



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2023 30 stp
Handelshøyskolen NMBU

Kvinner i ledelsen: Har det noen effekt?

Hvordan er kjønnsbalansen i toppledelsen i norske selskaper? Gir flere kvinner i ledelsen økt avkastning?

Siri Bråtet og Vårin Gulbrandsen
Master i Økonomi og Administrasjon

Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten av vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Miljø- og Biovitenskapelige Universitet. Oppgaven er skrevet gjennom vårsemesteret, samt deler av sommeren og utgjør 30 studiepoeng av hovedprofilen finans.

Arbeidet med denne studien har vært et spennende prosjekt og gitt oss et solid innblikk inn i ulikestillingen vi i dag står overfor i næringslivet. Med et ønske om å kunne bidra med mer kunnskap om emnet videre inn i arbeidslivet har dette vært et givende prosjekt som har gitt oss mer innsikt i et tema som har vært belyst lenge, men som fortsatt er høyst aktuelt den dag i dag.

Vi vil rette en stor takk til våre veiledere Ole Gjølberg og Marie Steen for deres innsats og tålmodighet med å veilede oss og gi oss god konstruktiv kritikk både gjennom vårsemester og gjennom sommeren. Vi har møtt på en god del utfordringer begge to som førte til at vi så oss nødt til å utsette, men sammen har vi klart å støtte og motivere hverandre gjennom sommeren. Vi ønsker også å rette en stor takk til vår studieveileder for støtten og forståelsen vi har fått.

Sammendrag

Denne utredningen tar for seg andelen kvinner i toppledelsen i store norske selskap for å avdekke situasjonen i dag, samt teste hvorvidt det er en sammenheng mellom andel kvinner i toppledelsen i norske børsnoterte selskap og aksjeavkastning.

Til tross for høy likestilling i Norge skiller toppledelsen i næringslivet seg ut ved fortsatt å være betydelig mannsdominert. Over lengre tid har dette blitt forsøkt utjevnet, blant annet med et lovkrav om minst 40 prosent kvinner i styrene til de børsnoterte selskapene. Til tross for at dette har vist seg å ikke fungere etter sin hensikt, har regjeringen i år fremmet et nytt forslag om at dette nå også skal omfatte selskaper som ikke er notert på børsen. Hensikten med dette argumenteres med at det skal bidra til mer veloverveide beslutninger ettersom det skaper et bredere perspektiv og dermed vil ha positive økonomiske effekter for selskapene.

På bakgrunn av dette har vi tatt for oss andelen på kvinner i topplederstillinger i Norge og systematisert statistikken om kvinner i administrative lederstillinger. Dette for å forsøke å finne svar på mekanismene som ligger til grunn for at kvinner fortsetter å være underrepresentert i toppledelsen. Kort oppsummert viser tallene for det første at det fortsatt er lave andeler kvinner i ledelsen i utvalget vårt, til tross for at de inngår i styrekvotering. For det andre ser vi en vesentlig høyere andel kvinner i selskapene med statlige eierinteresser. Et tredje viktig poeng er at selskapene med høyest andel kvinner i toppledelsen også er de selskapene som enten har kvinnelig CEO, CFO eller styreleder.

Et av hovedargumentene for høyere kvinneandel i ledelsen er at det vil øke lønnsomheten til selskapene. Derfor forsøker vi, etter å ha redegjort for kvinneandelen i toppledelsen, å finne hvorvidt kvinner i ledelsen har hatt noen effekt på aksjeavkastning. Dette gjøres i hovedsak ved hjelp av en korrelasjonsanalyse og en regresjonsanalyse, der vi har utarbeidet variabler basert på kvinneandel i toppledelse. Fra våre empiriske analyser finner vi ingen signifikante resultater som tyder på at kvinneandel har en positiv eller negativ effekt på avkastningen for vårt utvalg i tidsperioden. Derimot finner vi flere negative korrelasjoner mellom Beta og kvinnefaktorene, hvor korrelasjonen mellom beta og kvinnelig CEO, CFO eller styreleder er statistisk signifikant.

Abstract

This study examines the share of women in top management in large Norwegian companies in order to uncover the situation today, as well as test whether there is a connection between the proportion of women in top management in Norwegian listed companies and share returns.

Despite high gender equality in Norway, top management in the business world differentiates by still being highly male-dominated. For a long time, attempts have been made to equalize this, among other things with a legal requirement for at least 40 per cent women on the boards of listed companies. Despite the fact that this has proven not to work as intended, this year the government has put forward a new proposal from the government that this should now also include non-listed companies. The purpose of this is argued to be that it should contribute to more well-considered decisions as it creates a broader perspective and will thus have positive financial effects for the companies.

Based on this, we have considered the proportion of women in top management positions in Norway and systematized the statistics on women in administrative management positions in order to try to find answers to the mechanisms underlying why women continue to be underrepresented in top management. Briefly summarized, the figures show, firstly, that there are still low proportions of women in management in our selection, despite the fact that they are included in board quotas. Secondly, we see a significantly higher proportion of women in the companies with state ownership interests. A third important point is that the companies with the highest proportion of women in top management are also the companies that either have a female CEO, CFO or chairperson.

One of the main arguments for a higher share of women in management is that it will improve the firm performance. Therefore, after explaining the proportion of women in top management, we try to find out whether women in management have had any effect on share returns. This is mainly done using a correlation analysis and a regression analysis, where we have prepared variables based on the proportion of women in top management. From our empirical analyses, we find no significant results that indicate that the proportion of women has a positive or negative effect on the return for our sample in the time period. In contrast, we find several negative correlations between Beta and the female factors, where the correlation between beta and female CEO, CFO or chairperson is statistically significant.

Tabelliste

<i>Tabell 1: Oversikt over de 20 selskapene med høyest andel kvinner i toppledelsen per 7. februar 2023.</i>	20
<i>Tabell 2: Oversikt over de 20 selskapene med lavest andel kvinner i toppledelsen per 7. februar 2023.</i>	21
<i>Tabell 3: Oversikt over selskapene i hver bransjekategori.</i>	22
<i>Tabell 4: Kjønnsfordeling for ledere i de forskjellige stillingskategoriene per 7. februar 2023.</i>	24
<i>Tabell 5: Oversikt over kvinneandel i toppledelsen for store norske selskaper som ikke er børsnotert per 7. februar 2023.</i>	25
<i>Tabell 6: Oversikt over selskaper med statlig eierinteresse og kvinneandelen i toppledelsen for disse per 7. februar 2023.</i>	26
<i>Tabell 7: Selskaper inkludert i porteføljene "Høy" og "Lav".</i>	31
<i>Tabell 8: Korrelasjon mellom kvinnefaktorene.</i>	33
<i>Tabell 9: Korrelasjon mellom gjennomsnittlig avkastning og kvinnefaktorer i perioden februar 2018 - februar 2023.</i>	33
<i>Tabell 10: Korrelasjoner mellom Beta og kvinnefaktorer i perioden februar 2018 - 2023.</i>	34
<i>Tabell 11: Resultat fra regresjon med kvinnefaktorene i perioden februar 2018 – februar 2023.</i>	35
<i>Tabell 12: Annualisert avkastning, standardavvik, Sharpe Ratio, Beta og Alpha for porteføljene "Høy" og "Lav" fra perioden februar 2018 - februar 2023.</i>	37

Figurliste

<i>Figur 1: Andel kvinner i styret og toppledergruppen i ASA og AS i 2022.</i>	<i>4</i>
<i>Figur 2: Oversikt over andel kvinner i de tre ulike topplederposisjonene i 2022, definert av CORE.</i>	<i>7</i>
<i>Figur 3: Utviklingen av andel kvinnelige styrerepresentanter i norske AS og ASA i perioden 2009-2022.....</i>	<i>8</i>
<i>Figur 4: Områder kvinner og menn helst velger å bruke tid på å lære seg og bli bedre på (upskill).</i>	<i>11</i>
<i>Figur 5: Kvinneandel i toppledelsen etter bransje per 7. februar 2023.....</i>	<i>23</i>
<i>Figur 6: Estimerte Betaer for selskapene i vårt utvalg med OSE Index som markedsindeks for perioden februar 2018 - februar 2023.....</i>	<i>29</i>
<i>Figur 7: Sammenheng mellom aksjeavkastning (x) og kvinner i toppledelsen i perioden februar 2018 - februar 2023.....</i>	<i>32</i>
<i>Figur 8: Kumulativ avkastning for porteføljene "Høy" og "Lav", og markedsindeksen for perioden februar 2018 - februar 2023.....</i>	<i>36</i>

Innholdsfortegnelse

Forord	i
Sammendrag	ii
Abstract	iii
Tabelliste	iv
Figurliste	v
1 Innledning.....	1
2 Bakgrunn.....	3
3 Teori og tidligere forskning	6
4 Data og beskrivende statistikk	18
5 Metode og valg av modeller.....	28
6 Resultater	32
7 Diskusjon	38
8 Konklusjon	41
Referanser	43

1 Innledning

I et historisk og globalt perspektiv har Norge kommet langt på veien mot likestilling, og vi anses i følge World Gender Report (2022) å være et av verdens mest likestilte land. Likevel ser vi at det fortsatt foreligger systematiske ulikheter mellom kjønnene som er med på å påvirke hvilke muligheter kvinner og menn har i arbeidslivet. Forskjellene mellom menn og kvinner i yrkesdeltaking har blitt kraftig tettet gjennom det tjuende århundre, men tar vi en nærmere kikk inn i toppledelsen ser vi at det er langt mellom hver kvinne. Blant de 200 største selskapene i Norge utgjør kvinner kun 27 prosent av topplederstillingene, mens administrerende direktør nesten alltid er en mann og utgjør hele 86 prosent (CORE, 2022). Dette viser at likestillingen i det norske arbeidslivet ikke kan gjenspeiles i toppledelsen og indikerer at vi fortsatt har en lang vei å gå for å oppnå full likestilling.

Ulikestillingen vi opplever i toppledelsen gjør at vi risikerer å gå glipp av en bredere kompetanse, flere perspektiver og dermed høyere beslutningskvalitet som kan ha store positive innvirkninger på den totale arbeidsformuen vår (NHO, 2018.) Flere har i tillegg uttalt at kvinner i større grad faktisk utfører bedre lederskap som igjen har sterk innvirkning på verdien til selskap (Zenger & Folkman, 2019; Nordea, 2017; Pipeline; 2020) Dette er dog sterkt motstridende til de holdningene vi i høyeste grad lever med i dag hvor forventningene gjerne er at menn helst bør påta seg disse rollene. Flere kvinner enn menn er ansatt i deltidsstillinger som gjør det vanskeligere for kvinner å kunne nå toppen og ha makt til å påvirke. Dette alene er kostbart for vårt samfunn og regjeringen anslår at dersom alle yrkesaktive kvinner heller jobber fulltid, så vil det alene kunne tette over halvparten av statsbudsjettets fremtidige finansieringsgap (NHO, 2018).

I lys av spørsmålet om kvinner utfører bedre lederskap uttrykker også Norges oljefondforvalter Nicolay Tangen, at kvinner trolig er bedre forvaltere enn menn (Fanghol, 2023). Bakgrunnen for uttalelsen er blant annet at kvinner virker å ha mer langsiktig perspektiv på beslutninger og et annet forhold til risiko enn hva menn har (Fanghol, 2023). Uttalelsene fra Tangen reflekterer i stor grad personlighetstrekk som er nødvendig for å kunne ta store beslutninger og evnen til å håndtere risiko, noe som er sentrale faktorer for det å være en god leder. Derfor er det hensiktsmessig å også gå inn på disse temaene i vår utredning.

Med ønske om å finne ut av hvorvidt kjønnsbalanse i ledelsen har noe å si på verdiskapningen i børsnoterte selskap, vil vi i denne utredningen undersøke hvorvidt aksjeavkastningen til et selskap har en sammenheng med kjønnsbalansen i toppledelsen, hvor hypotesen er at en balanse mellom kjønn er positivt og dermed verdiskapende. I oppgaven vil lederstillinger være definert som det selskapene regner som sin øverste ledergruppe i sitt organisasjonskart og heretter gå under benevnelsen «toppleidelsen».

Vi vil på veien mot en konklusjon på problemstillingen lage en oversikt over kvinneandelen i ledelsen i de 40 største selskapene på Oslo børs per 7.februar 2023. Vi har valgt de 40 største da vi er avhengige av at selskapene i vårt datagrunnlag er store nok til å ha en definert ledergruppe og et tydelig organisasjonskart. Her vil vi presentere den totale kvinneandelen i ledelsen til hvert enkelt selskap, samt gå inn i største stillingskategoriene og kartlegge andel kvinnelige ledere i disse.

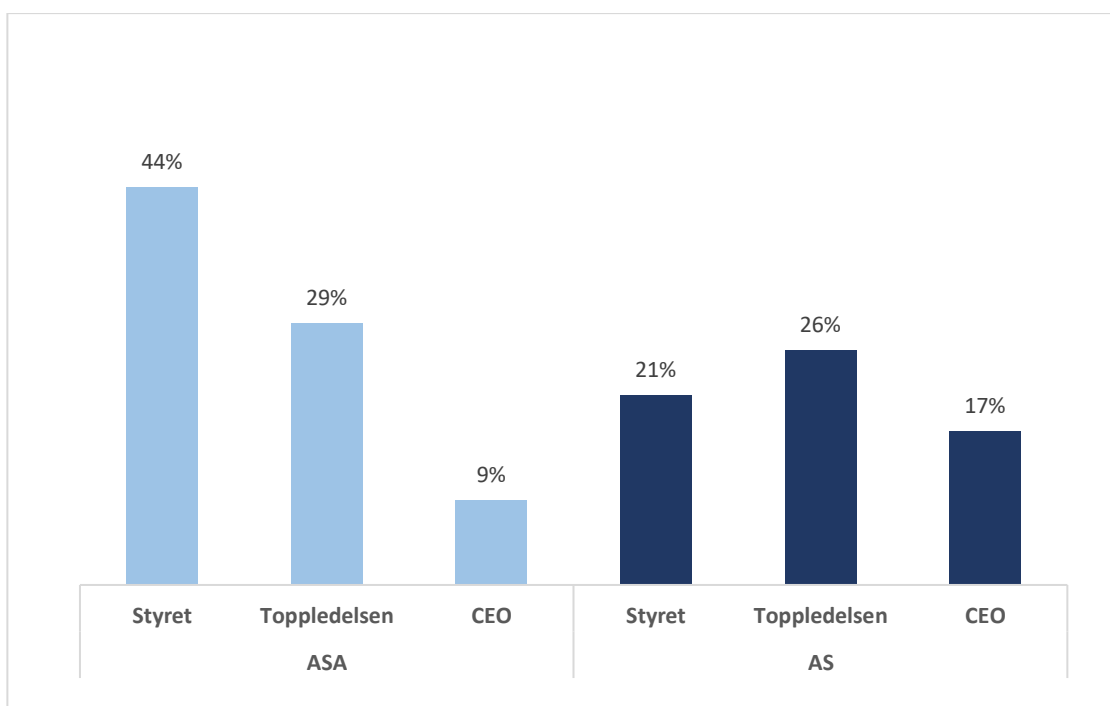
2 Bakgrunn

Kampen om likestilling skjøt fart i Norge da kvinner for alvor gjorde sitt inntog inn i arbeidslivet og høyere utdanning på 1970-tallet. Siden den gang har kvinners representasjon i det norske næringslivet vært på dagsorden, og politikken omhandlet hvordan kvinner kunne ta større del i arbeidslivet (Teigen, 2015, s. 20). Blant annet ved å innføre likestillingsloven i 1978 som skulle fremme likestilling mellom kjønnene innenfor alle samfunnsområder (NOU 2012:15). Til tross for økt kvinnedeltakelse i arbeidsstyrken har likevel andelen i toppledelsen holdt seg lav, noe som dermed ble et nytt tema i politikken. I et forsøk på å utjevne dette innførte Bondevik-regjeringen kvoteringsloven i 2003. Denne loven besluttet at alle allmennaksjeselskap (ASA) skulle ha en andel på minst 40 prosent kvinner i styret (Teigen, 2015, s. 21). Formålet med økt andel kvinner i styret var å oppnå en større andel kvinnelige toppledere i næringslivet og flere mente at en styresammensetning bestående av flere kvinner ville bidra til dette. Argumentene var blant annet at dette ville skape ringvirkninger i form av at flere kvinnelige ledere ville bli rekruttert når styret var mindre mannsdominert (Teigen, 2015, s. 21). Bondevik II regjeringen hevdet at «økt mangfold i styrerommene, ...kan bidra til bedre strategiske valg, mer innovasjon, raskere omstillinger, og gjennom dette bedre lønnsomhet» (Ot.prp. nr. 97 (2002-2003), s. 10). Videre hevdet regjeringen følgende: «Regler om kjønnsrepresentasjon vil bidra til at kvinners næringslivsrelevante kompetanse utnyttes bedre, noe som generelt vil styrke ledelsen i næringslivet». (Ot.prp. nr. 97, (2002-2003), s. 11).

