller, en underrepresentation som är tydlig på Stockholmsbörsen där kvinnor endast representerade 12% av VD:ar år 2023 (Allbright, u.å). I affärsvärlden är den verkställande

direktören mer än bara en nyckelfigur som ansvarar för företagets strategiska riktning och finansiella resultat, utan framstår även som en betydande symbol för företagets varumärke (Fetscherin, 2015). Nyheten om förändringar i VD-posten hos Viaplay resulterade i ett dramatiskt kursfall på över 60%, medan SBB:s aktie tvärtom upplevde en uppgång på cirka 22% under liknande omständigheter (Nysted, 2023; Jacobs, 2023).

Marknadens reaktion på förändringar i VD-posten har även studerats empiriskt, där Dedman och Lin (2002) konstaterade att aktiemarknaden generellt reagerar negativt när högt uppsatta ledare avgår eller avskedas. I linje med detta fann Clayton, Hartzell och Rosenberg (2005) att förändringar i VD-posten är associerade med ökad och långvarig volatilitet i aktiepriserna. Å andra sidan identifierade Huson, Malatesta och Parrino (2004) generellt positiva aktieavkastningar i samband med tillkännagivanden av VD-byten, och menar att ledarskapsskiften uppfattas som positiva signaler om företagets framtidsutsikter. Senare forskning har dock påvisat att aktiemarknadsreaktionen på ledarskapsskiften beror på den tillträdande VD:ns kön, där en mer negativ abnormal avkastning uppvisas då en kvinna ska tillträda posten (Lee och James, 2007); en antydan om att manliga och kvinnliga VD:ar värderas olika av aktiemarknaden.

Aktiemarknadens reaktion grundas i att investerare tolkar signalen av den nya informationen (Spence, 1973) och justerar sina innehav utifrån hur de tror att nyheten kan påverka deras avkastning. Utifrån teorin om marknadseffektivitet (Fama, 1970) bör marknaden agera effektivt och investerare rationellt, och enbart VD:ns kompetens och potentiella bidrag till företagsvärdet vägas in i aktiepriset. Det finns varken bevis för att män och kvinnors biologiska kompetens skiljer sig åt eller att VD:ns kön påverkar företagsvärderingen (Kallenberg och Leicht, 1991), så hur kan vi då förstå denna skillnad i aktiemarknadens reaktion?

Lee och James (2007) hävdar att fenomenet kan finna sin förklaring i rådande könsstereotyper, och att kvinnliga ledare signalerar osäkerhet till intressenter. Traditionellt

associeras ledarskap med attribut som överlappar med manliga karaktärsdrag, och de typiska kvinnliga attributen anses inte lämpliga i den normativa ledarrollen (Eagly och Karau, 2002; Vial och Napier, 2018). IBM och Chief (2023) redovisar i en omfattande global rapport att könsstereotyper spelar en avgörande roll i varför uppfattningar och förväntningar av manliga och kvinnliga ledare skiljer sig. Kvinnliga ledare förväntas i större utsträckning besitta egenskaper såsom empati, kommunikations- och samarbetsförmåga, medan manliga ledare förväntas vara resultatfokuserade, analytiska och beslutsamma. De egenskaper som tillskrivs och förväntas av kvinnliga ledare anses således vara mindre värdefulla för företagets framgång, och kvinnors prestationer och potential undervärderas därför i jämförelse med mäns (IBM och Chief, 2023). Denna uppfattning skulle således kunna förklara varför aktiemarknaden, som ska agera rationellt och maximera sin avkastning, influeras av icke-finansiella faktorer som könsstereotyper vid investeringsbeslut. Att kvinnor tenderar att få tillträda ledarskapsrollen i krisande bolag, där risken för misslyckande är stor, kan ytterligare förstärka den kritiska bilden av kvinnor i ledarskapsroller.

Mot denna bakgrund kan vi börja förstå att reaktionen på kvinnliga VD:ar inte nödvändigtvis baseras på ett finansiellt rationellt beteende, eller följer vedertagna ekonomiska teorier om effektiva marknader (Fama, 1970), utan att det snarare kan handla om cementerade könsnormer och en ojämn spelplan där männen gynnas.

1.2 Problemformulering

Synen på jämställdhet och kvinnors deltagande på arbetsmarknaden och i ledande positioner förändras i snabb takt; en utveckling i vilken Sverige anses ligga i framkant (World Economic Forum, 2022). Trots detta uppnådde kvinnor enbart 12% av VD-posterna på Stockholmsbörsen år 2023 (Allbright, u.å).

Idag ser vi i Sverige en större andel kvinnliga studenter än manliga på universitet och högskola, en trend som startade redan på 1970-talet (Universitets Kanslers Ämbetet, 2023).

Bristen på kvalificerade kvinnliga kandidater anges ändå frekvent som en orsak till den låga representationen i ledande positioner, ett argument som Löfström redan 2008 konstaterade är svagt, då hon hävdade att det istället är bolagens struktur och rekryteringsprocesser som hindrar kvinnor från att avancera till toppositioner. Uppfattningen delas med jämställdhetsorganisationer som Allbright, vilka menar att kvinnors representation i styrelser utgör en viktig del för jämställdhetsutvecklingen i svenskt näringsliv (Ternby, 2022).

Zajac och Westphal (1996) påvisar att styrelsens demografiska sammansättning har en stark inverkan på valet av ny VD, ofta i riktning mot att den nya VD:n demografiskt liknar styrelsen. Sveriges erkända jämställdhetsnivå har bidragit till att svenskt näringsliv kunnat undgå EU-lagen om könskvotering i bolagsstyrelser för börsnoterade bolag, vilket mötts av både kritik och bifall, där Svenskt Näringsliv välkomnar undantaget och anser att det är ägarna som bör avgöra vem som är bäst lämpad för en styrelsepost, inte kvotering (Ternby, 2022). Att inte lagstifta om könskvotering samt den rådande fördelningen där 36,1% av styrelsemedlemmarna i Sverige är kvinnor (Wagman, 2024) kan således ge insikt i underrepresentationen av kvinnor i VD-positionen och synen på kvinnliga ledare. Bilden av ett jämlikt svenskt näringsliv börjar därmed blekna.

Kvinnors representation i det svenska näringslivet problematiseras även av organisationen AllBright som riktar kritik mot Svenskt Näringslivs inställning till könskvotering och deras tillfredsställelse med hur långt Sverige redan kommit i jämställdhetsutvecklingen. AllBright varnar för att denna attityd kan leda till en falsk känsla av trygghet i jämställdhetsfrågor, vilket riskerar att hämma eller sakta ned utvecklingen i jämförelse med andra EU-länder (Terneby, 2022). I sin årsrapport använder organisationen även glasbranten som en möjlig förklaring till kvinnors underrepresentation på VD-posten (Allbright, 2022), trots att teorin ursprungligen är baserad på studier som undersöker tillsättningen av kvinnor i styrelser. Stöd för teorin har funnits inom andra fält, såsom inom rättsväsendet och politiken, men studien som applicerat teorin på VD-rollen kunde inte finna ett sådant samband och avser inte heller den svenska marknaden (Adams, Gupta och Leeth, 2009). Trots detta används teorierna och

studierna frekvent i försök att förklara kvinnors underrepresentation på VD-posten på den svenska marknaden; men är det lämpligt? Om svensk media och näringsliv felaktigt hänför kvinnors underrepresentation till dessa fenomen riskerar de verkliga problemen och orsakerna att förbises, vilket istället kan hämma jämställdhetsutvecklingen.

Som Knaggård Wendt och Olby Kimondo (2023) beskrev det, är den svenska debatten om kvinnor i näringslivet att likna vid toppen av ett isberg, där de verkliga problemen gömmer sig under ytan. Genom att studera glasbrantsteorin och eventuella skillnader i aktiemarknadens reaktioner vid tillkännagivandet av ny VD beroende på kön, kan studien utgöra en viktig pusselbit för att förstå huruvida vedertagna förklaringar till hur manliga och kvinnliga ledare uppfattas och utnämns är tillämpbara i "det jämställda Sverige", eller om de verkliga problemen fortsatt gömmer sig under ytan.

1.3 Syfte och frågeställning

Mot bakgrund och problemformulering syftar studien till att testa om det finns en skillnad mellan aktiemarknadens omedelbara reaktioner vid tillkännagivanden av kvinnliga VD:ar jämfört med manliga VD:ar. Vidare ämnar studien att studera glasbrantsteorins applicerbarhet på svenska börsnoterade bolag genom att empiriskt testa om företag som presterat sämre med större sannolikhet utser en kvinnlig VD än en manlig VD. Dessa fenomen analyseras därefter i syfte att bidra till diskursen om hur kvinnliga VD:ar uppfattas och tillsätts i svenska börsnoterade bolag.

1.3.1 Frågeställning

1. Skiljer sig aktiemarknadens omedelbara reaktion på tillkännagivandet av en kvinnlig VD jämfört med en manlig VD för företag listade på Stockholmsbörsen?

2. Är sannolikheten högre att ett företag på Stockholmsbörsen utser en kvinnlig VD än en manlig VD om tillkännagivandet föregåtts av en period med sämre prestation?

2. Teoretiskt ramverk

Avsnittet redogör för de teoretiska perspektiv och begrepp centrala för studien, inklusive den effektiva marknadshypotesen, signaleringsteorin ur ett genusperspektiv samt teorin om glasbranten. Därefter presenteras de hypoteser som utifrån den teoretiska ramen formulerats, vilka skapar en grund för studiens empiriska prövning.