Nå, 20 år senere, ser vi at styrene som er registrert som ASA holder seg på nivået loven krever og ligger i 2022 på 43 prosent, mens aksjeselskap (AS) uten dette lovkravet kun har en andel på 21 prosent (CORE, 2022). Sammenligner vi disse tallene med andel kvinner i toppledergruppen er andelen henholdsvis 29 prosent og 26 prosent, som forteller oss at andelen er forholdsvis lav uavhengig av om selskapet har lovkrav eller ikke (CORE, 2022). Dette demonstreres tydeligere i figur 1. Selv om tallene tyder på at utviklingen har vært positiv har den likevel vært relativt lav. Sammenligner vi andelen kvinnelige toppledere i AS og ASA er det mye som tyder på at kjønnskvolteringen ikke ga de ringvirkningene som var ønsket, noe som har ført til at debatten står like sterkt i dag. I tillegg så er det nå flere som har rettet blikket mer mot hvilke type posisjoner kvinner i ledelsen får og hva som står i veien for raskere utjevning (Halrynjo et al., 2022). Diskusjonen om hvorvidt flere kvinner i toppledelsen fører til bedre lønnsomhet, har dannet grunnlag for mye forskning innen feltet.

Både om kvinner har innvirkning på lønnsomheten, men også om vi fortsatt står overfor systematisk kjønnsdiskriminering. Også her i Norge.

Figur 1: Andel kvinner i styret og toppledergruppen i ASA og AS i 2022.



Kilde: (CORE, 2022; SSB, 2023b)

At ulikestillingen i toppledelsen fortsetter å bestå kan på mange måter virke paradoksalt med tanke på at Norge, i følge den årlige World Gender Gap rapporten, fortsetter å utnevne Norge som et av verdens mest likestilte land (WEF, 2022). I utgangspunktet er vi likestilt i Norge, hvor du helt uavhengig av kjønn har mulighet til å kunne gå akkurat den retningen du ønsker å gå og utdanne deg der etter. Likevel ser vi at kvinner helst velger å gå inn i offentlig sektor, mens det i størst grad er menn som klatrer oppover karrierestigen i næringslivet. I 2021 var henholdsvis andelen kvinner i offentlig sektor 70,1 prosent, og i privat sektor 36,5 prosent (SSB, 2022). Dette er tall som har stått nærmest på stedet hvil de siste 10 årene, til tross for at det over tid har vært flere kvinner enn menn som tar høyere utdanning (SSB, 2022). Dette forteller oss at vi fortsatt har tydelige mann- og kvinnedominerte bransjer, hvor vi fortsatt ser størst andel kvinner i utdanningssektor, helse- og omsorg samt i kommunale tjenester, mens menn i større grad havner i posisjoner innen for det private næringslivet (Fredriksen, 2019). Det at den største andelen som tar høyere utdanning er kvinner bekrefter med andre ord at det ikke er det utdanningsbakgrunn som står i veien for at flere kvinner klatrer til topps. Her er

det blant annet kommet fram til at det er tilgjengeligheten og arbeidsmengden som kreves av en leder som setter en større sperre for kvinner enn hva det gjør for menn (Keloharju et al., 2017). På bakgrunn av dette er fedrekvoten av foreldrepermisjonen noe som har vært brukt som et ytterligere politisk instrument for å unngå at kvinner trekker seg tilbake fra karrieren etter familieforøkelse (NOU 2008:6; NOU 2012:15). Norge var i 1993 første land ute med ordningen og innførte da en fedrekvote på 4 uker. Siden den gang har kvoten blitt økt og foreldre står i dag delvis fritt til å bestemme hvem som skal ta den største andelen av foreldrepermisjonen (Bringedal & Lappegård, 2012; NHO, 2023). Likevel viser en norsk studie at likestillingen i arbeidslivet har hatt lite til ingen effekt av ordningen (Kitterød og Halrynjo, 2019). Flere funn peker her på at kvinner, uavhengig av permisjon, ofte velger å trekke seg tilbake fra en eventuell karrieresatsing i forkant av fødsel, til fordel for jobb med tryggere rammer (Keloharju et al. 2017; Halrynjo et al., 2019; The Pipeline, 2021). Her blir ofte offentlig sektor utnevnt som tryggere for kvinner, noe som kan forklare skjevfordelingen mellom kjønn i det offentlige og private næringslivet.

Det er altså klart menn som bekler topplederstillingene i næringslivet og det blir derfor mest naturlig for oss å fokusere på denne sektoren. Næringslivet er også den delen av samfunnet som også er mer avhengige av å holde seg konkurransedyktige for å overleve og øke produktiviteten. Den har derfor større behov for å tenke innovativt for å holde verdiskapningen på et akseptabelt nivå. Dette krever god tilgang på kompetanse og det er derfor helt nødvendig at vi fortsetter å jobbe for å sikre at næringslivet får utnyttet den kompetansen samfunnet har investert i gjennom lange utdannelser. Har vi ikke et næringsliv som evner å opprettholde gode lønnsomme posisjoner har vi heller ikke lenger et næringsliv som har mulighet til å kunne være med å styrke de offentlige tjenestene.

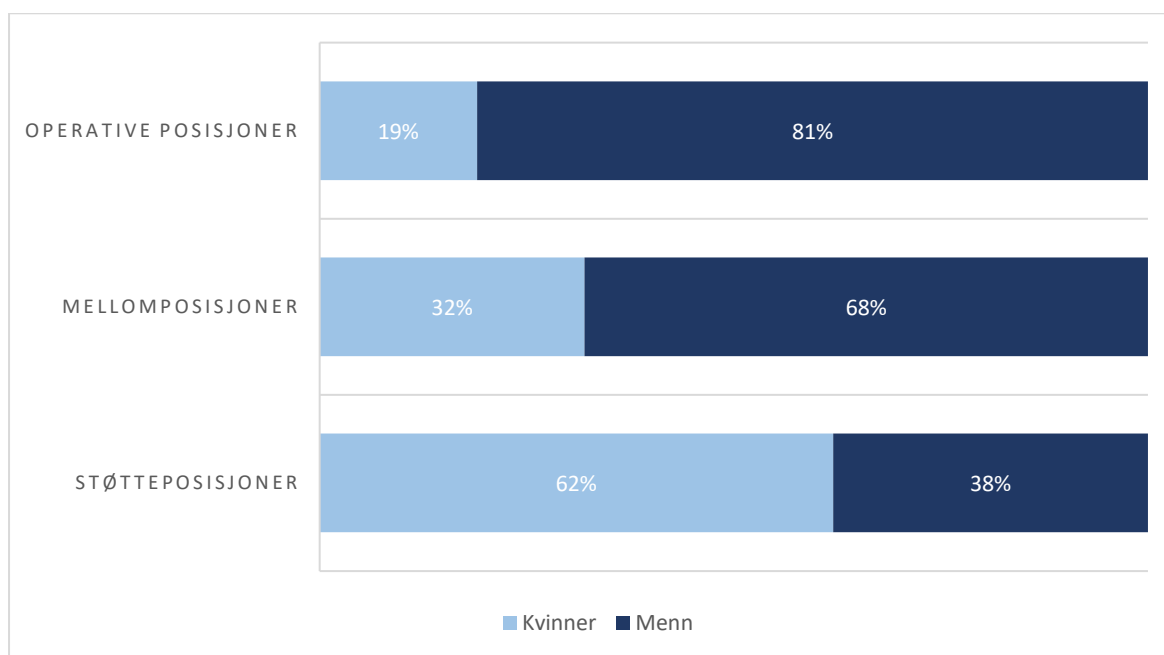
Vårt ønske med denne utredningen er derfor å analysere hvorvidt eller i hvilken utstrekning en høyere andel kvinner i topplederstillinger hos børsnoterte selskap kunne ha påvirket verdien til disse selskapene. Som vi vil se i teorikapittelet foreligger det mye forskning om hvorvidt kvinner bidrar med bedre lønnsomhet til selskapet, men flere konkluderer videre med at det er andre nevneverdige faktorer som er av betydning for et selskaps verdiskapning.

3 Teori og tidligere forskning

Det kan hevdes at det å ha flere kvinner i toppledelsen i et selskap kan ha positiv effekt på strategiske beslutninger. Dermed også på lønnsomheten ettersom dette gir et bredere perspektiv som igjen vil ha stor effekt på strategiske beslutninger som er avgjørende for selskapets lønnsomhet (NHO, u.å; Noland et al., 2016). Noland et al. (2016) argumenterer for at denne sammenhengen enten reflekterer gevinsten til ikke-diskriminering eller det faktum at kvinner er med på å øke selskapets kompetansemangfold. Likevel ser vi at det fortsatt er menn som i størst grad besitter de topplederrollene. Mens andelen kvinnelige ledere mellom 20 og 66 år har økt fra 32 prosent i 2008 til 37,6 prosent i 2021 (SSB, 2022), har andelen kvinner i toppledergruppen en betydelig lavere andel med 27 prosent i 2020. Opp fra 20 prosent i 2016 (CORE, 2022; CORE, 2016). Prosentvis ser vi dermed en bedre utvikling i toppledergruppen, men lite tyder på at utviklingen vil se bedre ut i tiden framover ettersom menn i størst grad har vært de som har kapret nye administrative stillinger det siste året. I tiden mellom 2021 og 2022 har 35 av de 200 største norske selskapene ansatt ny administrerende direktør, hvorav kun 8 var kvinner (CORE, 2022).

Selv om cirka hver fjerde posisjon innad i toppledergruppen er fylt av en kvinne, noe som allerede er relativt lavt sett fra et likestillingsperspektiv, er ulikhetene enda større om vi ser nærmere på posisjonene innad i denne gruppen. Toppledergruppen kan gjerne deles inn i de operative posisjonene, mellomposisjonene og støtteposisjonene. De operative posisjonene er de som gjerne blir betraktet som topplederstillingene ettersom disse er stillinger med resultatansvar. Typisk inkluderer dette administrerende direktør stilling eller *CEO*, samt finansdirektør eller *CFO*. Denne delen av toppledergruppa er sterkt underrepresentert med hensyn til kvinner, som kun stod for 19 prosent av andelen i 2022 (CORE, 2022). Av mellomposisjonene som ikke er direkte knyttet til, men har en tett kobling til resultatansvaret er kvinnene representert med 32 prosent, mens den siste delen som fungerer mest som en støttefunksjon i toppledergruppa består av en kvinneandel på hele 62 prosent (CORE, 2022). Denne trenden er ikke unik for Norge og flere globale rapporter legger fram at kvinner er sterkt underrepresentert i de operative stillingene, mens de utgjør en tydelig større del av støtteposisjonene (Rohner & Bohnet, 2019; The Pipeline, 2020; Catalyst, 2023).

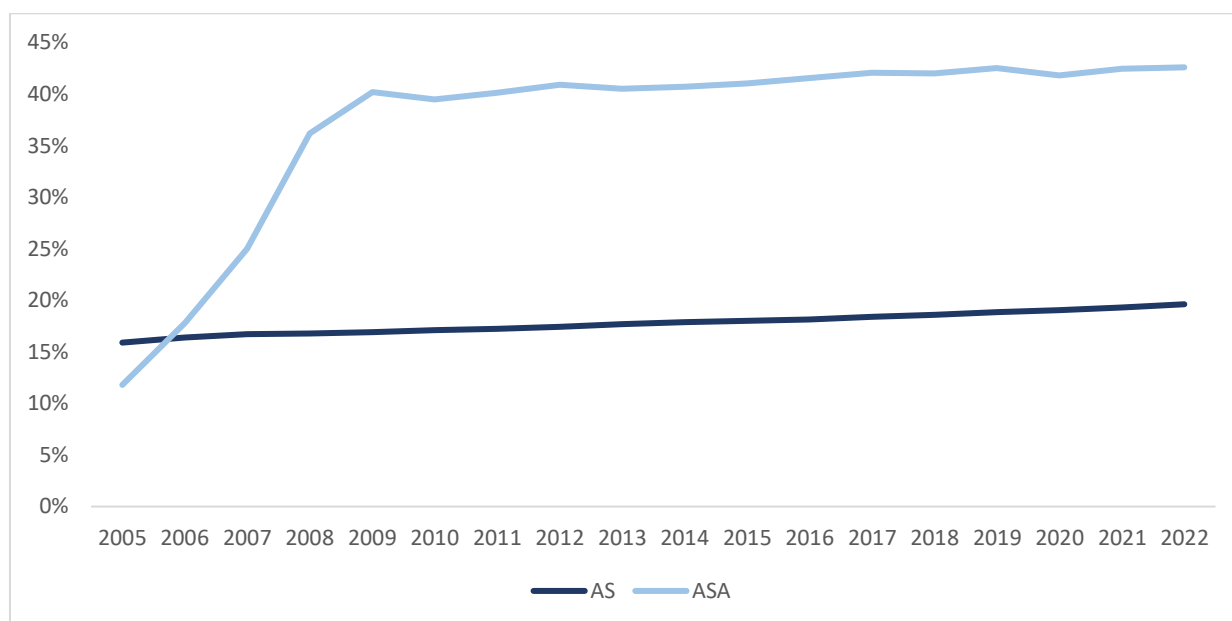
Figur 2: Oversikt over andel kvinner i de tre ulike topplederposisjonene i 2022, definert av CORE.



Kilde: CORE (2022)

Enda mer beskjeden er utviklingen av kvinnelige styrerepresentanter i de norske selskapene. Fra figuren under kan man se tydelig hvordan lovreguleringen om minst 40 prosent kvinner i norske ASA begynte å gi virkning og hvordan kravet etterhvert ble oppfylt i 2009. I tiden etter derimot ser man at prosentandelen har holdt seg relativt stabil og kun økt til sitt høyeste på 43 prosent i 2022 (SSB, 2022). Til sammenligning har selskapene som ikke er omfattet av kvoteringsloven om minst 40 prosent kvinner en langt lavere enn kvinneandel som kun har økt fra 15 prosent i 2005 til 20 prosent i 2022 (SSB, 2022).

Figur 3: Utviklingen av andel kvinnelige styrerepresentanter i norske AS og ASA i perioden 2009-2022



Kilde: (SSB, 2022)

Som nevnt innledningsvis er det ikke bare i toppledelsen og styrerommene mennene dominerer. Også den private sektoren er tydelig dominert av menn, mens kvinnene i større grad velger offentlig sektor, noe flere mener på langt nær er tilfeldig. Blant annet peker Schøne (2015) på at barn er en tydelig faktor som spiller inn på kjønnssegregeringen ettersom offentlig sektor anses å ha mer «familievennlige» arbeidsbetingelser. Dette blir forklart blant annet ved at det i offentlig sektor er mindre «straffbart» lønnsmessig å få barn, samt at arbeidssituasjonen i offentlig sektor er lettere å kombinere med familielivet. Med andre ord kan man si at kvinner i større grad søker mer trygghet og forutsigbarhet framfor et mer konkurranserett miljø med fokus på resultater, som gjerne assosieres med privat sektor. Også Gomes og Kuehn (2019) finner at disse preferansene forklarer 80 prosent av skjevhetene som finner sted i USA og Storbritannia. Dette er altså ikke unikt for Norge. Selv om forskningen tilsier at det er kvinners egne preferanser som står for skjevfordelingen, mener flere at dette er en trend som bør snus. Blant annet påpeker Frøvoll (2021) at vi trenger flere kvinner i privat næringsliv for å sikre både innovasjon og produktivitetsvekst slik at vi kan stå sterkere til å ta vare på alle i samfunnet og med det ha flere midler til å bygge en sterk offentlig sektor.

Mangelen på likestilling i toppledelsen blir ofte sett sammen med begrepet *glasstaket* som for alvor ble kjent da uttrykket ble publisert og tydelig definert av Wall Street Journal i 1986. Begrepet var ment til å skildre den usynlige barrieren som hindrer kvinner i å oppnå og få mer attraktive lederstillinger, samt nå helt til topps (Hymowitz & Schellhardt, 1986). Flere kvinner mente å kunne kjenne seg igjen i disse skildringene og populariteten rundt begrepet økte betraktelig. Fra den tid har begrepet blitt hyppig brukt som argument for hvorfor menn dominerer i topplederposisjonene (Cotter et al., 2001; Eagly & Carli, 2007). Begrepet er på mange måter et samlebegrep på alle de usynlige utfordringene kvinner, i motsetning til menn, møter på veien mot toppen i deres karriere, og er derfor ofte brukt som en forklaring på hvorfor ulikestillingen i toppledelsen fortsatt består. En av de usynlige utfordringene kan blant annet forklares av at vi ofte tiltrekkes av de som ligner oss selv for å danne grupper med de som har like verdier, personlighetstrekk og andre personlige karakteristikk (Birkelund og Petersen, 2012). Ettersom rekrutteringen ofte skjer av de som allerede er i de beslutningstakende stillingene og disse per i dag er dominert av menn kan dette være en forklaring på hvorfor menn fortsetter å dominere i toppledelsen.

Videre har begrepet blitt mye omdiskutert i flere retninger, og uttalelser om at *glasstaket* blant annet kun er en innbilt hindring har kommet tydeligere fram de seneste årene. Storvik og Schøne (2008) er blant dem som mener at *glasstaket* kan være innbilt fra et kvinnelig perspektiv og at det heller er andre selvforskyldte faktorer som spiller inn. Her finner de blant annet at kvinner generelt søker på færre lederstillinger enn hva menn gjør med mindre de er oppfordret av arbeidsgiver til å søke. Dette kan komme av kjønnsstereotypiske holdninger som har vokst fram ettersom lederrollen historisk sett har vært preget av menn. Dette igjen har på mange måter gjort lederrollen mer maskulin og skapt en tanke om at rollen krever egenskaper som er mer tillagt menn (Collinson, 1996). Disse funnene har dannet grobunn for kritikk av *glasstaket* som metafor ettersom flere da peker på at *glasstak*-metaforen skaper et bilde om at «det er lettere for menn å nå toppen» og at dette bilde ses fra et perspektiv om at kvinner blir møtt med andre barrierer enn menn innenfor hver enkelt organisasjon. Moratti (2018) mener derfor at bruken av *glasstaket* som metafor heller kan føre til at det skapes like mange problemer som hva den egentlig er ment til å løse.

Videre mener flere at barrierene ikke finnes og heller kan forklares av valgene som gjøres i karriereløpet, spesielt etter fylte 30 år. Keloharju et al. (2017) studerer fenomenet rundt påstanden om at kvinner stort sett er bedre kvalifisert til å bli toppledere enn hva menn er

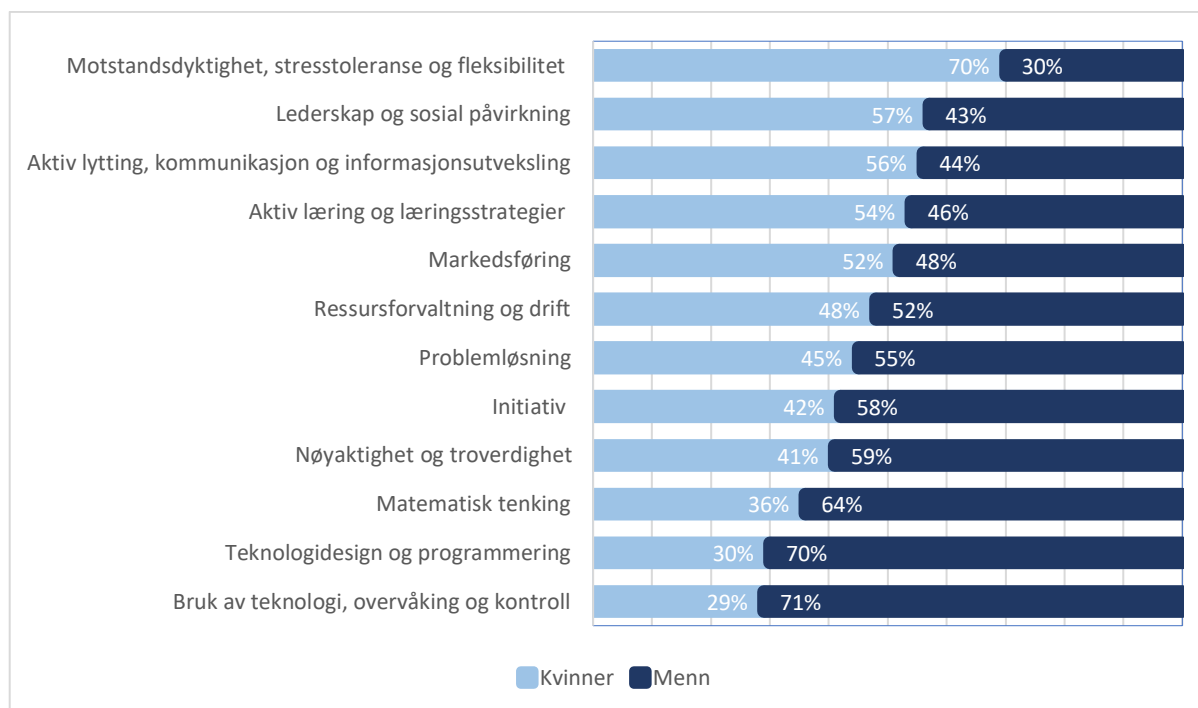
dersom man kun skulle sett på både erfaring og utdanning. Likevel er det flere menn i toppstillingene og også her blir barn og familieliv pekt ut som den store årsaken. Denne påstanden støttes av flere studier som hevder at kvinner har vanskeligere for å skulle ofre tid med familie, og heller velger å trekke seg tilbake etter sitt første barn, mens menn i større grad føler frihet til å satse videre ettersom de har partnere som velger å være hjemme. (Keloharju et al. 2017; The Pipeline, 2021). Dette støttes også av blant annet CORE, hvor de finner at menn har bedre betingelser for å kunne oppfylle forventningene om arbeidsmengde og tilgjengelighet som følger lederansvaret. Dette skyldes at de i større grad har «bakkemannskap» som tar ansvar for familielivet hjemme (Halrynjo et al., 2019). Betingelsene om høy arbeidsmengde og tilgjengelighet er også faktorer som spiller en betydelig rolle for å være kvalifisert for topplederstillinger. Disse stillingene omfatter også gjerne resultatansvar i selskapet og kan derfor forklare hvorfor spesielt posisjoner som CEO og CFO har et så stort fravær av kvinner.

Ubevisste fordommer mot kvinner er også noe som ofte trekkes fram i studier om barrierene kvinner møter. Særlig ofte trekkes mødre fram som mindre egnede til å kunne ha en autoritær posisjon i arbeidslivet (Cuddy et al., 2004; Correll & Benard, 2007; Heilman & Okimoto, 2008). Dette er bare en av flere mekanismer som hindrer kvinner i å nå toppen. Mekanismer som virker å ligge psykologisk plantet i oss fra fortiden. Eagly og Carli (2007) bruker disse mekanismene som argumentasjon for at politiske tiltak, som blant annet Norge har vært svært frampå med, dermed ikke er nok for å løse problematikken. Dette fordi det i stor grad er et kulturelt problem hvor vi lever med normer og verdier som er programmert i oss og som fortsetter å forårsake disse hindringene. Likevel står vi fortsatt overfor en ulikestilling i topplederjobbene, noe som tyder på at det fortsatt eksisterer elementer som bidrar til dette, glasstak eller ei.

Denne barrieren, som sies å hindre kvinner fra å nå toppledelsen har ført til flere forskningsfelt på blant annet de biologiske og psykologiske aspektene som er forskjellige fra mann til kvinne. Det at kvinner og menn er forskjellige og forholder seg ulikt til situasjoner og dermed usikkerhet er ofte omtalt, og har flere ganger blitt trukket fram som et av argumentene for ulikestillingen som fortsatt består. Spesielt i beslutningstakende lederstillinger (Johnson & Powell, 1994; Oakley, 2000; Croson & Gneezy, 2009). Det trekkes også ofte fram at verdien av personlighet har minst like stor betydning som intelligens og erfaring for å kunne være en god leder. Blant annet har det blitt undersøkt om kvinner egner

seg bedre som ledere enn menn basert på nettopp personligheten. En studie av Martinsen og Glasø (2013) har tatt utgangspunkt i den såkalte fem-faktormodellen og en bakgrunn fra tidligere forskning som viser til at de dyktigste lederne er de som oppnår høye verdier på alle fem faktorene. De fem faktorene er følelsesmessig stabilitet, utadvendthet, åpenhet for nye erfaringer, omgjengelighet og planmessighet. Undersøkelsen kom fram til at kvinner oppnår høyere verdier på alle faktorene bortsett fra følelsesmessig stabilitet, noe som antydte at kvinner har bedre personlighetsmessige anlegg for ledelse enn menn på de fleste områder. Denne studien harmoniserer med Zenger og Folkman (2019) sin studie som kommer fram til en konklusjon om at kvinner overgår menn på brorparten av egenskapene som skiller utmerkede ledere fra de gjennomsnittlige. I samme studie finner de likevel at kvinnene selv ikke er enige i dette og heller undervurderer sine egenskaper og kompetanse, mens menn på sin side overvurderer seg selv. Det at kvinner både scorer dårligst på følelsesmessig stabilitet og samtidig undervurderer seg selv i høyere grad, indikerer at kvinner har en større tendens til å bekymre seg, noe som i høy grad kan assosieres med antakelsen om at kvinner er mer risikoaverse enn hva menn er.

Figur 4: Områder kvinner og menn helst velger å bruke tid på å lære seg og bli bedre på (upskill).



Kilde: (WEF, 2022).

Figur 4 viser hvordan kvinner og menn verdsetter ulike interesseområder, og hvilke ferdigheter de bruker tid på å lære seg og utvikle. Kvinner ønsker i større grad å utvikle sine indre ferdigheter som kommunikasjon, lederskap og læring. På den andre siden ser vi at menn i større grad retter seg mot egenskaper som går på teknologi, overvåkning og kontroll.

Interesseområdene som vises i figur 4 kan også støtte opp under antakelsen om at kvinner typisk er mer omsorgsfulle og personlighetsorienterte enn hva menn er, samt at de i større grad er mer opptatt av samarbeid enn konkurranse. Blant annet er kvinner mer åpne for diskusjon og er på denne måten bedre på å ta hensyn til og bruke alt av kunnskap og erfaring som ligger i hele selskapet (Whitehead, 2017). Dette igjen kan være med på å forklare hvorfor kvinner typisk blir ansatt i mellomledelses- og støtteposisjoner framfor i de øverste posisjonene, gjerne kalt de operative eller beslutningstakende stillingene. Støtteposisjonene er stillinger som defineres som lederstillinger, men som i størst grad kun fungerer som en støttefunksjon for den høyere ledelsen og innebærer ofte ansvaret for et spesifikt fagfelt (CORE, 2022). Mellomledelsen er de posisjonene som er plassert på nivået under toppledelsen. Disse inkluderer direktørstillinger for blant annet markedsføring, teknologi, bærekraft og lignende. Denne posisjonen har en viss innflytelse på selskapet, men likevel ingen direkte innflytelse på selskapets operative kjernevirksomhet (CORE, 2022). Denne fordelingen er på mange måter med på å «pynte» på tallene dersom vi ser på ledelsen i helhet og det er derfor hensiktsmessig å i større grad fokusere på de beslutningstakende stillingene.

Et av de sterkeste argumentene som har blitt brukt for å fremme flere kvinner i ledelsen er at det vil øke lønnsomheten til selskapet. Det foreligger derfor flere studier på hvorvidt selskap med større andel kvinner i toppledelsen har en kausal sammenheng med høyere lønnsomhet. Lønnsomhetsmålene som blir testet varierer mye i de ulike studiene, men har alle til felles å finne ut om lønnsomheten til selskapet blir positivt påvirket. Catalyst (2004) finner at selskap med den høyeste representasjonen av kvinner i toppledelsen hadde 35,1 prosent høyere egenkapitalavkastning enn selskapene med den laveste andelen kvinner. De fant også at lønnsomheten var høyere for selskapene med den høyeste andelen kvinner uavhengig av bransje. The Pipeline (2020) finner at selskaper med en tredjedel kvinner i toppledelsen ga i snitt ti ganger så høye marginer sammenlignet med selskaper med kun mannlige ledere. Rapporten trekker også inn at til og med under pandemien fortsatte den gode trenden med høyere lønnsomhet i selskap med flere kvinner i direktørstillinger. På den andre siden fant de at selskapene uten noen kvinner i direktørstillinger i større grad led under store tap av inntekter i samme periode. I studie av Rohner og Bohnet (2019) hvor de kartla mangfoldet i

både styret og toppledelsen i 3100 selskap globalt, finner de at selskap med over 30 prosent kvinner i toppledelsen hadde en generert sektorjustert meravkastning på nærmere 4 prosent sammenlignet med de som hadde andel kvinner i toppledelsen på under 15 prosent. Videre forklarer de også at avkastningen til et selskap i all hovedsak dreier seg om selskapets forretningsmodell og strategien som ligger til grunn, men at det er nettopp disse faktorene som blir positivt påvirket av en mer likestilt toppledelse. Igjen kan man dra parallellene om at flere kvinner i beslutningstakende stillinger gir grunnlag for et bredere perspektiv og bedre utnyttelse av selskapets totale ressurser noe som igjen virker å ha positiv effekt på lønnsomheten.

Noen studier har også sett mer direkte på sammenhengen mellom kvinner i direktørstillinger og lønnsomhet. Khan og Vieito (2013) studerte amerikanske selskaper i perioden 1992 til 2004 og fant at totalkapitalen i selskapet økte vesentlig i selskaper med kvinnelig CEO. Tilsvarende resultater fant Matic og Bognæs (2019) som studerte norske selskaper i perioden 2010-2016 og konkluderte med at selskaper med kvinnelig CEO «utkonkurrerte» selskaper med mannlig CEO ved å teste for return on equity (ROE) og return on assets (ROA). De fant ingen resultater som tydet på at selskaper med kvinnelig CFO presterte bedre. De fant heller ikke at selskaper som representerte begge kjønn i toppstillingene (CEO og CFO), presterte bedre enn selskaper med kun ett kjønn uavhengig av hvilket kjønn. Studier på oppnådd meravkastning har også vist samme tendenser, blant annet en studie fra Nordea (2017) som tok utgangspunkt i 11 000 globale selskaper gjennom en 8 års periode. Resultatet var at selskapene med kvinnelig administrerende direktør eller styreleder hadde en høyere aksjonæraksjeavkastning. Ved å sammenligne denne avkastningen med MSCI World Index fant de at disse selskapene i gjennomsnitt oppnådde 14 prosent høyere avkastning enn indeksen i perioden. Andre studier som har undersøkt det samme finner også at en kvinnelig CEO vil ha positiv påvirkning på lønnsomheten, men argumenterer for at de ikke kan si at det er en direkte årsakssammenheng mellom kjønn og lønnsomhet, men at det heller er mangfoldet som er av betydning. Blant annet finner Kotiranta et al. (2007) i sin studie at selskaper med kvinnelig CEO viste 10 prosent bedre lønnsomhet i gjennomsnitt enn selskaper med mannlig CEO. Likevel påpeker de i sin avhandling at selv om konklusjonen peker i retning av et konkurransefortrinn ved kvinnelige direktører, blir det ikke riktig å si at en kvinnelig leder er bedre enn en mannlig leder. Men heller at det skal legges til rette for at både kvinner og menn har mulighet til å kunne ha topplederstillinger, og at begge kjønnene skal konkurrere på like vilkår. På en annen side viser undersøkelsen fra Noland et al. (2016)

som analyserte 21980 selskaper i 91 land i 2014, ingen sammenheng mellom selskaper med kvinnelig CEO og økt lønnsomhet i selskapet, men heller at selskaper med større andel kvinner ga høyere lønnsomhet. Studien konkluderer videre med at det er en positiv korrelasjon mellom en høyere kvinneandel i toppledelsen og mindre diskriminering av kvinnelige ledere og ansatte i selskapet som igjen kan bidra til høyere lønnsomhet.