2.1 Effektiva marknadshypotesen

Eugene Famas effektiva marknadshypotes (EMH) (1970) är en viktig referensram för att förstå hur finansiella marknader reagerar på ny information, inklusive kortsiktiga reaktioner på händelser som tillkännagivandet av ny VD. Teorins grundläggande antagande är att marknadspriser omedelbart reflekterar all tillgänglig information (Fama, 1970), vilket innebär att alla faktorer som potentiellt kan påverka företagsvärdet reflekteras i aktiekursen så snart informationen blir tillgänglig. Senare forskning identifierar den halvstarka formen av EMH som mest verklighetsnära, och ligger således till grund för denna studies metod vid fastställandet av antalet dagar som marknaden behöver för att absorbera ny information (Leković, 2018).

Om marknaden är effektiv enligt EMH, som antar att investerare agerar rationellt, bör könet på den tillträdande VD:n endast ha en omedelbar inverkan på marknadsreaktionerna om investerare bedömer att det påverkar företagets framtida ekonomiska utsikter (Fama, 1970). Huruvida en ny kvinnlig VD kan säga något om potentiell avkastning är tvetydigt; Powell och Ansic (1997) visar i sin studie att tillsättningen av en kvinnlig VD påverkar företagets strategi och prestation, vilket i sin tur kan påverka aktieavkastningen. Andra bevis tyder dock på att närvaron av en kvinnlig VD inte alls har någon påverkan på värderingen av företaget och att företag som drivs av kvinnor inte löper större risk att gå i konkurs eller generera lägre inkomster än företag drivna av män (Kallenberg och Leicht, 1991).

"Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance" av Andrei Shleifer (2000) utgör en grundläggande kritik mot den effektiva marknadshypotesen (EMH) genom att lyfta fram betydelsen av beteendeekonomi inom finansmarknaderna. Shleifer argumenterar för att marknader ofta är ineffektiva på grund av systematiska beteendebias hos investerare, där de inte alltid kan antas agera rationellt. Kritiken blir således relevant för denna studie, då den understryker att marknadsreaktioner kan påverkas av andra faktorer än enbart finansiella, där tidigare studier både visat att reaktionerna skiljer sig åt beroende på den nya VD:ns kön (Lee och James, 2007) medan andra studier inte finner ett sådant samband (Ola och Proffitt, 2015). Om VD:ns kön, som en icke-finansiell faktor, har betydelse för investerare på Stockholmsbörsen kan detta leda till att marknaden reagerar annorlunda när en kvinna jämfört med en man tillkännages som ny VD. Detta utmanar EMH genom att antyda att investerare inte agerar rationellt då de påverkas av beteendeekonomiska faktorer, vilket kan resultera i temporära abnormala avkastningar.

Effektiva marknadshypotesen, tillsammans med Schleifers kritik (2000), skapar således en referensram för studiens hypotesformulering utifrån vilken en mer omfattande analys utförs för de komplexa interaktioner mellan investerarbeteende och aktiekursfluktuationer. Hur icke-finansiella faktorer som könsbias kan påverka marknadsreaktioner kan således i studien bidra med relevanta insikter kring hur kvinnor och män i ledarpositioner uppfattas på den svenska finansmarknaden finansiella marknader, och hur dessa uppfattningar reflekteras i aktiekursen.

2.2 Signaleringsteori ur ett genusperspektiv

Signaleringsteorin introducerades av Spence (1973), och skapar ett ramverk för analys av hur aktörer på en marknad med asymmetrisk information, via signalering, kommunicerar avsikter och kvaliteter. Connelly et al. (2011) betonar hur signaleringsteorin är applicerbar på finansiella marknader där företag strategiskt formar intressenters perception och förväntningar genom dessa signaler, via allt från finansiella rapporter till ledningsstruktur. Ett tillkännagivande av att en ny VD ska tillsättas kan således bli en signal för aktiemarknaden

att tolka, och tillämpningen av signaleringsteorin erbjuder ett verktyg för analys av hur signalen om ledarskapsskiften tolkas av finansmarknaderna.

Forskning tyder på att även om marknaden teoretiskt bör värdera ledare baserat på deras förväntade bidrag till företaget, kan existerande stereotyper och kulturella normer leda till att kvinnliga VD:ar uppfattas annorlunda än manliga (Adams och Ferreira, 2009). Forskning av Schein et al. (1996) belyser hur ledarskapspositioner traditionellt associeras med manlighet, då de egenskaper som vanligtvis anses önskvärda hos en ledare ofta överlappar med stereotypiskt manliga karaktärsdrag. I linje med detta beskriver Eagly och Karaus teori om rollkongruens (2002) hur etablerade könsstereotyper påverkar synen på vem som anses lämplig för ledarskapspositioner. Kvinnor associeras vanligtvis med egenskaper som beskrivs som gemenskapsorienterade såsom omsorgsfull, vänlig och kommunikativ. Dessa egenskaper som betonar vikten av mellanmänskliga relationer och stöd står således i kontrast till de självhävdande egenskaper som traditionellt efterfrågas i en ledarroll, vilka innefattar beslutsamhet, självständighet och dominans; attribut som traditionellt tillskrivs män. Skillnaden mellan könsstereotyper och de kvaliteter som anses önskvärda för ledarskap kan därmed leda till att kvinnor bedöms mindre lämpliga för ledande positioner, och att kvinnor i ledarskapsroller undervärderas (Eagly och Karau, 2002).

I sin teori om tokenism beskriver Rosabeth Moss Kanter (1977) hur individer från underrepresenterade grupper tenderar att misstolkas eller undervärderas på grund av förutfattade meningar kopplade till deras sociala kategori. Dessa erhåller ofta en token-status och behandlas därmed som representanter för hela sin sociala kategori, snarare än som autonoma individer. Sådan status medför oproportionerligt stor uppmärksamhet och höga förväntningar, samt att tokens ofta placeras i en stereotyp såsom "moder" eller "järnlady" (Kanter, 1977). Denna problematik framträder således för kvinnor i VD-positioner, där den miljö de befinner sig i enligt Kanters teoretiska ramverk kan ses som "snedvridna grupper" där kvinnor får token-status.

Utifrån dessa teorier kan vi förstå hur investerares uppfattning om en kvinnlig VD som mindre kompetent eller lämplig för ledarskapsrollen än en manlig motsvarighet får effekt i tolkningen av signalen vid ett VD-tillsättande. Om marknaden internaliserat stereotypen att manliga VD:ar är mer önskvärda, kan tillkännagivandet av en manlig VD tolkas som en mer positiv signal medan signalen av en ny kvinnlig VD blir starkare och genererar negativa marknadsreaktioner. Här framkommer kostnadsaspekten i signaleringsteorin (Spence, 1973); ett bolag som exempelvis önskar signalera förändring och gör det genom att tillsätta en kvinnlig VD, riskerar att betala ett högt pris i form av negativa marknadsreaktioner eller kostnader till följd av den kvinnliga VD:ns korta tjänstgöring. En högre kostnad innebär en starkare signal (Spence, 1973), och således kan signalen om en ny VD bli starkare när en kvinna tillsätts, vilket bidrar till hypotesen om att marknadsreaktionerna skiljer sig åt beroende på kön på tillträdande VD:n.

Sammantaget indikerar rollkongruitetsteorin (Eagely och Karau, 2002), Kanters teori om tokenism (1977) och signaleringsteorin (Spence, 1979) att marknadsreaktioner på tillkännagivandet av en ny kvinnlig VD kan vara starkare och mer negativa, medan reaktioner på en ny manlig VD kan vara svagare och positiva. Dessa teorier bildar således en hypotes om att det finns en skillnad i hur marknaden reagerar på en ny VD beroende på kön.

2.3 Glasbranten

Teorin om glasbranten beskriver ett fenomen där kvinnor i större utsträckning placeras i ledande positioner under perioder av organisatorisk kris eller osäkerhet. Teorin presenterades av forskarna Michelle K. Ryan och Alexander Haslam (2005), och ställer sig som ett komplement till den tidigare dominerande uppfattningen om glastaket, ett metaforiskt hinder där kvinnor inte kan avancera till högre ledningsnivåer. I sin studie analyserade Ryan och Haslam (2005) prestationerna hos företag på FTSE 100, och fann att kvinnor faktiskt bryter igenom glastaket och intar ledande positioner, men att detta i stor utsträckning korrelerar med att företagen stod inför nedgångar eller kriser. Organisationer med en historik dominerad av manligt ledarskap tenderar att uppvisa en glasbrant mer frekvent, vilket beror på en bias där

man föredrar att inte förändra ledarskapet om organisationen går bra, men kan överväga ett byte till en kvinnlig ledare som en del av en förändringsstrategi under kris (Bruckmüller och Branscombe, 2010).