En artikkel publisert i 2003 fikk mye oppmerksomhet for sitt utsagn om at selskaper med høyere andel av kvinner i styret hadde direkte negativ effekt på selskapets lønnsomhet (Judge, 2003). Videre mente forfatteren tilsynelatende at det utelukkende er kvinnene selv som var ansvarlige for dette. Ryan og Haslam (2005) stilte seg kritiske til utsagnet og hevdet at Judge ikke hadde statistikk grunnlag for sine utsagn. Ved å analysere tallene fra 2003 nærmere fant Ryan og Haslam blant annet at kvinner oftere ble byttet ut med menn i styrene i selskapene som allerede opplevde dårligere lønnsomhet, noe Judge ikke hadde tatt høyde for. Det var med disse funnene at uttrykket *glassklippen* først ble presentert. Forfatterne forklarte uttrykket som at det kun er ved krisetider at kvinner har mulighet til å bryte gjennom glasstaket, men at det i disse tidene er så usikre og risikofylte at det kan sammenlignes med å balansere på en klippe (Ryan og Haslam, 2005; Ryan & Haslam, 2007). Dette er også blitt bekreftet i senere studier. Blant annet finner Cook og Glass (2013) at styreverv i selskap har høyere sannsynlighet for å fremme kvinner og minoriteter til topplederroller når en organisasjon er i krise. Går derimot resultatene til selskapene ned ved en kvinnelig og minoritets CEO, blir de i de aller fleste tilfeller erstattet med en hvit mann. Videre forklarer de at en viktig årsak til at dette typisk skjer er fordi kvinner gjerne tar på seg nettopp denne rollen, er fordi de anser det som eneste mulighet til å få en topplederposisjon og dermed bryte gjennom glasstaket.

Dette kan også ses i sammenheng med studien til Gysler et. al (2002) hvor de finner at kjønn spiller en viktig rolle når individer blir konfrontert med usikkerhet. I samme studien som de finner at kvinner har en større tendens til å undervurdere seg selv finner de også at kvinner i større grad har evne til å lene seg på og bruke tidligere erfaring i møte med usikkerheter enn hva menn har. Dette peker i samme retning som studie til Zeng og Wang (2015) som mener at kvinner er mer konservative. Dette kan gi en forklaring på at menn i større grad opptrer mer overmodige enn hva kvinner gjør og at det dermed anses tryggere å ha en mer konservativ leder i krisetider for å få «ryddet opp». At kvinner framstår som tryggere ledere å ha bekrefte av blant annet Faccio et al. (2016) som finner at selskaper som er ledet av kvinnelige CEOs er mindre volatile og mindre utsatt for økonomisk svikt, spesielt gjennom usikre tider. Dette kan

også ses i sammenheng med studien til The Pipeline (2020) som viste at selskapene med kvinner i direktørstillinger klarte seg bedre gjennom pandemien.

Topplederstillingene innebærer det å kunne håndtere usikkerhet, se løsninger og ta nøye utvalgte beslutninger. Derfor er det også hensiktsmessig å se på eventuelle forskjeller som foreligger mellom kjønnene på dette spekteret. En stereotypi som har vokst frem ved forskning på risikopreferanser og kjønn er at kvinner i stor grad blir ansett som mer risikoaverse enn hva menn er. Det vil si at de blant annet vil ha en høyere preferanse for en lavere, men sikrere inntekt mot en høyere, men mer usikker inntekt. Dette igjen har skapt en oppfatning om at ulikestillingen i topplerstillinger gjerne kommer av at kvinner ikke er like egnet som menn i lederstillinger fordi de i større grad kjenner på frykten for å feile (Croson & Gneezy, 2009).

De studiene som finner at menn er mer risikosøkende har også funnet at dette oftere har sammenheng med at menn i større grad har en tendens til å overvurdere seg selv og sine egne evner enn hva kvinner har (Barber & Odean, 2001; Gysler et al., 2002). Barber og Odean (2001) finner at menn er mer selvsikre og overmodne hva gjelder risikobeslutninger, noe som indikerer at menn er villige til å ta på seg mer finansiell risiko enn hva kvinner er. Studien av Gysler et al. (2002) forklarer dette blant annet med at når menn er i samhandling med høyt kompetente mennesker så har de en større tendens til å overvurdere seg selv for å komme opp på samme nivå. For kvinner er det motsatt, hvilket betyr at de hadde større tendens til å undervurdere seg selv. Samme tendenser finner også Barber og Odean (2001) som i tillegg argumenterte for at mennenes overdrevne selvtilit kunne ramme dem økonomisk ettersom hyppigere salg av risikofylte aktiva ga dem lavere forventet nytte (Barber og Odean, 2001). Dawson (2023) forklarer at kvinner er mindre risikovillige fordi de er mer tapsaverse. Med andre ord er et eventuelt inntektstap mer betydningsfullt for kvinner enn for menn. De forklarer også dette med at menn har større optimisme hva gjelder fremtidig økonomisk status, noe som kan ses i sammenheng med en større grad av overmot. Dette gir et bilde av at kvinner i større grad har en mer konservativ og gjennomtenkende holdning til risiko, men indikerer likevel ikke at kvinner ikke er villige til å ta på seg risiko når det er nødvendig.

Johnson og Powell (1994) hevdet på sin side at kvinner i enkelte tilfeller er minst like risikosøkende som menn. Videre forklarer de at jo mer kunnskap og erfaring de har til et spesifikt problem, jo mer risikosøkende er de. En mer konservativ og gjennomtenkt holdning

til risiko kan også ses parallelt med å i større grad vurdere risikobildet før beslutninger tas. Dette harmoniserer også med Barber og Odean (2001) som videre i sin studie trekker fram at lavere handel av aktiva fra kvinner sin side skyldes at kvinner i høyere grad tar mer gjennomtenkte beslutninger enn hva menn gjør.

Likevel har oppfattelsen om at kvinner er mindre risikovillige skapt en forventning om at kvinner over tid da vil akkumulere en lavere formue enn hva menn vil gjøre, ettersom de i mindre grad gjør risikofylte investeringer (Charness & Gneezy, 2012). Likevel mener andre at situasjonen er stikk motsatt og at menn i stor grad har en tendens til å overvurdere seg selv og sine evner, da spesielt i samhandling med høyt kompetente mennesker (Gysler et al., 2002). Likevel er det ofte slik at kvinner fortsatt oppfattes som mindre risikovillige, og dette kan være med på en videreføring av diskriminerende atferd hvor kvinner eksempelvis ikke får samme muligheter som menn fordi ansvaret oppfattes som for risikofylte for kvinner å takle (Eckel & Grosman, 2002). Dette omfatter blant annet store investeringsbeslutninger og andre beslutninger som er av stor betydning for et selskaps lønnsomhet, og kan dermed tett knyttes opp mot den lave andelen kvinner vi ser i toppledelsen.

Med bakgrunn i studiene om at kvinner i større grad tar mer gjennomtenkte beslutninger, kan man også anta at selskaper med større andel kvinner i toppledelsen og styret er mindre volatile. I mangel på empiriske bevis gjorde Jizi og Nehme (2017) en undersøkelse på 350 selskaper på den britiske børsen mellom 2008 og 2013. Kontrollert for omvendt kausalitet fant de at de at selskapene med mer kjønnsbalansert styre hadde lavere risiko på sin aksjeavkastning. Samme tendenser fant også Trocmé og Benktander (2018) som analyserte 100 nordiske børsnoterte selskaper i perioden 2004-2016. De fant at selskapene som hadde de mest likestilte toppledergruppene hadde 40 prosent lavere volatilitet på sin kapitalavkastning. Også selskapets styrer viste seg å redusere volatiliteten ved å være mer likestilte, men her var resultatene mest slående på konsernnivå. Dette kan ses i sammenheng en studie som så på hvorvidt et selskaps aksjer var mer korrekt priset dersom selskapet hadde et mer likestilt styre. Studien fant at selskapene med mer kjønnsbalanse var mer transparente og var dermed mer korrekt priset på børs (Shrinidhi et al., 2011). Dette gir mening da en mer korrekt prising betyr at prisene er mindre påvirket av spekulasjon og dermed igjen mindre volatil. Videre er volatiliteten også styrt av beslutninger som tas innad i selskapet, og med en mer kjønnsbalansert toppledelse skapes en slags diversifisering av risikoholdninger som da er med på å redusere volatiliteten for selskapene. Videre kan man forklare at mangfoldet kan føre til

en mer strategisk risikotaking i selskapet ettersom man i større grad tar for seg risiko og muligheter fra ulike perspektiv. Blant annet tar kvinner som nevnt større grad beslutninger på grunnlag av mer åpen diskusjon, mens menn i større grad tar beslutninger basert på individuelle refleksjoner (Barber & Odean, 2001; Gysler et al., 2002).

4 Data og beskrivende statistikk

Vårt datagrunnlag består av innhentede data på kvinneandel i lederstillinger i de 40 største selskapene på Oslo Børs per 7.februar 2023. For de samme 40 selskapene har vi innhentet aksjekurser for tidsperioden 2018-2023, som danner grunnlaget for våre analyser. Alle aksjekurser er hentet fra Refinitiv Datastream.

Denne utredningen har som formål å gi en oversikt som viser kvinneandel i toppledelsen og fordeling mellom stillingskategoriene, før vi gjør en analyse av aksjeavkastningen gjennom kapittel 5 og 6. I dette kapitlet vil kjønnsfordelingen i de forskjellige kategoriene for lederstillinger i vårt utvalg bli presentert, herunder også kjønnsfordelingen i beslutningstakende lederstillinger. Dette med hensikt å kunne kartlegge hvilke kategorier som skiller seg ut med hensyn på høy eller lav kvinneandel. Valget om 40 selskaper er tatt blant annet med bakgrunn i at selskapene må være store nok til at de har et tydelig organisasjonskart, slik at det er mulig å finne ut hvem som er i ledergruppen og hva som defineres som selskapets toppledelse. Det er stor variasjon i antall ansatte i selskapenes ledergruppe. De største selskapene har typisk en ledergruppe på om lag 10 ansatte, mens de minste kun har 2 personer i sin øverste ledergruppe. I tillegg til de 40 børsnoterte selskapene har vi plukket ut 14 store norske selskaper for å kunne sammenligne kvinneandelen i disse opp mot de børsnoterte selskapene. Disse selskapene er valgt ut da de er store norske selskaper etter omsetning og har forskjellig eierstruktur. Blant annet er flere av disse selskapene statlig eid, noe som kan ha innvirkning på både ledelsen og styret.

Basert på vårt datagrunnlag vil vi presentere en oversikt over kvinner i toppledelsen i de største selskapene på Oslo Børs per 7.februar 2023. Med toppledelsen mener vi det som selskapet definerer som sin øverste ledergruppe. Informasjonen om ledergruppene er hentet fra hvert enkelt selskaps organisasjonskart på deres hjemmesider. Dataen tar i tillegg for seg hvilke typer lederstillinger som har høyest kvinneprosent, samt kvinneprosent i beslutningstakende stillinger. Med beslutningstakende stillinger definerer vi i avhandlingen dette som de stillingene som vil ha mest direkte påvirkning på selskapets aksjeavkastning. Disse vil derfor være definert som CEO og CFO. Dette gjør vi for å forenkle ettersom det ikke finnes noen definerte navn i Norge på disse stillingene. CEO vil derfor ut i fra vår data være *administrerende direktør, konsernsjef, konserndirektør* o.l., mens CFO vil da være stillinger som *leder finance, finansdirektør* o.l.

Ettersom alle de 40 selskapene i vårt utvalg er lovpålagt å ha minimum 40 prosent kvinner i styret, er det hensiktsmessig å ta med oversikten over de 14 selskapene som ikke er underlagt loven for å se eventuelle forskjeller. Selv om styreleder og øvrige styremedlemmer ikke har en administrativ rolle i selve driften er posisjonen likevel av stor betydning for selskapet ettersom styret fungerer som det øverste ledelsesorganet av selskapet. I tillegg har styreleder ofte større innflytelse på avgjørelser som blir gjort, og det er derfor hensiktsmessig og også teste lønnsomheten til selskaper med kvinnelig styreleder selv om de ikke tilhører toppledelsen. Styreleder er ikke inkludert som en del av toppledelsen i presentasjonen over kvinneandel i toppledelsen, men presenteres i oversikten over kvinneandel i de ulike stillingskategoriene.

Selskapene med høyest kvinneandel i lederstillinger

Tabell 1 viser selskapene med høyest kvinneandel i toppledelsen, og 6 av disse er blant de 10 største på Oslo Børs. Disse selskapene er Yara, Telenor, Hydro, DNB, Gjensidige og Equinor. Yara ligger helt øverst på listen med en total kvinneprosent på 56 prosent, men likevel ingen kvinner i stillingene som CEO, CFO eller styreleder. Dette er i likhet med både Storebrand og Orkla, som har en høy totalandel kvinner i toppledelsen, men uten å ha noen kvinner i det vi har definert som beslutningstakende stillinger. Det er påfallende at de tre selskapene med høyest kvinneandel totalt i toppledelsen, hverken har en kvinne som CEO, CFO eller styreleder. DNB som er det nest største selskapet på Oslo Børs per 7.februar 2023, har en total kvinneprosent i toppledelsen på 45 prosent, og i tillegg kvinner i stillingene CEO, CFO og styreleder. DNB skiller seg tydelig ut ved å være det eneste selskapet med en kvinne både som CEO og CFO, samt kvinnelig styreleder.

Tabell 1: Oversikt over de 20 selskapene med høyest andel kvinner i toppledelsen per 7. februar 2023.

	Kvinneprosent i toppledelsen	Antall topplederstillinger i selskapet	Kvinnelig CEO	Kvinnelig CFO	Kvinnelig styreleder
Yara	56 %	9			
Storebrand	56 %	9			
Orkla	50 %	6			
Sparebank 1 SR-bank	50 %	10	Ja		
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	50 %	2		Ja	
DNB	45 %	11	Ja	Ja	Ja
Hydro	44 %	9	Ja		
Schibsted	43 %	7	Ja		
Aker ASA	43 %	7			
Telenor	40 %	10	Ja		Ja
Veidekke	40 %	10			Ja
Equinor	38 %	13			
Tomra Systems	33 %	6	Ja	Ja	
Vår Energi	33 %	9			Ja
Austevoll Seafood	33 %	3		Ja	
Gjensidige	33 %	9			Ja
Wallenius Willhelmsen	33 %	6			
Arendals Fossekompani	33 %	6			
Aker Solutions ASA	30 %	10			
Kongsberg Gruppen	29 %	7		Ja	

Hydro, som 7.februar 2023 var det 4. største selskapet på Oslo Børs, følger rett under DNB på listen med en total kvinneprosent i toppledelsen på 44 prosent, og både kvinnelig CEO og styreleder. Equinor var per 7.februar 2023 det største selskapet på Oslo Børs. Dette selskapet kommer riktignok med på den halvdelen med høyest total kvinneandel i toppledelsen, men selskapet har kun 38 prosent kvinner i sine 13 lederstillinger, og heller ingen kvinner som CEO, CFO eller styreleder. Vi ser at det i hovedsak er en overvekt av store selskaper i den øverste halvparten av rangeringen. Selskaper med flere ansatte og en større ledergruppe vil enklere kunne oppnå en bedre kjønnsbalanse. samtidig viser resultatene at flere av de 10 største selskapene på Oslo Børs ikke er blant de selskapene som har høyest kvinneandel. Aker BP, som er tredje størst på Oslo Børs, er ikke blant de selskapene som er rangert høyest etter kvinneandel i toppledelsen. Et annet interessant faktum er at selv blant selskapene med høyest kvinneandel i toppledelsen, er det overvekt av menn i beslutningstakende stillinger.

Selskapene med lavest kvinneandel i toppledelsen

Tabell 2 viser selskapene med lavest total kvinneandel i toppledelsen. Her er det en overvekt av de minste selskapene i vårt utvalg. Likevel finner vi hele fire selskaper som er blant de ti største på Oslo Børs. Aker BP som er et stort selskap med hele 15 topplederstillinger, har kun 27 prosent kvinner, altså kun fire kvinner i sin toppledelse. Nordic Semiconductor er også et selskap med en stor ledergruppe på 10 ansatte, men kun 2 kvinner blant disse. Selskaper med en større ledergruppe burde ha mulighet til å oppnå en bedre kjønnsbalanse.

Tabell 2: Oversikt over de 20 selskapene med lavest andel kvinner i toppledelsen per 7. februar 2023.

	Kvinneprosent toppledelsen	Antall topplederstillinger	Kvinnelig CEO	Kvinnelig CFO	Kvinnelig styreleder
Subsea 7	29 %	7			
Entra	29 %	7	Ja		
AutoStore Holding	29 %	7			
TGS	29 %	7			
Aker BP	27 %	15			
Mowi	25 %	8			
Lerøy	25 %	4			
Borregaard	25 %	8			
Nordic Semiconductor	20 %	10			
Hafnia	17 %	6			
Stolt-Nielsen Ltd	17 %	6			
AF Gruppen	17 %	6		Ja	
Frontline	14 %	7		Ja	
Salmar	14 %	7			
NEL	13 %	8			
Elkem	11 %	9			
Adevinta	0 %	5			
Bakkafrost	0 %	3			
Borr Drilling	0 %	2			
Seadrill	0 %	5			Ja

Tabell 2 viser at fem av selskapene i vårt utvalg, Adevinta, Bakkafrost, Seadrill og Borr Drilling, har 0 prosent kvinner i toppledelsen. Adevinta er det syvende største selskapet på

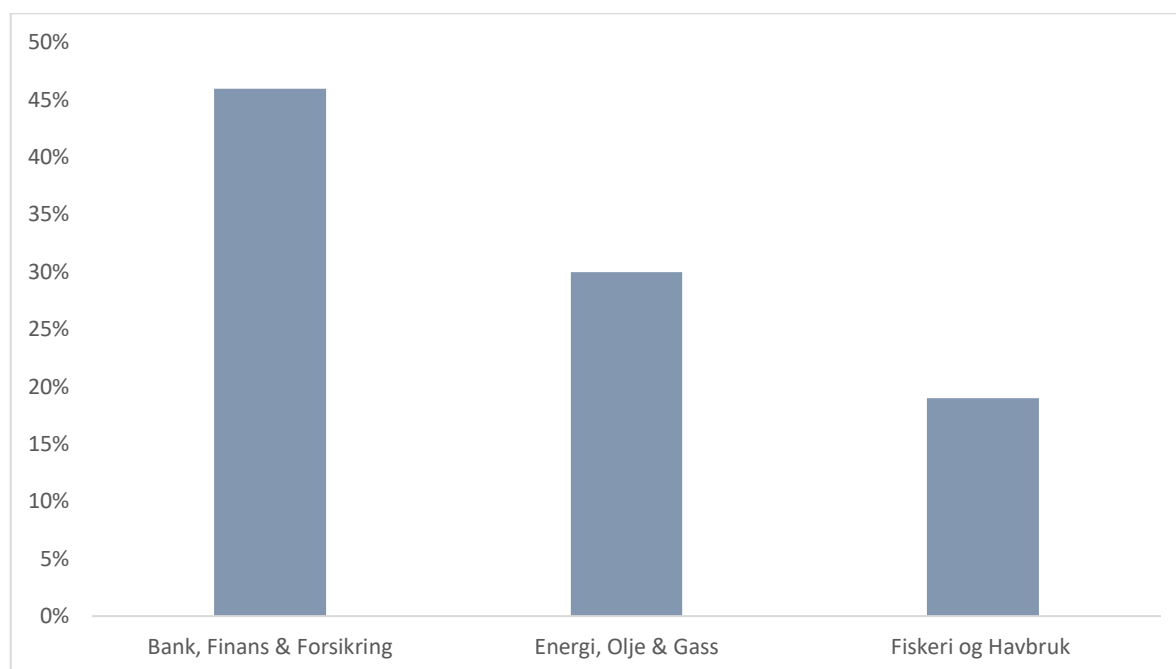
Oslo Børs, men har likevel en ledergruppe bestående utelukkende av menn på det gitte tidspunktet. Her er det relevant å påpeke her at Adevinta har gjort endringer i sin ledergruppe siden februar 2023, og har nå ansatt en kvinnelig CFO. De resterende selskapene som har en kvinneandel på 0 i topplederstillinger, altså Bakkafrost, Seadrill og Borr Drilling, er mindre selskaper. Både Seadrill og Borr Drilling er blant de aller minste av de 40 selskapene i vårt utvalg, mens Bakkafrost i februar er det 19.største selskapet på Oslo Børs. Sistnevnte selskap er situert på Færøyene og er et familiedrevet selskap, noe som kan forklare hvorfor det ikke er noen kvinner i ledelsen i dette selskapet. Vi ser at de største selskapene i vårt utvalg typisk har høyere kvinneandel i toppledelsen enn de små selskapene i vårt utvalg. Seadrill har ingen kvinner i sin ledergruppe, men de har en kvinne som styreleder. Da styreleder ikke inngår i definisjonen som toppledelse gjør ikke dette noe med rangeringen, men det gjør likevel at kjønnsbalansen i selskapet bedres. Blant selskapene i den nederste halvdel av rangeringen er det kun Aker BP og Nordic Semiconductor som har en ledergruppe bestående av 10 eller flere ansatte. Dette samsvarer med studien gjort av Noland et al. (2016) som blant annet konkluderer med at selskapets størrelse var positivt korrelert med kvinneandel i ledelsen.

Kvinneprosent i toppledelse etter bransje

Tabell 3: Oversikt over selskapene i hver bransjekategori.

Bank, Finans & Forsikring	Energi, Olje & Gass	Fiskeri & Havbruk
DNB	Aker BP	Lerøy
Gjensidige	Equinor	Bakkafrost
Storebrand	Hydro	Austevoll Seafood
Sparebank 1	Aker ASA	Mowi
	Vår Energi	Salmar
	Subsea 7	
	NEL	
	Hafnia	
	Aker Solutions	

Figur 5: Kvinneandel i toppledelsen etter bransje per 7. februar 2023.



Figur 5 viser de største bransjene i vårt utvalg, samt kvinneandel i toppledelsen for bransjene. Her er det regnet et gjennomsnitt av kvinneandelen i toppledelsen for selskapene innen bransjen. Bransjekategorien med høyest kvinneandel i topplederstillinger fra vårt utvalg er Bank, Finans og Forsikring. Blant selskaper i denne bransjen er Storebrand og Sparebank 1 som begge har en høy total kvinneandel i toppledelsen, og i tillegg er DNB er det eneste selskapet med kvinner i begge beslutningstakende stillinger og kvinnelig styreleder. Gjensidige, med en kvinneandel på 33 prosent, rangeres også blant de 50 prosent av selskapene med høyest kvinneandel i toppledelsen. Finansbransjen har tradisjonelt sett vært en mannsdominert bransje. Likevel har det i bransjen vært jobbet mye med å få inn flere kvinner, blant annet gjennom Kvinner i Finans Charter (KIFC, 2023) som er et norsk initiativ etter modell fra Women in Finance (Kvinner i Finans). Storebrand, KLP og Norges Bank er her blant initiativtakerne bak Charteret som hvert eneste år leverer en rapport som vurderer om selskapene har møtt sine forpliktelser og hva som er deres forbedringspotensial innen kjønnsbalanse. Olje, gass og energibransjen har flere selskaper med høy kvinneandel i toppledelsen. Dette er også noe overraskende da dette, i likhet med finansbransjen, er en av de bransjene som ofte blir sett på som mannsdominert. Hydro rangerer høyt med 44 prosent totalt, samt kvinnelig CEO og styreleder. Litt lenger ned på listen finner vi Equinor, Vår Energi, Aker Solutions, Subsea 7 og Kongsberg Gruppen. Men i denne bransjen finner vi

også flere selskaper med en lavere kvinneandel i ledelsen, som Hafnia, NEL, Seadrill og Borr Drilling. Fiskeri og Havbruk er den bransjen med lavest gjennomsnittlig kvinneandel i ledelsen. I denne kategorien er det Austevoll Seafood som drar opp snittet noe, med 33 prosent kvinner i topplederstillinger. Mens Salmar og Bakkafrost har den laveste prosentandelen, på henholdsvis 14 og 0 prosent.

Andel kvinner i ulike stillingskategorier

Tabell 4: Kjønnfordeling for ledere i de forskjellige stillingskategoriene per 7. februar 2023.

	Antall menn	Antall kvinner	Prosentandel kvinner
CEO	33	7	17,50 %
CFO	31	7	18 %
HR	3	25	89 %
IT & Teknologi	12	3	20 %
Markedsføring, Salg & Kommunikasjon	14	7	33 %
Bærekraft, Miljø & Sikkerhet	9	7	44 %
Totalt i alle topplederstillinger	221	96	30 %
Styreledere	34	6	15 %

Fra tabell 4 ser vi at HR er en kategori som skiller seg ut ved at 89 prosent av topplederne i denne kategorien er kvinner, HR er dermed en klar kvinnedominert topplederstilling. Videre ser vi at også kategorien for Bærekraft & Miljø er den kategorien etter HR som har flest kvinner, med 44 prosent kvinner. Vi ser altså en høyere andel kvinner i såkalte «myke stillinger». Tabell 4 viser videre at det er klart mannsdominert i topplederstillingene totalt sett, med en kvinneandel på 30 prosent for alle lederstillingene i de 40 største selskapene på Oslo Børs. For selskapene i vårt utvalg er det totalt 317 lederstillinger, hvor fordeling er 221 menn og 96 kvinner. Ifølge SSB var kvinneandelen i alle lederstillinger i Norge i 2019 på 37 prosent (SSB, 2021). Sammenlignet med en CEO eller CFO vil en direktør for HR mest sannsynlig ha en betydelig mindre påvirkning på aksjeavkastningen. Vi ser dermed fra utvalget vårt at kvinner totalt sett i høyest grad er representert i de stillingene med mindre grad av påvirkning på lønnsomheten. Videre ser vi ut fra tabellen en tydelig svakere

representasjon av kvinner i de beslutningstakende stillingene CEO og CFO hvor kvinneandelen kun er på henholdsvis 17,5 og 18 prosent. Av styreledere utgjorde kvinner kun 15 prosent og er dermed den posisjonen som har den laveste andelen kvinner i vårt utvalg.

Kvinneandel i toppledelse i ikke-børsnoterte selskaper

Tabell 5: Oversikt over kvinneandel i toppledelsen for store norske selskaper som ikke er børsnotert per 7. februar 2023.

	Kvinneprosent i toppleidelse	Kvinnelig CEO	Kvinnelig CFO	Kvinnelig styreleder
Statkraft	63 %		Ja	Ja
Tine	57 %		Ja	Ja
OBOS	56 %			
KLP	50 %			Ja
Felleskjøpet	44 %		Ja	Ja
Norsk Tipping	43 %	Ja		Ja
Nortura	42 %	Ja		Ja
Vinmonopolet	40 %	Ja		Ja
Posten	33 %	Ja	Ja	Ja
Bane Nor	33 %			
Møller Gruppen	33 %			
Norges Gruppen	21 %		Ja	
Coop	20 %		Ja	
Reitan Gruppen	10 %			

De 14 ikke-børsnoterte selskapene er tatt med som et referansepunkt opp mot de børsnoterte, for å kunne se eventuelle forskjeller som kan foreligge ettersom de ikke er underlagt kvoteringsloven. Det er som nevnt også hensiktsmessig å se på hvorvidt eierformen for selskapene kan ha innvirkning på andel kvinner både i styret og toppledelsen. Første påfallende faktum å merke seg er den mye høyere andelen kvinner totalt i toppledelsen. 11 av de 14 selskapene har høyere kvinneandel enn gjennomsnittlig kvinneandel for de børsnoterte selskapene, altså 30 prosent. For selskapene presentert i tabell 5 er gjennomsnittlig total kvinneandel 39 prosent. Både Statkraft og Tine har høyere kvinneandel enn Yara og Storebrand, som er de to børsnoterte selskapene med høyest kvinneandel. Disse to selskapene har i tillegg kvinnelig CFO og styreleder.

Selskapene skiller seg også i stor grad fra de børsnoterte dersom vi fokuserer på andelen kvinnelige styreledere og andelen kvinnelige CFOer. Vi finner at de ikke-børsnoterte selskapene har 42 prosent kvinner i stillingene som CFO og 57 prosent i rollen som styreleder. Dette er langt høyere enn hva vi finner for de børsnoterte selskapene. Blant de 14 ikke-børsnoterte selskapene er det 4 selskaper hvor en kvinne er ansatt som CEO, altså 28 prosent. Ettersom disse selskapene klart har en høyere kvinneandel i toppledelsen er det interessant å se på hvem som eier disse selskapene for å forsøke å finne en grunn for at kvinneandelen i topplederstillinger er høyere.

Tine, OBOS, KLP og Felleskjøpet er alle ikke-børsnoterte selskaper som har en høy kvinneandel i ledelsen. Ved kartlegging av eiere av disse selskapene finner man at Tine er et samvirke som eies av melkeprodusenter, OBOS eies av medlemmene, KLP eies av kommuner og offentlige helseforetak og Felleskjøpet er et samvirke eid av bønder. Alle disse selskapene har en høy total kvinneandel i ledelsen. Ser vi på selskapene i tabell 5 med lavest kvinneandel i toppledelsen er dette Norges Gruppen, Reitan Gruppen og Coop. De to førstnevnte selskapene er familieeide selskap som da kan forklare grunnen til at kvinneandelen er lav. I Reitan Gruppen er medlemmer av familien Reitan ansatt i flere av lederstillingene.

Kvinneandel i selskaper med statlig eierinteresse

Tabell 6: Oversikt over selskaper med statlig eierinteresse og kvinneandelen i toppledelsen for disse per 7. februar 2023.

	Statlig eierandel	Kvinneandel i toppledelsen
Statkraft	100 %	63 %
Norsk Tipping	100 %	43 %
Vinmonopolet	100 %	40 %
Posten	100 %	33 %
Bane Nor	100 %	33 %
Equinor	67 %	38 %
Telenor	54 %	40 %
Kongsberg Gruppen	50 %	29 %
Yara	36 %	56 %
DNB	34 %	45 %
Norsk Hydro	34 %	44 %
Aker Solutions	6 %	30 %

Tabellen 6 viser statlig eide selskaper og inkluderer både selskaper som er børs-noterte og ikke børsnoterte. Tabellen viser prosentandel eid av staten, samt kvinneandel i toppledelsen. De uthevede selskapene har alle minimum én kvinne i stillingene som CEO og CFO og styreleder, og vi ser at dette gjelder for 8 av 12 selskapene. Sammenlignet med de 40 selskapene fra tabell 1 og 2 ser vi her en tydelig høyere andel kvinner i toppledelsen. Gjennomsnittlig kvinneandel i toppledelsen for selskapene med statlig eierinteresse er 41 prosent, mot 30 prosent som er gjennomsnittet for de børsnoterte selskapene. Med unntak av Kongsberg Gruppen, ser vi at samtlige selskaper med statlige eierinteresser har en kvinneandel i topplederstillinger på 30 prosent eller høyere.

I stortingets innstilling fra 2019 legges det frem hvordan selskaper med statlig eierandel skal jobbe aktivt mot å oppfylle flere bærekraftsmål (Meld. St. 8 (2019-2020), s. 7). Herunder kommer også mål om minimum 40 prosent kvinner i toppledelse for selskapene. Statens eierberetning fra 2018 viser at det på daværende tidspunkt var en gjennomsnittlig kvinneandel i ledelsen hos statlige selskaper på 40 prosent. I stortingets innstilling trekkes det frem hvordan større grad av mangfold vil være fordelaktig også fra et lønnsomhetsperspektiv. Fra vår statistikk ser vi likevel at flere selskaper med statlig eierinteresse har en kvinneprosent i toppledelsen på under 40 prosent. Her også Posten og Bane Nor som er 100 prosent statlig eid, med 33 prosent kvinner i toppledelsen.