I en senare publikation går teorins grundare igenom det senaste decenniet i ljuset av glasbrantsteorin. De finner fortsatt stöd för teorin, men belyser att sambandet där kvinnor tillsätts i kris snarare beror på att kvinnor ofta tillskrivs egenskaper som anses gynnsamma under kriser, exempelvis samarbetsförmåga och empati, och att dessa kvaliteter kan bidra till att beslutsfattare föredrar kvinnliga kandidater för ledarskapsroller under osäkra förhållanden (Ryan et.al, 2016). I enlighet med tidigare nämnd forskning om rollkongruens och tokens, bekräftar även teorin om glasbranten att kvinnor inte bara oftare utnämns till ledarpositioner under turbulenta tider, utan även möter mer kritiska bedömningar och högre förväntningar än sina manliga motsvarigheter. Risken för negativ kritik och yrkesmässigt misslyckande oberoende av deras faktiska prestationer ökar således, och gör att kvinnor löper större risk att "falla ned för glasbranten" (Bruckmüller och Branscombe, 2010).

Den enda studie som testat teorins applicerbarhet på kvinnor i VD-rollen gjordes på den amerikanska marknaden av Adams, Gupta och Leeth (2009), och de fann inte stöd för att teorin omfattar kvinnliga VD:ar. Trots detta används teorin frekvent i svensk media för att förklara varför kvinnor är underrepresenterade i VD-rollen, samt varför de kvinnor som ändå utses till VD i genomsnitt sitter på posten kortare än sina manliga motsvarigheter (Allbright, 2022). Det råder därmed, även i Sverige, en uppfattning om att kvinnor tillsätts som VD i krisande bolag i högre utsträckning än män, vilket ligger till grund för en hypotes som testar huruvida detta samband kan observeras på Stockholmsbörsen.

2.4. Hypotesformulering

Hypotesformuleringen utgår från tidigare studier om att tillkännagivandet av ett VD-byte har betydande implikationer för aktiekursen, då det fungerar som en indikation på potentiella förändringar i ledarskapet och företagets strategiska riktning. Vidare bygger formuleringen på studiens teoriram som indikerar att ny information om tillsättandet av en kvinnlig respektive manlig VD skapar olika marknadsreaktioner på grund av könsbias- och normer, samt att signalen av att en kvinna ska tillsättas som VD är starkare på grund av den associerade kostnaden.

Hypotes 1:

H_0: Det finns inte en skillnad i genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning vid tillkännagivandet av en ny manlig VD jämfört med tillkännagivandet av en ny kvinnlig VD.

H_A: Det finns en skillnad i genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning vid tillkännagivandet av en ny manlig VD jämfört med tillkännagivandet av en ny kvinnlig VD.

Studiens andra hypotes formuleras utifrån den teoretiska ramen vilken indikerar att företag med sämre prestation är mer benägna att tillsätta en kvinnlig VD.

Hypotes 2:

H_0: Sannolikheten att ett företag utser en kvinnlig VD jämfört med en manlig VD är inte högre om tillkännagivandet föregåtts av en period med sämre prestation.

H_A: Sannolikheten att ett företag utser en kvinnlig VD jämfört med en manlig VD är högre om tillkännagivandet föregåtts av en period med sämre prestation.

3. Metod

Avsnittet beskriver det metodologiska ramverk som använts för att genomföra studien, med syfte att beskriva det vetenskapliga förhållningssätt samt systematiska forskningsdesign som använts för datainsamling, urval och hypotestest.

3.1 Vetenskapligt förhållningssätt

3.1.1 Vetenskapliga perspektiv

Studien antar ett vetenskapligt perspektiv förankrad i positivism, vilket bygger på en objektivistisk ontologi och reflekterar en grundläggande syn på kunskapens natur och hur den bäst kan förvärvas. Det positivistiska förhållningssättet betonar empirisk datainsamling och kvantitativ analys för att testa och utvärdera hypoteser som härleds från etablerade teorier (Bryman och Bell, 2017). Denna ansats innebär att forskningen syftar till att verifiera eller motbevisa teoretiska antaganden genom en systematisk undersökning, vilket överensstämmer med studiens syfte att objektivt mäta och analysera aktiemarknadsreaktioner samt omständigheterna kring annonsering av ny VD. Genom ett positivistiskt arbetssätt, där objektivitet är centralt, skapas en robust metodologisk grund som möjliggör en djupgående undersökning av det valda ämnet, samtidigt som det främjar en transparent och replikerbar forskningsprocess (Jacobsen, 2002).

3.1.2 Vetenskapligt angreppssätt och forskningsstrategi

Studien grundar sig i positivistisk kunskapsteori och tillämpar därmed en deduktiv metod, där hypoteser formuleras baserat på den redan etablerade teorin inom forskningsfältet och sedan prövas empiriskt (Bryman och Bell, 2017).

Kvantitativ metod tillämpas, vilket överensstämmer med den deduktiva ansatsen samt studiens syfte att utifrån etablerade teorier formulera och empiriskt pröva hypoteser (Bryman och Bell, 2017). Vidare betonar kvantitativ forskning kvantifiering i datainsamling och analys (Bryman och Bell, 2017), vilket är lämpligt i denna studie som kvantitativt mäter och

analyserar aktiekursrörelser vid VD-annonsering samt glasbrantsteorin. Ansatsen är således i linje med positivismens principer om att sociala fenomen kan studeras på ett objektivt och mätbart sätt. Genom en kvantitativ strategi kan studiens teoretiskt härledda hypoteser testas systematiskt, vilket möjliggör en transparent och replikerbar forskningsprocess, som är centralt inom den positivistiska traditionen.

3.2 Forskningsdesign

Hypotes 1 avser aktiekursrörelser runt händelsefönstret och testas i denna studie genom MacKinlays eventstudie (1997), för vilket tillvägagångssättet beskrivs i 3.2.1. Hypotes 2 formuleras ur teorin om glasbranten och testas med en probitregression, och tillvägagångssättet beskrivs i 3.2.2.

3.2.1 Eventstudie

MacKinlay (1997) framhåller att eventstudiemetoden är en väletablerad kvantitativ forskningsmetod inom företagsekonomi och finansiell ekonomi för att analysera hur marknaden reagerar på vissa händelser. Metoden möjliggör en systematisk analys av den abnormala avkastningen på aktiekurserna vid tidpunkten för ett specifikt event, i detta fall runt tillkännagivandet av en ny VD. Även McWilliams och Siegel (1996) betonar att eventstudiemetoden är särskilt lämplig för att mäta och utvärdera aktiekursens rörelser runt ett event, vilket indikerar att en eventstudie kan användas för att uppnå studiens syfte att undersöka aktiekursens rörelse runt annonseringsdatumet av en ny VD.

Studien följer MacKinlays eventstudie (1997) som inkluderar följande steg:

1. Definition av event (3.2.1.1)
2. Definition av estimerings- och eventfönster (3.2.1.2)
3. Urval och datainsamling (3.2.1.3)
4. Beräkning av normal avkastning (3.2.1.4)
5. Beräkning av den abnormala avkastningen (AR) (3.2.1.5)
6. Beräkning av kumulativ abnormal avkastning (CAR) (3.2.1.6)

7. Signifikans- och hypotesprövning med ACAR (3.2.1.7)

3.2.1.1 Definition av event

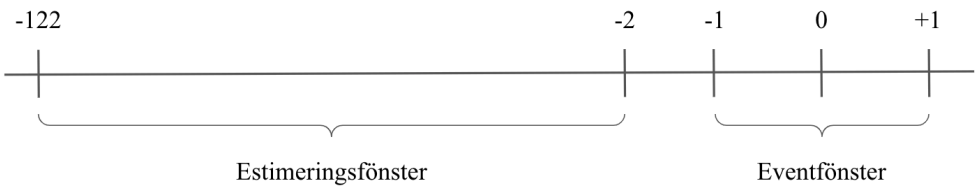
I denna studie definieras eventet som datumet då ett företag publikt annonserar att en ny VD tillsätts.

3.2.1.2 Definition av estimerings- och eventfönster

Estimeringsfönster definieras i denna studie som den tidsperiod före eventet för vilken data insamlas och används för att estimera normal avkastning för aktien, och exkluderar således eventet och eventfönstret (MacKinlay, 1997). Estimeringsfönstret är 120 dagar, ett vanligt tidsspann för att kunna estimera parametrar för beräkning av normal avkastning genom marknadsmodellen (MacKinlay, 1997).

Eventfönstret är den tidsperiod runt eventet som kommer att analyseras (MacKinlay, 1997). Tidigare forskning som undersöker samma fråga har tillämpat olika längd på eventfönster där Lee och James (2007) tillämpade ett 3 dagar långt eventfönster (-1, +1) medan Ola och Proffitt (2015) tillämpade ett 11 dagar långt eventfönster (-5, +5). Utifrån studiens syfte att undersöka den omedelbara reaktionen samt antagandet att marknaden reagerar effektivt på ny, publik information (Fama, 1970; Leković, 2018), tillämpar studien ett 3 dagar långt eventfönster (-1, +1).

Figur 1. *Estimerings- och eventfönster.*



3.2.1.3 Urval och datainsamling

Urvalet omfattar företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm inom segmenten Large-, Mid-, och Small Cap, och som annonserat ny VD under perioden 2001-01-01 till 2023-12-31. Den valda perioden möjliggör att tillräckligt många observationer som avser kvinnor insamlas och därmed kan testas kvantitativt. Utsökningen och insamlingen av bolagen som är listade på Stockholmsbörsen hämtas via Nasdaq OMX Nordic, tillsammans med bolagsnamn, ISIN-nummer, valuta, industrisektor och ICB-kod.