5 Metode og valg av modeller

Vi ønsker å analysere hvorvidt det er en sammenheng mellom aksjeavkastning og høy eller lav kvinneandel i toppledelsen. Dette er markedsbaserte måltall som gir en god indikator på et selskaps prestasjon da det reflekterer forventede framtidige kontantstrømmer og sier derfor mer om selskapsverdier enn hva regnskapsmessige måltall gjør. Dette er av klar relevans for oss ettersom vi er interesserte i å måle ut ifra et ressursbasert og kunnskapsbasert syn på firmaet. Generelt er prestasjonen til et selskap målt mot andre relevante faktorer en viktig avhengig variabel ettersom det gir et godt bilde på hvordan blant annet ledelsen har en innvirkning. Derfor har vi spesielt sett på kvinneandelen i stillingene som CEO og CFO, da dette er de lederne som i størst grad sitter med resultatansvaret i selskapet. Svakheten med å bruke et markedsbasert måltall framfor et regnskapsmessig måltall er at vi ikke i like stor grad får med graden av produktivitet i selskapet, samt hvor effektivt selskapets kapital blir håndtert (Richard et al., 2009).

For å besvare spørsmålet om det finnes en sammenheng mellom kvinneandel i toppledelsen og aksjeavkastning har vi benyttet månedlige aksjekurser i perioden 2018-2023, og da tatt utgangspunkt i toppledelsen for vært enkelt selskap per 7. februar 2023. Denne tidsperioder inneholder flere spesielle hendelser herunder både Covid-19 pandemien og krigen i Ukraina. Dette er faktorer som har påvirket aksjemarkedet i tidsperioden, hvilket vi må ta høyde for når resultatet skal analyseres. En annen svakhet ved våre modeller er at kvinneandelen i toppledelsen kan ha endret seg i denne perioden, uten at vi tar høyde for dette. Vårt mål er å teste om kvinner i toppledelsen har statistisk signifikant effekt på avkastningen til selskapene i vårt utvalg. Vi har valgt tre modeller for å teste dette. På grunn av mangel på tilstrekkelig med data er Vår Energi ekskludert, og det er derfor kun 39 selskaper med i den kvantitative analysen.

Innledningsvis estimerer vi Beta ved hjelp av CAPM. Dette gir følgende modell:

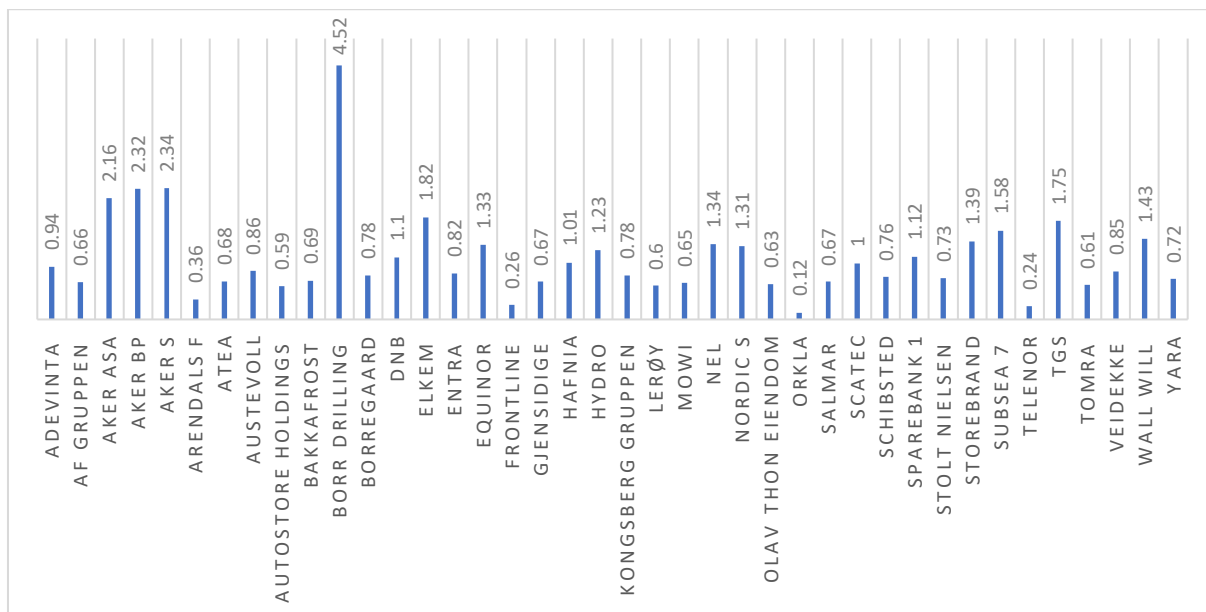
$$r_i = r_f + \beta_i [r_m - r_f] + \varepsilon_i$$

Hvor;

r_i = Forventet avkastning for selskap i

β_i =Beta for selskap i

Figur 66: Estimerte Betaer for selskapene i vårt utvalg med OSE Index som markedsindeks for perioden februar 2018 - februar 2023.



Modell 1: Korrelasjonsanalyse

Denne modellen er en grafisk framstilling som viser sammenhengen mellom kvinneandelen i toppledelsen og aksjeavkastningen til selskapene i vårt utvalg. Målet med dette er å undersøke om det finnes en lineær sammenheng mellom variablene. Som en del av denne modellen har vi kalkulert korrelasjoner vi mener er relevante og interessante når det kommer til kvinneandel, risiko og avkastning. De forskjellige korrelasjonene har følgende mål:

- 1) Undersøke om det er en signifikant korrelasjon mellom de ulike kvinnefaktorene. Eksempelvis kvinnelig CEO og kvinnelig styreleder.
- 2) Undersøke om det er en signifikant korrelasjon mellom gjennomsnittlig avkastning og høy kvinneandel.
- 3) Undersøke om det er en signifikant korrelasjon mellom kvinnefaktorene og selskapenes Beta.

Korrelasjonene er estimert etter følgende formel:

$$\text{Corr}[X, Y] = \frac{\text{Cov}[X, Y]}{\sqrt{\text{VAR}[X] * \text{VAR}[Y]}}$$

Modell 2: Regresjonsanalyse

Fra CAPM får vi at det eneste som utover markedet og risikofrirente skal påvirke avkastningen, er Beta. Vi ønsker i vår kvantitative analyse å undersøke om det er noe annet enn Beta som påvirker avkastningen for selskap i . Derfor har vi utarbeidet dummy-variabler i vårt forsøk på å finne ut om det er en kvinnefaktor som påvirker avkastningen.

$$\bar{r}_i = \alpha + \lambda_1\beta_i + \lambda_2KH\emptyset y_i + \lambda_3KCEO_i + \lambda_4KCFO_i + \lambda_5KS_i + \lambda_6KCEO, CFO, S_i + \varepsilon$$

Hvor;

\bar{r}_i = gjennomsnittlig avkastning for selskap i i perioden 2018-2023

β = Beta for selskap i

$KH\emptyset y_i$ = 1 hvis selskap i hører til den øverste halvdel av total kvinneandel i toppledelsen

$KCEO_i$ = 1 hvis CEO er kvinne i selskap i

$KCFO_i$ = 1 hvis CFO er kvinne i selskap i

KS_i = 1 hvis styreleder er kvinne i selskap i

$KCEO, CFO, S_i$ = 1 hvis CEO, CFO eller styreleder er kvinne i selskap i

ε = restledd

Et signifikant resultat for en eller flere av variablene vil tyde på at den aktuelle variabelen har påvirket gjennomsnittlig avkastning for selskapene i vårt utvalg i perioden 2018-2023.

Modell 3: Analyse av porteføljene «Høy» og «Lav»

I tillegg til korrelasjonsanalysen og regresjonsanalysen vil vi gjøre en sammenligning av to porteføljer satt sammen etter høy eller lav kvinneandel. Portefølje «Høy» består av selskapene i vårt utvalg med en kvinneandel i ledelsen på 40 prosent eller høyere. Portefølje «Lav» består av selskapene i vårt utvalg med en kvinneandel i ledelsen på 20 prosent eller lavere.

Porteføljene inneholder følgende selskaper, der alle selskaper er vektet likt:

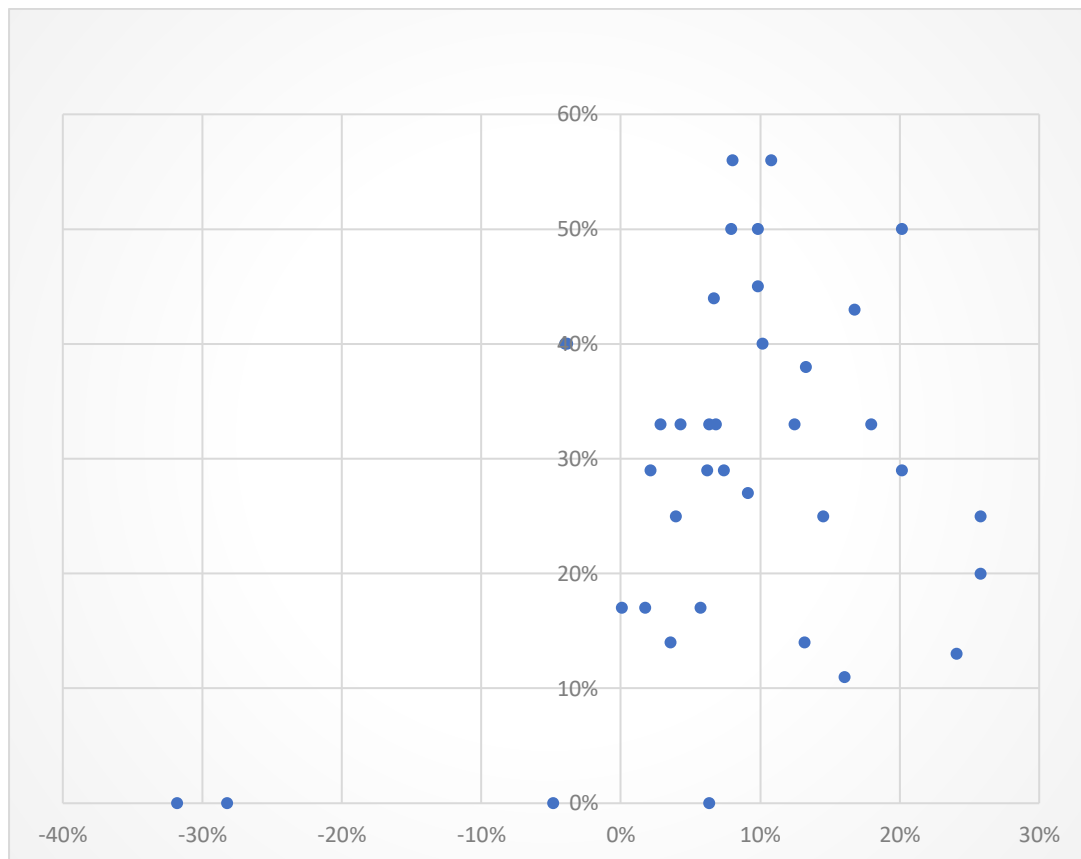
Tabell 7: Selskaper inkludert i porteføljene "Høy" og "Lav".

Portefølje "Høy"	Portefølje "Lav"
DNB	NEL
Yara	Adevinta
Hydro	AF Gruppen
Olav Thon	Bakkafrost
Orkla	Elkem
Schibsted	Nordic Semiconductor
Sparebank 1	Salmar
Storebrand	Frontline
Veidekke	Seadrill
	Borr Drilling
	Stolt Nielsen

6 Resultater

I dette kapittelet presenteres resultatene etter den kvantitative analysen. Først presenterer vi en visuell framstilling av sammenhengen mellom aksjeavkastning og andel kvinner. Deretter presenterer vi funnene fra korrelasjonene i modell 1 for å se om noen av kvinnefaktorene gir noen signifikante sammenhenger mellom andel kvinner i ledelsen, avkastning på selskapene og risikoen i selskapet. Videre presenteres resultatene fra regresjonsanalysen i modell 2 for å se om avkastningen kan forklares av noen av kvinnefaktorene. Til slutt presenterer vi resultatene fra modell 3. Her presenteres først en visuell framstilling av utviklingen til de to konstruerte porteføljene før vi presenterer resultatene.

Figur 77: Sammenheng mellom aksjeavkastning (x) og kvinner i toppledelsen i perioden februar 2018 - februar 2023.



Diagrammet er laget for å undersøke om vi finner en lineær sammenheng mellom aksjeavkastning og kvinner i ledelsen. Ut ifra grafen er det vanskelig å se en sammenheng. De fleste selskapene ligger et sted mellom 5 prosent og 15 prosent gjennomsnittlig årlig avkastning. Her er det heller ikke regulert for selskapets risiko. Dersom et selskap er mer

volatilt vil man forvente en høyere avkastning. Vi ser nærmere på korrelasjoner mellom kvinneandel i toppledelse og avkastning senere i kapitlet, da for å undersøke om det er en positiv korrelasjon mellom høy kvinneandel og høy avkastning.

Modell 1: Korrelasjonsanalyse

Tabell 8: Korrelasjon mellom kvinnefaktorene.

	KCEO	KCFO,CEO,S	KS	KCFO
KHØY	0,46**	0,70**	0,42**	0,13
KCFO	0,10	0,50**	-0,04	
KS	0,54**	0,42**		
KCFO,CEO,S	0,46**			

* signifikant på 90%

** signifikant på 95%

Resultatene i tabell 8 viser flere signifikante positive korrelasjoner. For selskapene i vårt utvalg er korrelasjonen mellom høy kvinneandel i toppledelse totalt og kvinne som CEO, CFO eller styreleder 0,7. Fra korrelasjonene ser vi at KHØY er positivt signifikant korrelert med KCEO, KCFO,CEO,S og KS. Spesielt høy er korrelasjonen mellom kvinnelig styreleder og kvinnelig CEO på 0,54.

Tabell 9: Korrelasjon mellom gjennomsnittlig avkastning og kvinnefaktorer i perioden februar 2018 - februar 2023.

	Gj.avkastning
KHØY	0,13
KCEO	-0,04
KCFO	0,02
KS	-0,18
KCEO, CFO eller S	0,13

* signifikant på 90%

** signifikant på 95%

Ut fra tabell 9 ser vi at korrelasjonsanalysen ikke gir noen signifikante sammenhenger mellom noen av kvinnefaktorene og gjennomsnittlig avkastning. Tabellen viser kun svake positive korrelasjoner mellom faktorene CEO,CFO eller styreleder og gjennomsnittlig avkastning, og

gjennomsnittlig aksjeavkastning. Vi har dermed ikke grunnlag for å si at høyere andel kvinner eller at kvinner i spesifikke operative lederstillinger har positiv effekt på aksjeavkastningen.

Tabell 10: Korrelasjoner mellom Beta og kvinnefaktorer i perioden februar 2018 - 2023.

	<i>Beta</i>
<i>KHØY</i>	-0,22
<i>KCEO</i>	-0,15
<i>KCFO</i>	-0,25
<i>KS</i>	-0,15
<i>KCFO,CEO eller S</i>	-0,36**

* signifikant på 90%

** signifikant på 95%

Tabell 10 viser at samtlige variabler får en svak negativ korrelasjon med Beta, men kun én som er statistisk signifikant. Dette indikerer at for vårt utvalg kan selskapene med kvinnelig CEO, CFO og/eller ha en lavere Beta, altså lavere risiko sammenlignet med selskaper som ikke har dette.

Modell 2: Regresjonsanalyse

Regresjonen med dummy-variabler er gjort etter følgende modell:

$$\bar{r}_i = \alpha + \lambda_1\beta_i + \lambda_2KH\delta y_i + \lambda_3KCEO_i + \lambda_4KCFO_i + \lambda_5KS_i + \lambda_6KCEO, CFO, S_i + \varepsilon$$

$$N=39$$

Fra regresjonen får vi resultatene presentert i tabell 11.

Tabell 11: Resultat fra regresjon med kvinnefaktorene i perioden februar 2018 – februar 2023.

	Beta	KHØY	KCEO	KCFO	KS	KCEO, KCFO,KS
Koeffesient	-0,0029	0,002	-0,0004	-0,003	-0,008	0,003
T Verdi	0,47	0,47	-0,07	-0,8	-1,66	0,64
Alpha	0,0085**					
T Verdi Alpha	2,33					
R kvadrat	0,1					

* signifikant på 90%

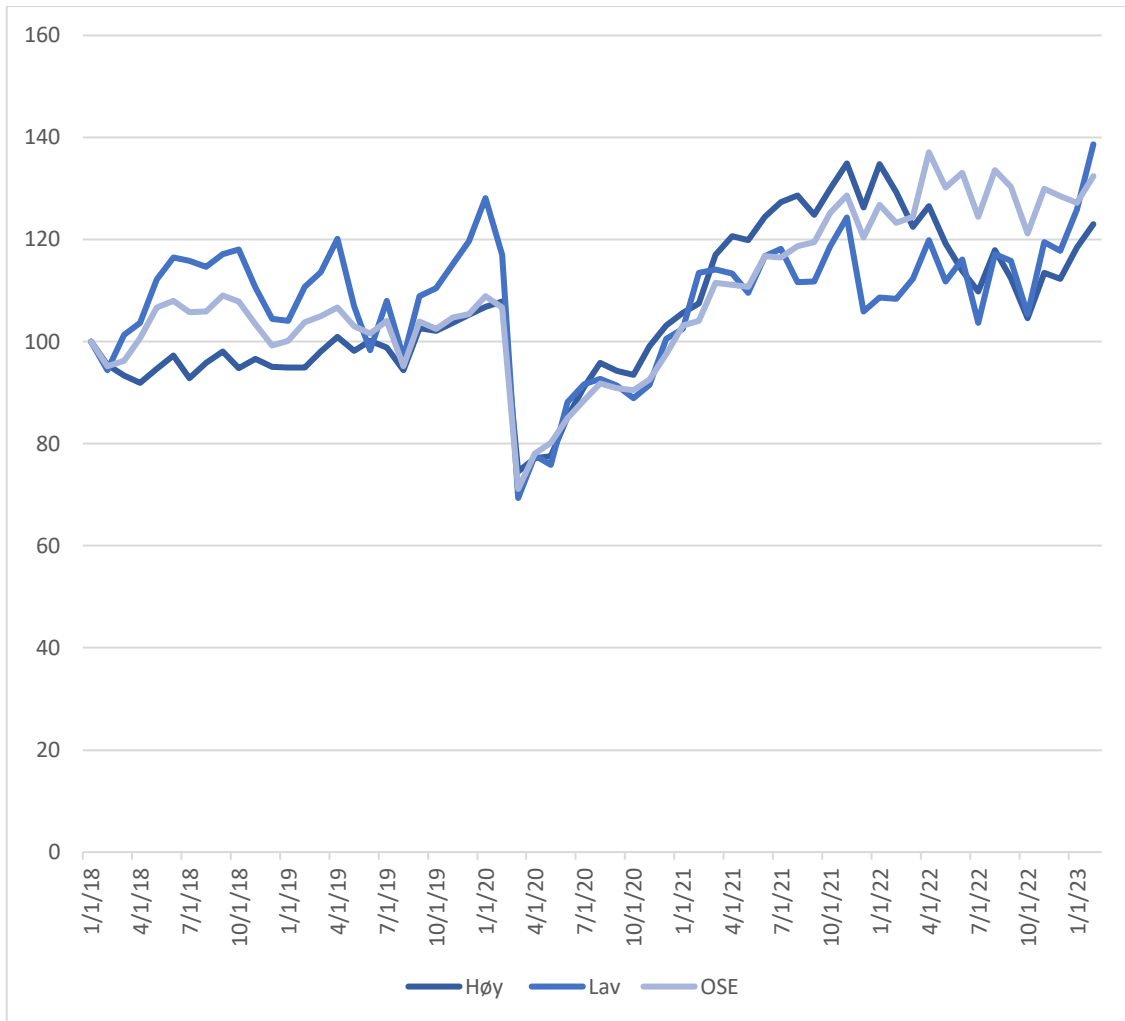
** signifikant på 95%

Resultatene fra modell 2 viser ingen signifikante koeffisienter for noen av kvinnefaktorene. En signifikant koeffisient fra regresjonen ville betydd at den aktuelle variabelen hadde påvirket gjennomsnittlig avkastning for perioden. Det nærmeste vi har et signifikant resultat er for kvinnelig styreleder med koeffisienten -0,008 og T-verdi på -1,6. Dersom denne hadde vært signifikant ville dette kunne tilsi at kvinnelig styreleder hadde påvirket avkastningen negativt i perioden. Likevel er det her verdt å merke seg at det er en svakhet for variablene KCEO, KCFO og KS, at de inneholder svært få selskaper. Derfor ville vi ikke, selv med et signifikant resultat for kvinnelig styreleder, kunne konkludert med at dette var negativt for selskapets avkastning. Skjæringspunktet på 0,0085 er signifikant på et 95 prosent nivå, og representerer gjennomsnittlig avkastning for selskapene i utvalget. Det at denne er signifikant er ikke relevant med hensyn på kvinneandel og avkastning, det betyr kun at gjennomsnittlig avkastning for selskapene i vårt utvalg er signifikant positivt.

Modell 3: Analyse av porteføljene «Høy» og «Lav»

Figur 9 viser kumulativ fremstilling av gjennomsnittlig månedlig avkastning for portefølje «Høy», portefølje «Lav» og Oslo Børs Indeks for perioden 2018-2023. Fra grafen ser vi ingen tydelige forskjeller i avkastning for perioden. Enkelte perioder har «Lav» en høyere avkastning, mens «Høy» har en høyere avkastning i andre deler av perioden. Fra den grafiske fremstillingen kan det virke som at portefølje «Lav» har en noe høyere avkastning sammenlignet med «Høy».

Figur 88: Kumulativ avkastning for porteføljene "Høy" og "Lav", og markedsindeksen for perioden februar 2018 - februar 2023.



Fra tabell 12 ser vi at portefølje «Lav» ville gitt en høyere avkastning enn portefølje «Høy» for perioden. For å finne ut om vi har en signifikant forskjell mellom porteføljene gjør vi en T-test og får en T-verdi på 0,41. Dette tilsier at det ikke er en signifikant forskjell på avkastningene til porteføljene og vi kan ikke si at den ene presterer bedre enn den andre. Samtidig viser resultatene en høyere risiko ved investering i portefølje «Lav». Portefølje «Lav» er i større grad volatil, og det vil dermed være å forvente at den har en høyere avkastning. Sharpe Ratio er noe høyere for porteføljen «Lav» opp mot «Høy», men heller ikke her er det stor forskjell. Beta og Alpha for porteføljene er estimert opp mot Oslo Stock Exchange. «Lav» har en høyere Beta enn «Høy», som innebærer at denne porteføljen er mer eksponert for systematisk risiko i perioden. Ingen av Alphaene er statistisk signifikant. En svakhet med sammensetningen av porteføljene er at portefølje «Lav» har flere selskaper enn portefølje «Høy». Dette gjør at «Lav» nok vil være diversifisert i større grad.

Tabell 12: Annualisert avkastning, standardavvik, Sharpe Ratio, Beta og Alpha for porteføljene "Høy" og "Lav" fra perioden februar 2018 - februar 2023.

	Portefølje "Høy"	Portefølje "Lav"
Avkastning	6,12 %	9,24 %
Risiko	19,47 %	29,03 %
Sharpe Ratio	0,1	0,18
Beta	0,84	1,24
Alpha	0,005	0,0007

Modell 3 gir ingen signifikante forskjeller og vi kan dermed ikke konkludere med at den ene porteføljen presterer bedre enn den andre over perioden. Portefølje «Høy» har noe lavere avkastning, men også et lavere standardavvik. Avkastningen for portefølje «Lav» er ikke signifikant høyere enn avkastningen for portefølje «Høy».

7 Diskusjon

Resultatene fra våre analyser viser ingen signifikante sammenhenger mellom en høyere andel kvinner i toppledelsen og høyere aksjeavkastning, og vi har dermed hverken grunnlag for å si at økt andel kvinner i toppledelsen øker selskapets aksjeavkastning. I korrelasjonsanalysen mellom kvinnefaktorene og beta derimot får vi en signifikant beta på 90 prosent for kvinnefaktoren CEO,CFO,S, som indikerer at selskaper med kvinnelig CEO, CFO og/eller styreleder kan ha en lavere systematisk risiko. I tillegg gir resultatene fra korrelasjonsanalysen mellom de ulike kvinnefaktorene flere signifikante resultater både på 90 og 95 prosent nivå.

De signifikante resultatene mellom kvinnefaktorene i korrelasjonsanalysen kan ses i sammenheng med Birkelund og Petersen (2012) sine funn om at vi gjerne rekrutterer likeartede mennesker for å danne grupper med de som har like personlige karakteristikk. Dermed kan man antyde at de selskapene som har høyest forekomst av kvinner i stillingene CEO, CFO og/eller styreleder også gjerne er de som jobber mest for å rekruttere flest kvinner inn i toppledelsen. Vi kan også se at dette stemmer overens med vårt utvalg i tabell 1 og 2 der tabell 1 som viser høyest andel kvinner i toppledelsen også er de selskapene med høyest forekomst av kvinnelig CEO, CFO og/eller styreleder. Likevel, som vi ser fra utviklingen etter kvoteringsloven som falt på plass i 2003 holder kvinneandelen i toppledelsen seg lav og spesielt stillingene CEO, CFO og styreleder fortsetter å være dominert av menn. Våre funn, sammen med Birkelund og Petersen (2012) antyder da at ettersom menn fortsetter å dominere stillingene som CEO, CFO og styreleder så hjelper det lite at den totale andelen kvinner, enten det er i styret eller i toppledelsen, er høy. Det samme ser vi ved å sammenligne toppledelsen i selskapene som ikke er børsnoterte med de børsnoterte, som viser at andelen kvinner i toppledelsen generelt er høyere for de ikke-noterte selskapene. Selv om utvalget er for lite til å kunne si noe om signifikante sammenhenger ser vi også her at det er motstridende med formålet om at kvoteringen av de børsnoterte selskapene skulle gi økt andel kvinner i toppledelsen.

Dette kan også ses i sammenheng med utvalget lenger ned i toppledelsen. De operative stillingene er mannsdominert, mens det som drar opp andelen kvinner totalt i toppledelsen er deres representasjon i mellomledelsen og støtteposisjonene som definert av CORE (2022). Våre tall viser en spesielt høy andel kvinner i HR, kommunikasjon, markedsføring og bærekraft. Spesielt skiller stillingen som HR direktør ut i vårt utvalg, hvor hele 89 prosent av

disse stillingene er fylt av en kvinne. På mange måter samsvarer dette med tallene fra kvinners interesseområder utarbeidet av World Economic Forum (2022). Tallene viser at kvinner foretrekker å bruke tid på å forbedre seg på områder som omhandler mer sosiale ferdigheter som kommunikasjon, aktiv lytting og sosial påvirkning (WEF, 2022). Sammen med at kvinner i følge Whitehead (2017) er mer åpne for diskusjon og bedre på å ta hensyn til og bruke av kunnskapen og erfaringen som ligger i selskapet er ikke den høye andelen kvinner i HR stillingene overraskende.

I korrelasjonsanalysen mellom kvinnefaktorene og selskapenes beta får vi en signifikant sammenheng for selskapene med CEO, CFO og/eller styreleder. Dette indikerer at selskaper med en kvinne i en av de øverste stillingene har lavere systematisk risiko enn selskapene med overtall av menn i disse stillingene. Dette kan henge sammen med studiene om at kvinner og menn forholder seg ulikt til risiko (Barber og Odean, 2001; Gyler et al., 2002) og at en kvinne i høyere grad tar mer gjennomtenkte beslutninger enn menn (Barber og Odean, 2001). Basert på sammenhengen om at selskaper med kvinnelig CEO, CFO og/eller styreleder også har høyere andel kvinner totalt i toppledelsen kan dette også ses i sammenheng med at selskaper med mer likestilt toppledelse skaper rom for mer veloverveide beslutninger som igjen gir lavere risiko (Shrinidhi et al., 2011; Jizi og Nehme, 2017; Trocmé og Benktander, 2018). Likevel er det viktig her å påpeke at vårt utvalg er lite og ikke tar høyde for eventuelle bransjespesifikke risikoer og noen av selskapene kan dermed ha vært mer utsatt for dette gjennom perioden enn andre uavhengig av kjønnsfaktoren. En annen, og nok mer sannsynlig, grunn for lavere systematisk risiko i selskapene med høy kvinneandel i toppledelsen typisk er store og/eller delvis statseide selskaper. Dette er selskaper som har jobbet målrettet med å øke kvinneandelen i ledelsen gjennom mange år. Disse selskapene er typisk de samme selskapene som også har en beta nærme markedet, altså 1.

I den siste modellen, modell 3, finner vi ingen signifikante forskjeller mellom de konstruerte porteføljene «Høy» og «Lav». Porteføljen med «Lav» viser høyere avkastning og risiko, men ettersom flere av selskapene også inngår i samme bransje er tallene for svake til å kunne antyde noe annet enn at dette heller handler om bransjespesifikke faktorer. Det samme gjelder for beta som viser seg å være høyere for portefølje «Lav» enn for portefølje «Høy». For porteføljene er det i tillegg slik at portefølje «Lav» inneholder flere selskaper, og vil dermed være diversifisert i større grad enn «Høy». Vi ser at selskapene med høy kvinneandel typisk er store selskaper, og det er derfor ikke overraskende at portefølje «Lav» er volatil i større grad.

Utvalget og tidsperioden i vårt utvalg kan forklare mangelen på signifikante resultater for sammenhengen mellom andel kvinner i toppledelsen og selskapets aksjeavkastning. Tidsperioden vi har valgt er inneholder flere bemerkelsesverdige perioder, blant annet Covid-19 pandemien og krigen i Ukraina, som har hatt kraftig innvirkning på aksjemarkedet. Dersom vi skulle utvidet vår studie på jakt etter signifikante resultater kunne man gjort en studie der vi inkluderte flere selskaper på et globalt plan. Med et større og globalt utvalg ville det vært mulig å sammenligne likere selskap, samt ha et større antall selskaper med både lav og høy kvinneandel i toppledelsen. I porteføljene «Høy» og «Lav» er det et lavt antall selskaper, som vil resultere i at enkeltelskap kan påvirke resultatet for porteføljen i stor grad. Vi kunne også foretatt sammenligninger med selskaper innenfor samme sektor eller bransje globalt for å redusere sannsynligheten for at det er andre faktorer som driver differanseavkastningen mellom selskapene. Ved en av disse tilnærmingene vil arbeidet bli mye mer omfattende, da det krever en stor datainnsamling. En annen justering som vil gjøre resultatene mer pålitelige er å regulere for endringer i toppledelsen. En løsning her ville vært å lage årlige tall for kvinneandel i toppledelsen for å ta høyde for endringer i selskapene. Vi kunne også foretatt sammenligninger med selskaper innenfor samme sektor eller bransje globalt for å redusere sannsynligheten for at det er andre faktorer som driver differanseavkastningen mellom selskapene. Dette har vi ikke tatt høyde for i vår utredning.

8 Konklusjon

Mangelen på signifikante resultater mellom andelen kvinner i toppledelsen og aksjeavkastningen gir oss ingen grunnlag for si at selskaper med høyere andel kvinner i ledelsen presterer bedre enn selskap med lavere kvinneandel for vårt utvalg. Bakgrunnen for problemstillingen er den fortsatte underrepresentasjonen av kvinner i topplederstillinger og det har derfor vært naturlig å også drøfte dette i vår utredning med de faktorene som er med på å opprettholde denne underrepresentasjonen. Dette er naturlig nettopp fordi det er ingenting som tilsier at kvinner ikke skal ha like muligheter som menn til å ta del i toppledelsen og det derfor er påfallende at vi fortsatt er i en situasjon der kvinner år etter år fortsetter å være underrepresentert.

Dette handler altså ikke om at kvinner skal overta førerretet, men at vi må endre våre holdninger til rollene kvinner og menn har i samfunnet. Selv om vi fra våre analyser ikke kan konkludere med at en høyere andel kvinner i lederstillinger gir økt avkastning, er det flere studier som peker på at kjønnsbalanse i toppledelsen har gir en økt lønnsomhet for selskapet. Dette begrunnes blant annet med at selskapene tar flere veloverveide beslutninger som følge av flere innfallsvinkler, som igjen vil ha effekt både på selskapets lønnsomhet og risiko, noe som også er utgangspunktet for at Norge spesielt fortsetter å jobbe for løsninger for å tette gapet. Blant annet ser vi antydninger til at statlig eide selskaper ser ut til å ha høyere andel kvinner i toppledelsen noe som indikerer at dersom eiere av selskap setter krav om at ulikestillingen skal utjevnes så er dette fullt mulig selv med alle forklaringsfaktorene lagt til grunn.