Utifrån listan över börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen görs urvalet i följande ordning:

1. Datum för börsnotering. Eftersom att studien avser analysera aktiekursen runt datumet en ny VD tillkännages, behöver bolaget ha varit börsnoterat vid annonseringstillfället. Datum för börsnotering för respektive bolag utläses från aktiekurssidan på Avanzas hemsida. I studien insamlas endast observationer för bolag som annonserat en ny VD efter börsnotering.

2. Insamling av datum och kön. Vidare används datakällorna Retriever Research (Mediearkivet), Factiva och i vissa fall bolagens egna hemsidor för att insamla datum då respektive bolag annonserat en ny VD. Samtliga annonseringar för respektive bolag insamlas givet att tidigare nämnda kriterier (datum för börsnotering samt urvalsperiod) uppfylls. I samband med att datumet inhämtas, noteras även kön på den nya VD:n som i databasen benämns “kvinna” eller “man”.

Utsökningen görs i databaserna genom sökningen: *"ny vd" organization: "X"*, där X representerar det bolaget som sökningen avser. Informationen och datumet för annonseringen säkerställs vid behov via bolagens egna hemsidor under pressmeddelanden.

3. Insamling av bolagens historiska aktiekurser. Historiska slutkurser (last quote) för samtliga bolag listade på Stockholmsbörsen under den valda perioden inhämtas via FinBas tillgänglig via Stockholm House of Research Data Center. Datan matchas med studiens observationer

mot ISIN-nummer och organiseras för varje observations estimerings- och eventfönster. Därefter beräknas daglig procentuell avkastning i estimerings- och eventfönstret för respektive observation.

4. Insamling av OMXSPI historiska aktiepris. För att skatta marknadsportföljen i marknadsmodellen används OMX Stockholm PI (OMXSPI), då den inkluderar samtliga listade aktier på Stockholmsbörsen och därav erbjuder en bred bild av marknadens prestation. Historiska slutkurser (closing price) för marknadsportföljen OMXSPI under den valda perioden inhämtas via Nasdaq OMX Nordic. Dessa matchas mot datum för observationernas estimerings- och eventfönster och daglig procentuell avkastning beräknas.

Tabell 1. Hypotes 1: Urval och bortfall

Studiens urval och bortfall	**Män**	**Kvinnor**	***Totalt***
Totalt antal observationer	602	92	*694*
Bortfall			
Avsaknad data	276	29	*305*
Extremvärden	5	1	*6*
Antal observationer i studien	**331**	**62**	***393***

Insamlingen av datum då en ny VD tillkännagivits uppgår till totalt 694 observationer. På grund av att slutkurs antingen helt eller delvis saknas i FinBas under flera bolags estimerings- och eventfönster, exkluderas dessa observationer ur studien. Slutkurserna för marknadsportföljen är kompletta i högre utsträckning, men saknas för vissa datum. Observationer vars estimerings- eller eventfönster infaller på dessa datum kan därför inte inkluderas i studien.

5. Slutligt urval. Det slutliga, totala antalet observationer i urvalet är 393, varav 331 avser datum då en man utnämnts till ny VD, och 62 avser datum då en kvinna utnämnts till ny VD. Studiens insamlade observationer innehåller delvis flera VD-tillsättningar inom samma bolag.

Dessa behandlas som enskilda observationer och särskiljs inte i analyserna, vilket kan medföra en risk att bolag med flera VD-byten snedvrider resultatet.

3.2.1.4 Beräkning av normal avkastning

Den normala avkastningen är den avkastning som förväntas om eventet inte hade inträffat, och estimeras för att kunna beräkna abnormal avkastning. Studien tillämpar marknadsmodellen för att uppskatta den normala avkastningen, då det är en vedertagen metod inom eventstudieforskning (MacKinlay, 1997). Tidsperioden som tillämpas är det tidigare fastställda estimeringsfönstret på 120 dagar.

Formel för marknadsmodellen: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$, där $E(\varepsilon_{it}) = 0$ och $var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2_{\varepsilon_i}$

R_{it} = normal avkastning för aktie *i* under period *t*

R_{mt} = avkastning för marknadsportföljen under period *t*

α_i = osystematisk risk för aktie *i*

β_i = systematisk risk för aktie *i*

ε_{it} = felterm för aktie *i* under period *t*

α_i och β_i beräknas först utifrån daglig avkastning för aktien och marknaden under respektive observations estimeringsfönster. Respektive observations α_i och β_i används sedan för att beräkna den normala avkastningen R_{it} för respektive observation och dag i eventfönstret.

3.2.1.5 Beräkning av abnormal avkastning (AR)

Den abnormala avkastningen (AR) är skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen. AR beräknas för respektive dag i eventfönstret.

Formel för AR: $AR_{it} = r_{it} - R_{it}$

AR_{it} = abnormal avkastning för aktie *i* under perioden *t*

r_{it} = faktiskt avkastning för aktie *i* under perioden *t*

R_{it} = normal/förväntad avkastning för aktie *i* under perioden *t* enligt marknadsmodellen

3.2.1.6 Beräkning av kumulativ abnormal avkastning (CAR)

Den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) beräknas då eventfönstret spänner över en tidsperiod större än 1 dag (MacKinlay, 1997). I denna studie där eventfönstret är tre dagar, beräknas CAR som summan av den abnormala avkastning för respektive dag.

Formel för CAR: $$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{n} AR_{it}$$

3.2.1.7 Signifikans- och hypotesprövning

Den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) i eventfönstret beräknas för samtliga observationer, och används för att aggregera de enskilda varianserna till signifikansberäkningen, vilken görs med t-test för att fastställa huruvida den abnormala avkastningen är signifikant skild från noll (MacKinlay, 1997).

Formel för AAR: $$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} AR_{it}$$

Med dessa estimat beräknas den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för eventfönstret.

Formel för ACAR: $$\overline{CAR}_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_{it}$$

Formel för var(ACAR): $$var(\overline{CAR}_i(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} var(\overline{AR}_{it})$$

Utifrån dessa genomförs hypotestprövningen (t-test) där studien testar huruvida ACAR signifikant skiljer sig från 0, i vilket fall nollhypotesen kan förkastas (MacKinlay, 1997).

3.2.2 Probitregression

För att testa studiens andra hypotes om en kvinna har större sannolikhet att tillsättas efter att företaget presenterat sämre genomförs en probitregressionsanalys. Probitmodellen är särskilt bra på att uppskatta sannolikheter och tillämpas när den beroende variabeln är binär och är således lämplig för att testa studiens andra hypotes där den nya VD:ns kön kodas 1 för kvinna och 0 för man.

För denna hypotes skapas variabler från bokslutsdata för de listade bolagen i urvalet. Modellens statistiska signifikans mäts med Likelihood Ratio (LR) Chi-square Test som jämför modellen med en modell utan oberoende variabler. Värdet för LR chi-square beräknas, och dess p-värde bedöms. Ett p-värde under 0.05 indikerar att modellen är statistiskt signifikant, vilket innebär att den förklarar variationen i den beroende variabeln bättre än en modell utan förklaringsvariabler.

3.2.2.1 Oberoende variabel

Tidigare studier som empiriskt testar teorin om glasbranten har mätt och definierat "kris" på olika sätt, och en viktig uppgift i denna studie är därför att identifiera en lämplig och mätbar definition av "kris" eller sämre prestation. Krismåttet är regressionens oberoende variabel, som därmed används för att mäta om och hur den påverkar sannolikheten att den beroende variabeln ska anta värdet 0 eller 1 (manlig eller kvinnlig VD).

I studien används försämring i omsättning som oberoende variabel som ett mått på "kris", en indikation på att företaget presterat sämre. För varje observation (ett företags annonseringsdatum för ny VD) insamlas data för omsättningen ett, respektive två år innan tillkännagivandet av en ny VD. Förändringen av omsättningen som kan uppmätas innan tillkännagivandet av en ny VD beräknas i procent enligt följande formel:

$$\text{Procentuell förändring i omsättning} = \frac{(Omsättning\ År_{-1} - Omsättning\ År_{-2})}{Omsättning\ År_{-2}}$$

Kvoten beräknas för samtliga observationer. För att kategorisera observationerna i företag som presterat sämre respektive bättre, fördelas de runt medianen. Observationerna tilldelas dummy=1 om procentuell förändring i omsättning är sämre än medianen och dummy=0 om procentuell förändring i omsättning är bättre än medianen.

Koefficienten för den oberoende variabeln, som skapas av probitregressionen, visar endast riktningen i vilken den oberoende variabeln påverkar sannolikheten av den beroende variabeln (kvinnlig eller manlig VD). Studiens oberoende variabel, förändring i omsättning, antar värdet 1 om förändringen i omsättningen är sämre än medianen för observationerna. En positiv koefficient indikerar därmed att en ökning av den oberoende variabeln, det vill säga sämre förändring i omsättning, ökar sannolikheten för en kvinnlig VD. Om den oberoende variabeln har en negativ koefficient indikerar det istället att sannolikheten för en kvinnlig VD minskar när omsättningen är sämre. För att besvara hypotesen om glasbrantsteorin förväntas koefficienten för den oberoende variabeln anta ett positivt värde. Det skulle indikera att en försämring av omsättning ökar sannolikheten för att en kvinnlig VD tillsätts.

För att dessa tolkningar ska vara giltiga, behöver koefficienternas p-värden vara signifikanta. Ett signifikant p-värde (mindre än 0.05) tyder på att effekten av den oberoende variabeln på utfallet är statistiskt pålitlig, och troligen inte ett resultat av slumpmässiga variationer i datan. Om p-värdet inte är signifikant, kan vi inte säga att det finns en verklig effekt från den oberoende variabeln på utfallet.

För vidare tolkning av hur den oberoende variabeln påverkar sannolikheten att en kvinna är VD, används marginaleffekter, som beräknas efter att probitmodellen har anpassats. Marginaleffekten redovisas endast om koefficientens p-värde är signifikant. För studiens oberoende variabel som är binär utläses marginaleffekten som skillnaden i sannolikheten för

det beroende utfallet när den binära variabeln går från 0 till 1. Om marginaleffekten exempelvis är 0.05 tolkas den som att sannolikheten för en kvinnlig VD är 5 procentenheter högre när ett bolag går från att presterat över medianen (0) till att prestera under medianen (1).

3.2.2.2 Kontrollvariabler

Kontrollvariabler används för att säkerställa att den verkliga effekten av den primära oberoende variabeln isoleras. Valet av kontrollvariabler baseras delvis på en tidigare studies val av kontrollvariabler (Adams, Gupta och Leeth, 2009) samt av motiveringarna som följer nedan. Variablernas koefficient och marginaleffekt tolkas på samma sätt som ovan beskrevs för den oberoende variabeln, med undantag för att kontinuerliga variabler visar hur sannolikheten förändras vid en enhets ökning av kontrollvariabeln.

Följande kontrollvariabler används i denna studiens probitregression:

Totala tillgångar: Kontinuerlig variabel för bolagens totala tillgångar och fungerar som en kontroll för företagets storlek, vilket kan påverka valet av VD. Större bolag kan ha andra preferenser och urvalskriterier än mindre bolag.

Avkastning på eget kapital, ROE: ROE visar hur effektivt företaget använder sitt eget kapital för att generera vinst. Ett högre ROE indikerar att företaget effektivt genererar vinst med det kapital som aktieägarna har investerat.

Avkastning på totala tillgångar, ROA: ROA visar hur effektivt företaget använder sina totala tillgångar för att generera vinst. ROA ger en bredare bild av lönsamheten eftersom det inkluderar alla tillgångar, inte bara eget kapital.

Måttet ROE och ROA har använts i tidigare forskning som följs vid valen av denna studies kontrollvariabler (Adams, Gupta och Leeth, 2009).

År för tillkännagivande av ny VD: Måttet anger det år som en ny VD annonserades och fångar därmed trenden att fler kvinnliga VD tillsatts på senare år och används för att pröva modellen samt ge den statistisk signifikans.

Antal anställda: Kontinuerlig variabel för att ytterligare kontrollera företagets storlek. Variabeln har använts i tidigare forskning (Adams, Gupta och Leeth, 2009**).**

ICB-kod: Koden står för "Industry Classification Benchmark" och är ett system för att klassificera företag baserat på deras huvudsakliga verksamhet och bransch. Måttet används för att kontrollera för industri- eller branschspecifika faktorer.

Genom att inkludera dessa kontrollvariabler i probitregressionen kan vi i något större utsträckning isolera effekten av den oberoende variabeln på sannolikheten för att en kvinna tillsätts som VD.

3.2.2.3 Datainsamling och urval

Data för probitregressionen inhämtas på Retriever Business filtrerat på bolagen listade på Large, Mid och Small Cap. För dessa bolag inhämtas data för omsättning, totala tillgångar, avkastning på eget kapital, avkastning på totala tillgångar och antal anställda. Datan som inhämtas från Retriever Business matchas med studiens observationer mot företagsnamn. Omsättning beräknas enligt tidigare beskrivning, övriga variabler avser året innan respektive observation (datum för tillkännagivande av ny VD).

Urvalet för studiens andra hypotes utgår från de 694 insamlade observationerna som beskrivs i 3.2.1.3. För detta urval inhämtas data för den oberoende variabeln och kontrollvariablerna på Retriever Business databas. Databasen finns tillgänglig från år 2004, och bokslutssiffror för år 2023 finns inte ännu tillgängliga. Eftersom beräkningen av den oberoende variabeln kräver data för två år innan tillkännagivandet används observationer från och med 2006.

Urvalsperioden för studiens andra hypotes är således 2006-2022, vilket förklarar att det totala urvalet för hypotes 2 är mindre.

Tabell 2. Hypotes 2: Urval och bortfall

Studiens urval och bortfall	Män	Kvinnor	Totalt
Totalt antal observationer	546	82	628
Bortfall			
Avsaknad data	194	34	228
Antal observationer i studien	**352**	**48**	**400**

Nedan presenteras deskriptiv statistik för de kontrollvariabler som kan mätas numeriskt.

Tabell 3. Deskriptiv statistik över oberoende variabel och kontrollvariabler

Variabler	**Medelvärde**	**Median**	**Minimum**	**Maximum**
Försämring i omsättning (%)	1.16%	0.07%	0.13%	5.76%
Totala tillgångar (TKR) (SEK)	31 907 253	5 544 500	21 335	724 365 000
ROE (%)	13.66%	14%	-394.40%	283.10%
ROA (%)	5.46%	6.90%	-160.20%	67%
Antal anställda	7923	1120	2	282028

4. Resultat och analys

I detta avsnitt redovisas det empiriska resultatet och analysen av studiens dataanalys, inklusive deskriptiv statistik, hypotesprövningar och robusthetstest.

4.1 Deskriptiv statistik

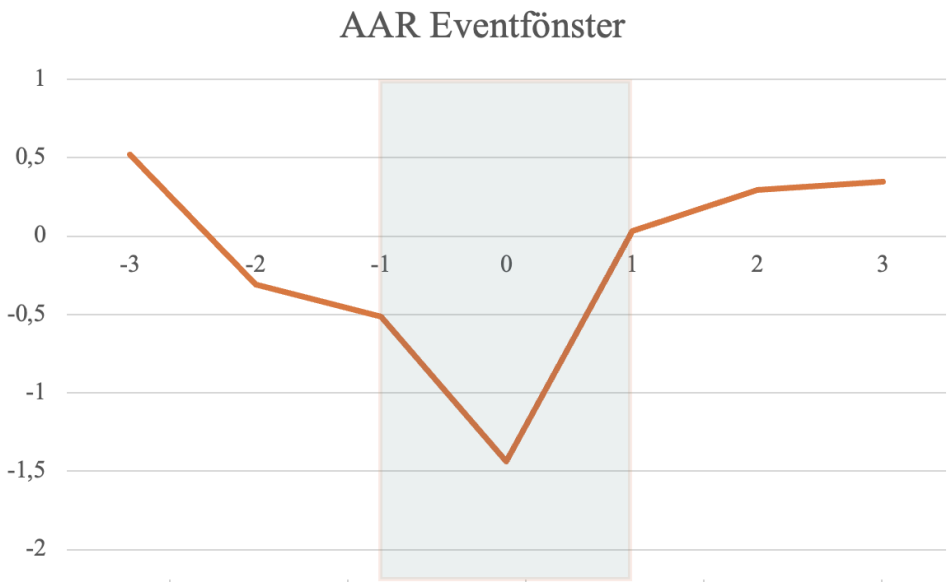
Tabell 3 presenterar deskriptiv statistik för ACAR (genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning) under det tre dagar långa eventfönster (från dag -1 till +1) för manliga respektive kvinnliga VD-tillsättningar. Den dagliga avkastningen som ligger till grund för beräkningen av ACAR har beräknats i procent (%).

Kolumnen "Deskriptiv statistik (ACAR)" listar de statistiska måtten medelvärde, median, standardavvikelse, minimum och maximum. Kolumnen "Män" visar dessa mått för ACAR för manliga VD-tillsättningar, medan kolumnen "Kvinnor" visar motsvarande mått för kvinnliga VD-tillsättningar. Alla värden anges i procent (%).

Tabell 4. Deskriptiv statistik för ACAR i eventfönstret för män respektive kvinnor.

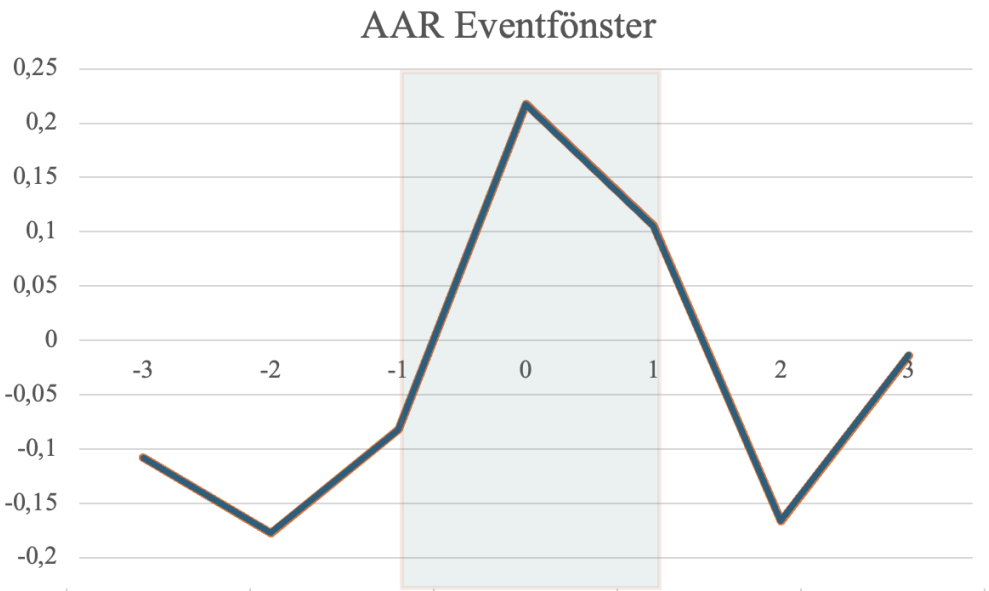
Deskriptiv statistik (ACAR)	**Män**	**Kvinnor**
Medelvärde	0.18	0.13
Median	0.10	0.12
Standardavvikelse	1.67	1.70
Minimum	-7.02	-3.96
Maximum	6.16	5.14

Figur 1. Graf över genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för kvinnligt urval.



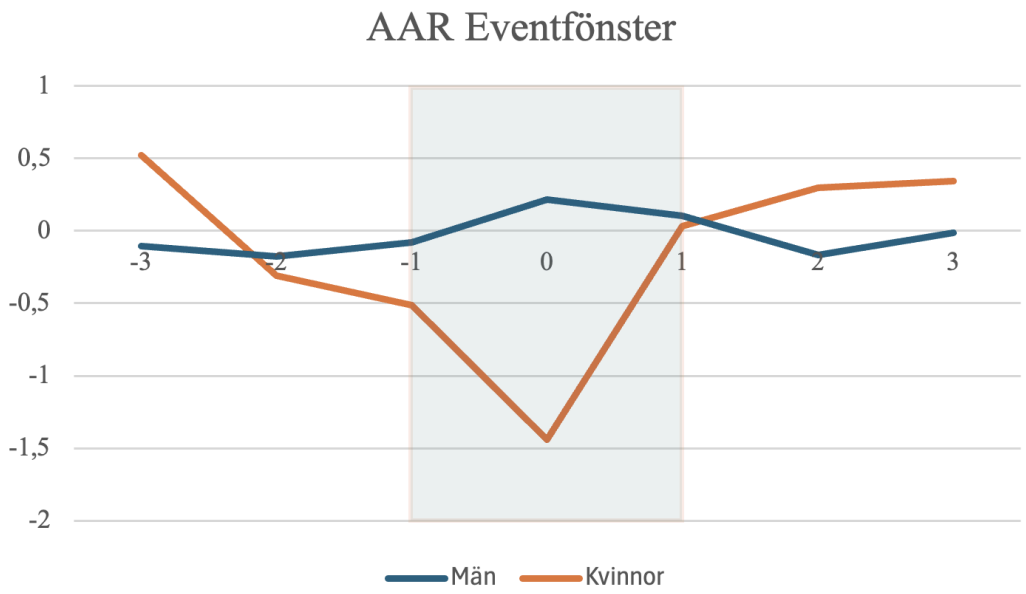
Figur 1 visar genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för kvinnliga VD-tillkännagivanden. Marknaden reagerar initialt negativt på tillkännagivandet, med en tydlig nedgång i abnormal avkastning fram till dagen för tillkännagivandet. Därefter ser vi en återhämtning, där AAR stiger till positiva värden dagen efter tillkännagivandet. Denna V-formade trend tyder på en kortvarig negativ reaktion.

Figur 2. Graf över genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för manligt urval.



Figur 2 visar genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för manliga VD-tillkännagivanden. Marknaden reagerar initialt negativt dagarna före tillkännagivandet, vilket återspeglas i en nedgång i AAR. På tillkännagivelsedagen observeras dock en kraftig positiv reaktion med en markant ökning i AAR. Den positiva effekten snabbt, vilket resulterar i en nedgång i AAR under de följande dagarna som sedan följs av återhämtning.

Figur 3. Graf över genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för manligt och kvinnligt urval



Figur 3 visar genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för både det kvinnliga och manliga urvalet.

4.2 Hypotesprövning

4.2.1 Stockholmsbörsens reaktion på nya kvinnliga VD:ar

Tabell 5. T-test för hypotes 1.

T-test	H1
t-värde	-0.1948
Pr(T < t)	0.4228
Pr(|T| > |t|)	0.8457
Pr(T > t)	0.5772

** betyder signifikant resultat där p-värdet < 0.05*

H1: Det finns en skillnad i genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning vid tillkännagivandet av en ny manlig VD jämfört med tillkännagivandet av en ny kvinnlig VD på Stockholmsbörsen. Resultatet för hypotes 1 visar ett t-värde på -0.1948 som visar att den genomsnittliga abnormala avkastningen är något lägre för kvinnliga VD-tillkännagivanden (som i testet är den första populationen) än för manliga VD-tillkännagivanden (andra populationen).

Pr(|T| > |t|), som testar om medelvärdena för de två populationerna skiljer sig åt är 0.8457, vilket är högre än signifikansnivån 0.05. Därmed kan nollhypotesen inte förkastas och studien kan inte finna stöd för att marknadsreaktionerna skiljer sig åt beroende på kön på den tillträdande VD:n på Stockholmsbörsen.

Om marknaden är effektiv i enlighet med EMH, har VD:ns kön enbart en omedelbar effekt på marknadsreaktionerna om investerare anser att det har ett inflytande på företagets framtida ekonomiska utsikter (Fama, 1970; Shleifer, 2000). Således kan detta indikera att VD:ns kön inte har någon omedelbar effekt på aktiekursen på den svenska aktiemarknaden, vilket utifrån effektiva marknadshypotesen samt beteendeekonomisk teori (Shleifer, 2000) kan tolkas som att investerare inte anser att en kvinnlig VD inte har särskilt negativt (eller positivt) inflytande på företagets framtida ekonomiska utsikter jämfört med en man (Fama, 1970; Spence, 1973).

Enligt teorin om könsbaserade förväntningar och rollkongruens kan existerande stereotyper om kvinnor som ledare leda till initial skepsis från investerare (Eagly och Karau, 2002; Kanter, 1977). Den uteblivna skillnaden i marknadsreaktionen mellan grupperna tyder på att denna skepsis inte är tillräckligt stark för att påverka marknadspriset signifikant. Utifrån signaleringsteorin kan en möjlig tolkning vara att även om tillkännagivandet av en ny VD fungerar som en signal till marknaden, uppfattar marknaden inte att en kvinna i en ledarroll avviker från normen, vilket motsäger forskningen av Schein et al. (1996).

Vidare beskriver teorin om tokenism (Kanter, 1977) hur kvinnliga VD:ar kan ses som representanter för sin sociala kategori och bedömas mer kritiskt, vilket kan medföra oproportionerligt stor uppmärksamhet och marknadsreaktion. Resultaten visar att marknaden inte reagerar olika på tillsättandet av en manlig eller kvinnlig VD, och kan tyda på att den svenska aktiemarknaden inte har en uppfattning av kvinnliga ledare som nödvändigtvis stämmer överens med teorier om könsbaserade förväntningar.

Kritiken mot EMH, såsom Shleifers (2000) fokus på beteendebias, påpekar att marknader inte alltid är fullständigt effektiva på grund av irrationellt beteende hos investerare. Trots detta visar våra resultat att marknaden, åtminstone i detta fall, inte reagerade signifikant olika på tillkännagivandet av en ny VD baserat på kön. Detta kan tyda på att marknadens reaktioner i detta sammanhang överensstämmer mer med EMH än med beteendebaserade förklaringar, vilket kan indikera att investerare inte påverkas av traditionella könsnormer.

Sammanfattningsvis, trots potentiella könsstereotyper och beteendebias, tyder studiens resultat på att marknaden inte gör en signifikant skillnad mellan manliga och kvinnliga VD-tillkännagivanden.

4.2.2 Glasbranten på Stockholmsbörsen

Tabell 6. Resultat av probitregression som testar Hypotes 2.

Kön	Koefficient	Std. fel.	z	P>|z|	[95% konf. interval]	
Oberoende variabel						
Försämring i omsättning	0.2841933	0.1769195	1.61	0.108	-0.0625626	0.6309492
Kontrollvariabler						
Totala tillgångar	-2.09E-09	1.82E-09	-1.15	0.251	-5.66E-09	1.48E-09
ROE (Avkastning på eget kapital)	-0.0033168	0.0029536	-1.12	0.261	-0.0091058	0.0024721
ROA (Avkastning på totalt kapital)	0.0078858	0.0072059	1.09	0.274	-0.0062376	0.0220091
År för tillkännagivande av ny VD	0.0422678	0.0181316	2.33	0.02*	0.0067304	0.0778051
ICB kod (Industri)	-0.00016	0.00006	-2.67	0.008**	-0.0002775	-0.0000425
Antal anställda	1.23E-06	4.64E-06	0.27	0.791	-7.87E-06	0.0000103
_cons	-85.97419	36.58437	-2.35	0.019	-157.6782	-14.27015
Number of obs = 400						
LR chi2(6) = 17.27						
Prob > chi2 = 0.0158*						
Pseudo R2 = 0.0588						

** betyder signifikant resultat där p-värdet < 0.05*

*** betyder signifikant där p-värdet < 0.01*

H2: Sannolikheten att ett företag utser en kvinnlig VD jämfört med en manlig VD är högre om tillkännagivandet föregåtts av en period med sämre prestation. Den oberoende variabelns koefficient är positiv, vilket därmed tolkas som att en försämring av omsättningen (Förändring i omsättning = 1) ökar sannolikheten för en kvinnlig VD (Kön = 1). Modellens LR chi2(6) är 17.27 med ett p-värde på 0.0158, vilket är mindre än 0.05 och indikerar att modellen är statistiskt signifikant. Resultatet är dock inte statistiskt signifikant och nollhypotesen kan inte förkastas. Därmed kan inte slutsatser dras kring huruvida sannolikheten att ett företag utser en kvinnlig VD efter en period av sämre prestation är högre

än för en manlig VD. Detta är en indikation på att teorin om glasbranten, som beskriver hur kvinnor i större utsträckning placeras i ledande positioner under perioder av organisatorisk kris eller osäkerhet (Ryan och Haslam, 2005) inte kan appliceras på kvinnliga VD:ar på Stockholmsbörsen.

Det kan också indikera att de beslutsfattare som utser VD:ar inte nödvändigtvis föredrar kvinnliga kandidater i krisperioder, utan att andra faktorer kan ha större betydelse i rekryteringsprocessen. Vidare kan det antyda att trots att forskare beskriver hur kvinnor tillskrivs egenskaper som anses gynnsamma under krissituationer, såsom samarbetsförmåga och empati (Ryan et al., 2016), är dessa egenskaper inte tillräckliga för att övertyga beslutsfattare att välja kvinnliga kandidater över manliga i tider av organisatorisk osäkerhet.

Sammantaget antyder resultaten att teorin om glasbranten inte är tillämplig på Stockholmsbörsen, eller att andra faktorer, såsom fortsatt förekomst av könsbias och en mer kritisk bedömning av kvinnliga kandidater kan påverka sannolikheten för att kvinnor utses till VD:ar i samband med sämre företagsprestationer.

4.3 Robusthetstest

Den första hypotesen (att det finns en skillnad i genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning vid tillkännagivandet av en ny manlig VD jämfört med tillkännagivandet av en ny kvinnlig VD på Stockholmsbörsen) kan undersökas och testas genom olika metodologiska tillvägagångssätt. I resultatet presenteras ett t-test som jämför om det finns en skillnad i gruppernas genomsnittliga kumulativa abnormala avkastning. Utöver detta test har även tvåsidiga t-test genomförts med avsikt att testa om det finns en positiv eller negativ abnormal avkastning för respektive grupp, för att på detta sätt undersöka om det finns en skillnad i marknadsreaktionen beroende på den nya VD:ns kön.

För det manliga urvalet visade t-testet med statistisk signifikans att marknaden har en positiv abnormal avkastning vid tillkännagivandet. T-testet för det kvinnliga urvalet kunde varken

uppvisa positiv eller negativ abnormal avkastning med statistisk signifikans. Med tanke på att tillsättningar av manliga VD:ar utgör en stor del av urvalet, övervägdes möjligheten att den observerade positiva marknadsreaktionen kunde bero på tillkännagivandet av en ny VD i sig, snarare än på könet på den nya VD. För att undersöka detta genomfördes ett t-test för hela urvalsgruppen, vilket visade en positiv abnormal avkastning med statistisk signifikans.

Tabell 6. T-test för ACAR under eventfönstret för det kvinnliga, manliga och hela urvalet.

T-test	**Kvinnligt urval**	**Manligt urval**	**Hela urval**
t-värde	0.6209	1.9528	2.0399
Pr(T < t)	0.7315	0.9742	0.979
Pr(|T| > |t|)	0.537	0.0517	**0.042***
Pr(T > t)	0.2685	**0.0258***	**0.021***

Dessa resultat ledde till slutsatsen att hypotesen bäst testas genom ett t-test som direkt jämför om det finns en skillnad mellan de två grupperna i samma test, snarare än att separat testa grupperna för att observera om det finns en skillnad i marknadsreaktionen.

Studiens andra hypotes formulerades utifrån glasbrantsteorin, och krävde således ett lämpligt mått som representerar att företaget befunnit sig i kris eller presterat sämre innan tillkännagivandet av en ny VD. En kris har i studien definierats som förändring i omsättning från år -2 till år -1 som beräknas och fördelas i två grupper runt medianen, där gruppen som presterat under medianen (kodad 1) klassificeras som sämre presterande. Utifrån att kris kan definieras utifrån olika mått, har studien i syfte att säkerställa resultatet och analysen även testat andra fördelningar runt "försämring i omsättning" samt andra oberoende variabler. Beräkningarna har även fördelats runt den första kvartilen samt runt den 10:e percentilen i försök att testa olika klassificeringar av företagets sämre prestation. Testerna har oavsett oberoende variabel och fördelning varit entydiga; en tidigare period av sämre prestation ökar inte sannolikheten för att en kvinnlig VD tillsätts.

5. Slutsatser

Här sammanfattas studiens huvudsakliga slutsatser, inklusive en diskussion om studiens bidrag till förståelsen av kön och marknadsreaktioner, samt förslag till framtida forskning och avslutande reflektioner.

Studien syftade till att empiriskt testa för skillnader i aktiemarknadens reaktion vid tillsättandet av en kvinnlig respektive manlig VD, samt om sannolikheten är högre för att en kvinnlig VD utses när tillkännagivandet föregåtts av en sämre period i företaget. Utifrån rådande diskurs kring manliga och kvinnliga ledare ämnar studien bidra med förståelse kring hur kvinnliga VD:ar uppfattas och tillsätts i det svenska näringslivet; ett land som anser sig ligga i framkant vad gäller jämställdhet, men där enbart 12% av VD-positionerna i börsnoterade bolag innehas av kvinnor (Allbright, 2023).

Studien undersökte därför de omedelbara och kortsiktiga aktiemarknadsreaktionerna för att identifiera eventuella könsrelaterade bias, vilka då skulle visa sig i en skillnad i abnormal avkastning vid tillkännagivandet av en manlig respektive kvinnlig VD. Att Stockholmsbörsen inte uppvisar någon sådan skillnad i abnormal avkastning visar i linje med EMH att investerare på Stockholmsbörsen fattar rationella investeringbeslut utifrån motivet att maximera sin avkastning (Fama, 1970) och antingen saknar könsbaserade fördomar eller inte låter dessa influera investeringsbeslut. Frågan som studerats påvisar således att investerare på Stockholmsbörsen inte har en negativ uppfattning av en kvinnlig VD och därmed inte förväntar sig att hon kommer att påverka avkastningen annorlunda än en manlig VD.

Könsstereotyper- och bias är utbredda i samhället och i näringslivet (IBM och Chief, 2023; Eagly och Karau, 2002; Allbright, 2022), och trots att studien inte kan fastställa i vilken grad dessa närvarar, kan studien bidra med en viktig slutsats; trots att könsstereotyper är fortsatt utbrett i samhället (IBM och Chief, 2023) låter investerare på Stockholmsbörsen inte detta påverka deras investering. Detta bildar en brygga mellan traditionella ekonomiska teorier och

dagens samhälle, som på ett bättre sätt förklarar att investerare agerar rationellt snarare än utifrån bias, vilket motsäger sig Shleifers forskning inom beteendeekonomi (2000).

Resultatet står både i kontrast till och överensstämmer med tidigare forskning (Lee och James, 2007; Ola och Proffitt, 2015). Tidsaspekten kan utgöra en faktor för detta, då studier genomförda senare funnit att marknadsreaktioner inte skiljer sig mellan kön när ny VD annonseras. Studierna har å andra sidan inte genomförts på svenska marknaden, och därför kan denna studies resultat tolkas som att uppfattningen och tillsättandet av kvinnliga VD:ar kan tillskrivas andra faktorer och mekanismer än aktiemarknaden i Sverige.

I ljuset av den låga andelen kvinnor i VD-positioner i Sverige har studien undersökt fenomenet "glasbranten" för att vidare bidra med förståelse kring under vilka omständigheter kvinnor utses till VD. Resultatet visade att sannolikheten inte är högre att en kvinna utses som VD efter en period av sämre prestation i företaget. Studien stödjer därför inte att teorin om "glasbranten" kan appliceras på VD-rollen på Stockholmsbörsen. Hypotesen testades med hjälp av flera oberoende variabler som möjliga definitioner av en tidigare krisperiod, såsom försämrat resultat med uppdelning runt medianen, den andra kvartilen samt de sämsta 10%, men varken dessa eller andra testade mått kunde ge stöd åt teorins applicerbarhet på den svenska aktiemarknaden.

Studiens resultat är viktigt med avseende på att teorin om glasbranten med relativ frekvens används som en förklaring till att kvinnor är underrepresenterade i VD-rollen, samt att de i genomsnitt sitter på VD-posten kortare än män (Allbright, 2022). Teorin, som formulerades ur forskning om under vilka omständigheter kvinnor tillsätts i styrelser på den amerikanska marknaden, är därför inte lämplig att applicera på varken VD-posten eller på den svenska marknaden. Slutsatsen är därmed, i linje med tidigare forskning (Adams, Gupta och Leeth, 2009), att glasbranten inte förklarar omständigheterna under vilka kvinnliga VD:ar tillsätts i bolag noterade på Stockholmsbörsen. Inget samband kan därmed fastställas mellan uppfattningen av kvinnor och att de i större utsträckning blir utnämnda till VD-rollen i

samband med kris i bolagen, eller vice versa. Orsaken till varför vi ser så få kvinnor i VD-positionen bör istället finnas i andra förklaringsvariabler.

5.2 Förslag till framtida forskning

Studien är genomförd på Stockholmsbörsen, och trots en omfattande tidsperiod är storleken på urvalet av kvinnliga VD-tillsättningar litet och riskerar därmed att skapa osäkerhet i uppskattningarna, öka variabiliteten samt begränsa generaliserbarheten av resultatet. För att öka den statistiska styrkan finns motiv för att i framtiden ompröva studiens resultat med ett större kvinnligt urval, alternativt utvidga studien till fler aktiemarknader för att kunna inkludera en större mängd kvinnliga observationer.

Hypoteserna i denna studie formulerades deduktivt utifrån teorier, och resultatet kan således endast svara på om dessa hypoteser kan bekräftas men kan inte ge en bredare bild av de bakomliggande faktorerna. Därför kan en induktiv metod, där hypoteser formuleras utifrån insamlad data (Bryman och Bell, 2017), vara mer lämplig för att belysa bakomliggande orsaker som formar hur kvinnliga VD:ar uppfattas och tillsätts. Även kvalitativa metoder, som intervjuer, enkätundersökningar och fallstudier kan möjliggöra en djupare förståelse för de bakomliggande mekanismerna och kontextuella faktorer som påverkar hur kvinnliga VD:ar uppfattas och tillsätts, vilka riskerar att förbises i denna kvantitativa studie.

5.3 Avslutande reflektioner

Representationen av kvinnliga VD:ar och de omständigheter under vilka de tillsätts kritiseras ofta i media och branschrapporter. Trots att könsstereotyper är fortsatt utbrett i samhället visar denna studie att de teorier och förklaringsmodeller som vanligtvis används för att beskriva situationen inte alltid är tillämpliga, där Stockholmsbörsen utgör ett tydligt exempel. Därmed kvarstår utmaningar, vilket understryker vikten av att fortsatt studera och adressera de strukturella hinder som påverkar kvinnors möjligheter att avancera till högsta ledningsnivåer.

6. Referenslista

Adams, R.B. och Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), ss. 291-309.

Adams, S.M., Gupta, A. och Leeth, J.D. (2009). Are Female Executives Over-represented in Precarious Leadership Positions? *British Journal of Management*, 20(1), ss.1–12.

AllBright. (2022). *Trångsynt i toppen*. Tillgänglig via: https://www.allbright.se/branschrapport-2022. [Hämtad 2 Apr. 2024].

AllBright. (u.å.). ALLBRIGHT STATISTIK. Tillgänglig via: https://www.allbright.se/allbright-statistik#graf-vd [Hämtad 2 april 2024].

Bruckmüller, S. och Branscombe, N.R. (2010). The glass cliff: When and why women are selected as leaders in crisis contexts. *British Journal of Social Psychology*, 49(3), ss.433-451.

Bryman, A. och Bell, E. (2017). Företagsekonomiska forskningsmetoder. 3:e uppl. Stockholm: Liber.

Clayton, M.C., Hartzell, J.C. och Rosenberg, J. (2005). The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility. *The Journal of Business,* 78(5), ss.1779–1808.

Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland, R.D. och Reutzel, C.R. (2011). Signaling Theory: a Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), ss.39–67.

Dedman, E. och Lin, S. (2002). Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK. *European Finance eJournal*.

Eagly, A. H. och Karau, S. J. (2002). Role congruity theory of prejudice toward female leaders. *Psychological Review*, 109(3), ss.573–598.

Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The *Journal of Finance*, 25(2), ss.383–417.

Fetscherin, M. (2015). The CEO branding mix. *Journal of Business Strategy*, 36(6), ss.22–28.

FinBas av Swedish House of Finance Research Data Center. https://www.hhs.se/en/houseoffinance/data-center/. [Hämtad 20 april 2024]

Hass, N. (2017). Marissa Mayer Stares Down 'Glass Cliff' at Yahoo. *The Daily Beast*. https://www.thedailybeast.com/marissa-mayer-stares-down-glass-cliff-at-yahoo [Hämtad 5 juni 2024.]

Huson, M.R., Malatesta, P. och Parrino, R. (2004). Managerial Succession and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), ss.237-275.

IBM och Chief (2023). Women in leadership: Why perception outpaces the pipeline—and what to do about it. Tillgänglig via: https://www.ibm.com/downloads/cas/8VNKABWP [Hämtad 10 maj 2024]

Jacobs, M. (2023). SBB: Ilija Batljan avgår – aktien rusar på börsen. *Dagens PS*. Tillgänglig via: https://www.dagensps.se/foretag/sbbs-vd-ilija-batljan-avgar-aktien-rusar-pa-borsen/ [Hämtad 2 Apr. 2024].

Jacobsen, D.I (2002). Vad, hur och varför? : om metodval i företagsekonomi och andra

samhällsvetenskapliga ämnen. Översatt av G. Sandin. Lund: Studentlitteratur.

Kallenberg, A. L., & Leicht, K. T. (1991). Gender and organizational performance: Determinants of small business survival and success. Academy of Management Journal, ss. 131-161.

Kanter, R.M. (1977). Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women, American Journal of Sociology, 82(5), ss. 965-990.

Kaplan, S.N. och Minton, B.A. (2006). How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs. *Econstor*.

Knaggård Wendt, E. och Olby Kimondo, P. (2023). Sverige näst sämst i EU på kvinnligt företagande. *Dagens Industri*, 6 Nov. Tillgänglig via: https://www.di.se/debatt/sverige-nast-samst-i-eu-pa-kvinnligt-foretagande/ [Hämtad 7 maj 2024].

Leković, M. (2018). Evidence for and Against the Validity of Efficient Market Hypothesis. *Economic Themes*, 56(3), ss.369–387.

Lee, P.M. och James, E.H. (2007). She'-E-OS: Gender Effects and Investor Reactions to the Announcements of Top Executive Appointments. *Strategic Management Journal*, 28(3), ss.227–241.

Löfström, Å. (2008). Bolaget och dess styrelse: Vad betyder bolaget för kvinnorepresentationen? *Ekonomisk Debatt*, 36(8). Tillgänglig via: https://www.nationalekonomi.se/artikel/bolaget-och-dess-styrelse-vad-betyder-bolag-kvinnorepresentationen/ [Hämtad 1 maj 2024].

MacKinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), ss.13–39.

McWilliams, A. och Siegel, D. (1996). The use of event studies in management research. Academy of Management Proceedings, 1996(1), ss.338–342.

Nysted, J. (2023). Efter vd-avgången: Viaplay rasar på börsen. *Dagens PS*. Tillgänglig via: https://www.dagensps.se/bors-finans/efter-vd-avgangen-viaplay-rasar-pa-borsen/ [Hämtad 2 Apr. 2024].

Ola, J.C. och Proffitt, D. (2015). The Stock Market Response to CEO Changes: Does Gender Matter? *International Journal of Business and Management,* 10(5).

Powell, M., & Ansic, D. (1997). Gender differences in risk behaviour in financial decision-making: An experimental analysis. Journal of Economic Psychology, (November), 605-628

Ryan, M.K. och Haslam, S.A. (2005). The Glass Cliff: Evidence that Women are Over-Represented in Precarious Leadership Positions. *British Journal of Management*, 16(2), ss.81–90.

Ryan, M.K., Haslam, S.A., Morgenroth, T., Rink, F., Stoker, J. och Peters, K. (2016). Getting on top of the glass cliff: Reviewing a decade of evidence, explanations, and impact. *The Leadership Quarterly*, 27(3), ss.446–455.

Rudman, L.A. and Phelan, J.E. (2008). Backlash effects for disconfirming gender stereotypes in organizations. *Research in Organizational Behavior*, 28, ss. 61–79.

Schein, V.E., Mueller, R., Lituchy, T. och Liu, J. (1996). Think Manager - Think Male: A Global Phenomenon? Journal of Organizational Behavior, 17(1), ss.33–41.

Shleifer, A. (2000). Inefficient markets : an introduction to behavioral finance. Oxford ; New York: *Oxford University Press*.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), ss.355–374.

Ternby, L. (2022). Sverige undantas när EU lagstiftar om kvotering. *Dagens industri.* Tillgänglig via: https://www.di.se/hallbart-naringsliv/sverige-undantas-nar-eu-lagstiftar-om-kvotering/. [Hämtad 21 Maj 2024].

Universitets Kanslers Ämbetet (2023). Om jämställdhet i högskolan: Jämställdhet i statistiken. Tillgänglig via: https://www.uka.se/sa-fungerar-hogskolan/om-jamstalldhet-i-hogskolan/flikar/jamstaldhet-i-statistiken [Hämtad 7 maj 2024].

Vial, A. och Napier, J. (2018). Unnecessary Frills: Communality as a Nice (But Expendable) Trait in Leaders. F*rontiers in Psychology*, 9.

Wagman, K. (2024). *Kvinnor i styrelser - internationellt*. [online] www.ekonomifakta.se. Tillgänglig via: https://www.ekonomifakta.se/sakomraden/arbetsmarknad/jamstalldhet/kvinnor-i-styrelser-internationellt_1209580.html [Hämtad 20 Maj 2024]

World Economic Forum. (2022). Global Gender Gap Report 2022. Tillgänglig via: https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2022.pdf [Hämtad: 17 maj 2024].

Zajac, E.J. och Westphal, J.D. (1996). Who Shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEOs. *The Academy of Management Journal*, 39(1), ss .64-90.