For, som Nicolay Tangen selv sier så har vi fremdeles flere utdaterte oppfatninger om hva det vil si å være en god leder og god forvalter. Tangens poeng er at enkelte fag og stillinger som man tradisjonelt tenker på som tungt og kvantitativt, i større grad krever «mykere» egenskaper som kvinner ofte innehar og verdsetter. Manglene på signifikante resultater fra vår utredning vil ikke dermed si at Tangens utsagn er galt, men heller at utvalget vårt er for lite til at en faktor som kvinneandel vil ha signifikant betydning for avkastningen.

Vi har i vår utredning hentet inspirasjon fra tidligere studier som tar for seg kvinner i ledelsen og selskapets prestasjoner. Til sammenligning er vårt datautvalg lite og går over en kort tidsperiode som gjør det svært sensitivt for ekstremverdier som perioden har vært utsatt for.

Mangelen på data for eventuelle utskiftninger i toppledelsen i perioden er også en svakhet i vår oppgave ettersom vi derfor ikke har kunnet tatt høyde for hverken hvordan eventuelle endringer av kjønn i de øverste stillingene kan gi utslag på aksjekursen, ei heller om spesifikke grunnlag for utskiftingene. For vårt utvalg er det ikke mange nok selskaper med særlig høy kvinneandel i toppledelse eller særlig lav kvinneandel. Dette gjør at mange av selskapene er for like med hensyn på kvinneandel i toppledelsen. Marginene er da for små for at kvinnefaktoren påvirker avkastningen. Det er mange faktorer som driver avkastningen til et selskap, og det er krevende å finne systematiske faktorer på tvers av bransjer som påvirker avkastningen. En svakhet som det er vanskelig å komme rundt når utvalget kun består av norske selskaper, er at det norske markedet er dominert av noen store selskaper i få bransjer. Eneste måten å bøte med dette vil være at analysen utvides utenfor Norge. En utvidelse av utvalget på et globalt plan ville gjort at vi hadde inkludert flere selskaper med både lav og høy kvinneandel i toppledelsen. Det er da mulig vi ville sett signifikante resultater slik som flere tidligere studier har gjort.

Referanser

Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The quarterly journal of economics*, 116(1), 261-292.

<http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Papers/gender/BoysWillBeBoys.pdf>

NOU 2008:6. (2008). *Kjønn og lønn – Fakta, analyser og virkemidler for likelønn*. Barne- og familiedepartementet.

NOU 2012:15. (2015). *Politikk for likestilling*. Barne- og familiedepartementet.

Ot.prp.nr.97 (2002-2003). *Om lov om endringer i lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper, lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper og i enkelte andre lover (likestilling i styret i statsaksjeselskaper, statsforetak, allmennaksjeselskaper mv.)* Barne- og familiedepartementet.

<https://www.regjeringen.no/contentassets/d91a84242b8347c5a39ed0061558dcf0/no/pdfs/otp200220030097000dddpdfs.pdf>

Birkelund, E. G & Petersen, T. (2012). Det norske likestillingsparadokset. I I. Frønes og L. Kjølørød (Red.), *Det norske samfunn* (s. 144-163). Gyldendal. DOI:

<https://doi.org/10.13140/2.1.2677.6649>

Bringedal, K. H. & Lappegård, T. (2012, 7. mars). Småbarnsforeldre sier ja til fedrekvote.

Statistisk Sentralbyrå. Hentet fra: <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/smaabarnsforeldre-sier-ja-til-fedrekvote>

Catalyst. (2004). *The bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*.

Catalyst. [https://www.catalyst.org/wp-](https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The_Bottom_Line_Connecting_Corporate_Performance_and_Gender_Diversity.pdf)

[content/uploads/2019/01/The Bottom Line Connecting Corporate Performance and Gender Diversity.pdf](https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2019/01/The_Bottom_Line_Connecting_Corporate_Performance_and_Gender_Diversity.pdf)

Catalyst (3. februar, 2023). Women CEO of the S&P 500 (List). Hentet fra:

<https://www.catalyst.org/research/women-ceos-of-the-sp-500/>

Charness, G. & Gneezy, U. (2012). Strong evidence for gender differences in risk taking. *Journal of Economic Behavior Organ* 83(1). 50-58. DOI:

<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.06.007>

Collinson, D.L. & Hearn, J. (1996). Breaking the Silence: On Men, Masculinities and Managements. *Men as managers, managers as men: Critical perspectives on men, masculinities and managements* (pp. 1-24). Sage Publications. DOI:

<https://doi.org/10.4135/9781446280102.n1>

Cook, A. & Glass, C. (2013). When are women and racial/ethnic minorities promoted to CEO? *Strategic Management Journal* (35)6. 1080-1089. DOI:

<https://doi.org/10.1002/smj.2161>

CORE – Senter for likestillingsforskning. (2016). *CORE Topplederbarometer 200*

CORE – Senter for likestillingsforskning. (2022). *CORE Topplederbarometer 200*

Correll, S. J & Benard, S. (2007). Getting a Job: Is There a Motherhood Penalty? *American Journal of Sociology* 112(5). 1297-1339. DOI: <https://doi.org/10.1086/511799>

Cotter, D.A., Hermsen, J.M., Ovadia, S. & Vanneman, R. (2001) The Glass Ceiling Effect. *Social Forces*, 80(2), 655-681. <https://www.jstor.org/stable/2675593>

Crosen, R. & Gneezy, U. (2009). Gender Differences in Preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448-474. DOI: <https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>

Cuddy, A. J., Fiske, S. T. & Glick, P. (2004). When Professionals Become Mothers, Warmth Doesn't Cut the Ice. *Journal of Social Issues* 60(4). 701-718. DOI:

<https://doi.org/10.1111/j.0022-4537.2004.00381.x>

Dawson, C. (2023). Gender Differences in optimism, loss aversion and attitudes towards risk. *British Journal of Psychology*. DOI: <https://doi.org/10.1111/bjop.12668>

Eagly, A. H. & Carli, L. L. (2007). *Through the Labyrinth: The Truth About How Women Become Leaders*. Boston: Harvard Business Press.

Eckel, C. C. & Grossman, P. J. (2002). Sex differences and statistical stereotyping in attitudes towards financial risk. *Evolution and Human Behavior*, 23(4), 281-295. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1090-5138\(02\)00097-1](https://doi.org/10.1016/S1090-5138(02)00097-1)

Faccio, M., Marchica, M. & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39(C), 193-209. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>

Fanghol, T. A. (2023, 25. januar) Vil myke opp finansfaget: - Kvinner er trolig bedre forvaltere. *Khrono*. <https://khrono.no/vil-myke-opp-finansfaget-kvinner-er-trolig-bedre-forvaltere/753271>

Fredriksen, K. (2019, 5. mars). På stedet hvil: Kvinner dominerer offentlig sektor, menn privat sektor. *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/pa-stedet-hvil-kvinner-dominerer-offentlig-sektor-og-menn-privat>

Frøvoll, G. L. (2021). Hvorfor trenger vi en sterk privat sektor? *Civita*. Hentet fra: https://civita.no/content/uploads/2021/08/Notat_15_2021_Hvorfor-trenger-vi-en-sterk-privat-sektor.pdf

Gomes, P. & Kuehn, Z. (2019). You're the One that I Want! Public Employment and Women's Labor Market Outcomes. *IZA Discussion Paper No. 12702*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3475808>

Gysler, M., Kruse, J.B. & Schubert, R. (2002). Ambiguity and gender differences in financial decision making: An experimental examination of competence and confidence effects. *Swiss Federal Institute of Technology, Center for Economic Research. WFI 2002(23)*. DOI: <https://doi.org/10.3929/ethz-a-004339594>

Halrynjo, S., Kitterød, H., Mangset, M. & Skorge, Ø. S. (2022). *CORE Næringslivsstudie – kjønnsbalanse på toppen i næringslivet: Hindringer og muligheter*. (Rapport 2022:4). Institutt

for samfunnsforskning. https://samfunnsforskning.brage.unit.no/samfunnsforskning-xmloi/bitstream/handle/11250/2984123/Rapport_4_22_web.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Halrynjo, S., Kjos, H. L. & Torjussen, S. A. A. (2019). *Kvinner og karriere i finans: Får ikke, kan ikke eller vil ikke?* (Rapport 7:19) Institutt for samfunnsforskning. <https://samfunnsforskning.brage.unit.no/samfunnsforskning-xmloi/bitstream/handle/11250/2597048/Kvinner%20og%20karriere%20i%20finans.pdf?sequence=5&isAllowed=y>

Heilman, M.E. & Okimoto, T.G. (2008). Motherhood: A potential source of bias in employment decisions. *Journal of Applied Psychology*, 93(1). 189-198. DOI: <https://doi.org/10.1037/0021-9010.93.1.189>

Hymowitz, C. & Schellhardt, T. (1986). The Corporate Woman: (A Special Report): Why women can't seem to break the invisible barrier that blocks them from the top jobs. *The Wall Street Journal*, 1, 4-5.

Jizi, M. I. & Nehme, R. (2017). Board Gender Diversity and Firms' Equity Risk. *Equality, Diversity and Inclusion: An International Journal*, 36(2), 590-606. DOI: <https://doi.org/10.1108/EDI-02-2017-0044>

Johnson, J.E.V & Powell, P.L. (1994). Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different? *British Journal of Management*, 5(2), 123-138. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.1994.tb00073.x>

Judge, E. (2003). Women on board: help or hindrance? *The Times*.

Keloharju, M., Knüpfer, S. & Tåg, J. (2017) *What Prevents Women From Reaching the Top?* IFN Working Paper No. 111, Harvard Business School Research Paper Series No. 16-092. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2730207>

Khan, A.W. & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economic and Business*, 67(c), 55-66. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>

KIFC (2023). *Vi skal bidra til å øke andelen kvinner i ledende posisjoner i finansnæringen i Norge*. Hentet 9. juli 2023 fra:

<https://www.kvinnerifinans.com><https://www.kvinnerifinans.com>

Kitterød, H. & Halrynjo, S. (2019). Mer likestilling med fedrekvote? *Kilden kjønnsforskning*. Utgave 2/2019. <https://kjonnsforskning.no/nb/mer-likestilling-med-fedrekvote>

Kotiranta, A., Kovalainen, A. & Rouvinen, P. (2007). Female Leadership and Firm Profitability. *EVA Analysis*. https://www.eva.fi/wp-content/uploads/files/2133_Analyysi_no_003_eng_FemaleLeadership.pdf

Martinsen, M.L. & Glasø, L. (2013). Personlighet og ledelse, i Rønning, Brochs-Haukedel, Glasø & Matthiesen (red.): *Livet som leder. Lederundersøkelsen 3.0*. Fagbokforlaget 2013. <https://forskning.no/arbeid-handelshoyskolen-bi-ledelse-og-organisasjon/personlighet-til-a-lede/598790>

Matic, I. & Bognæs, T. E. (2019). *Gender Diversity Among Top Executive and Firm Financial Performance: Empirical evidence from Norwegian-listed firms 2010-2016*. [Masteroppgave]. Norges Handelshøyskole. <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/bitstream/handle/11250/2609496/masterthesis.PDF?sequence=1>

Meld. St. 8 (2019-2020). *Innstilling fra næringskomiteen om statens direkte eierskap i selskaper – bærekraftig verdiskapning*. Nærings- og fiskeridepartementet. https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2019-2020/inns-201920-225s/?m=0&s=kvinne#match_1

Moratti, S. (2018). What's in a word? On the use of metaphors to describe the careers of women academics. *Gender and Education*, 32(7), 862-872. DOI: <https://doi.org/10.1080/09540253.2018.1533927>

NHO (2018). Likestilling – Kvinner i næringslivet. <https://www.nho.no/tema/arbeidsliv/artikler/likestilling---kvinner-i-naringslivet/>

NHO (2023). Regler for foreldrepermisjon og mødre- og fedrekvoter.

<https://arbinn.nho.no/arbeidsrett/arbeidstid-ferie-og-permisjon/permisjoner2/artikler/foreldrepermisjon/>

NHO (u.å). Likestilling – kvinner i næringslivet.

<https://www.nho.no/tema/arbeidsliv/artikler/likestilling---kvinner-i-naringslivet/>

Noland, M., Moran, T. & Kotschwar, B. R. (2016). Is Gender Diversity Profitable? Evidence From a Global Survey. *Peterson Institute for International Economics*. Working Paper No.16-3. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2729348

Nordea (2017). *Investing in female CEOs pays off*. Hentet 4. april fra:

<https://www.nordea.com/en/news/diversity-and-inclusion-lessons-from-top-business-leaders>

Oakley, J. G. (2000). Gender-based Barriers to Senior Management Positions: Understanding the Scarcity of Female CEOs. *Journal of Business Ethics*, 27, 321-334. DOI:

<https://doi.org/10.1023/A:1006226129868>

Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S. & Johnson G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206308330560>

Rohner, U. & Bohnet, I. (2019). *The CS Gender 3000 Report in 2019: The changing face of companies (2019)*. Credit Suisse. <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/news-and-expertise/cs-gender-3000-report-2019-201910.html>

Ryan, M. K. & Haslam, S. A. (2005). The Glass Cliff: Evidence that women are overrepresented in precarious leadership positions. *British Journal of Management*, 16, 81-90.

Ryan, M. K. & Haslam, S. A. (2007). The glass cliff: Exploring the dynamics surrounding the appointment of women to precarious leadership positions. *The Academy of Management Review*, 32(2), 549-572.

Schøne, P. (2015). Kvinner, barn og valg av sektor: Har offentlig sektor fortsatt en tiltrekning? *Søkelys på arbeidslivet*, 32(4), 360-376.

Shrinidhi, B., Gul, F.A. & Tsui, J. (2011). Female Directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610-1644. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x>

Statistisk Sentralbyrå. (2022, 5. desember). Indikatorer for kjønnslikestilling i kommunene. Hente fra: <https://www.ssb.no/befolkning/likestilling/statistikk/indikatorer-for-kjonnslikestilling-i-kommunene>

Statistisk Sentralbyrå. (2021, 4.mars). Stadig flere kvinner blant ledere. <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/stadig-flere-kvinner-blant-ledere>

Statistisk Sentralbyrå. (2023a, 8. mars). Styre og leiing i aksjeselskap. <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/eierskap-og-roller/statistikk/styre-og-leiing-i-aksjeselskap>

Statistisk Sentralbyrå. (2023b). 11455: Rolleinnhavere i aksjeselskaper, etter organisasjonsform, kjønn, statistikkvariabel, år og rolletype [Statistikk]. <https://www.ssb.no/statbank/table/11455/tableViewLayout1/>

Storvik, A. & Schøne, P. (2008). In search of the glass ceiling: gender and recruitment to management in Norway's state bureaucracy. *British Journal of Sociology*, 59(4), 729-755. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-4446.2008.00217.x>

Teigen, M. (2015). *Virkninger av kjønnskvoltering i norsk næringsliv*. Gyldendal Akademiske. <https://civita.no/bokanmeldelse/teigen-mari-red-virkninger-av-kjonnskvoltering-i-norsk-naeringsliv/>

The Pipeline (2020). Women Count 2020. <https://d2e9sck8yc9g7g.cloudfront.net/wp-content/uploads/2019/09/06103837/The-Pipeline-Women-Count-2020.pdf>

The Pipeline (2021). Women Count 2021. <https://execpipeline.com/wp-content/uploads/2021/07/Women-Count-2021-Report.pdf>

Trocmé, J. & Benktander, E. (2018). Diversity as a valuedriver. *Nordea Markets and Nordea Corporate & Investment Banking*. Hentet fra: <https://www.nordea.com/en/our-services/corporates-institutions/female-leaders-matter-for-the-bottom-line/>

Whitehead, L. M. (2017). *The Theory of Social Identity-driven Voice and Silence*. [Doktorgradsavhandling]. Universitetet i Agder.

World Economic Forum. (2022). Global Gender Gap Report 2022. Hentet fra: https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2022.pdf

Zeng, S. & Wang, L. (2015). CEO gender and corporate cash holdings: Are female CEOs more conservative? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 22(4), 449-474. DOI: <https://doi.org/10.1080/16081625.2014.1003568>

Zenger, J & Folkman, J. (2019). *Research: Women Score Higher Than Men in Most Leadership Skills*. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2019/06/research-women-score-higher-than-men-in-most-leadership-skills>



Norges miljø- og biovitenskapelige universitet
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway