

# Mangfoldighed i bestyrelsen -

## betydningen af nationalitet og køn i de største nordiske og tyske virksomheder

*Norge og Spanien har allerede indført kvoter for kvinder i virksomhedsbestyrelser, og i Danmark og i EU går bølgerne om værdien af kvindes kvoter for bestyrelseslokalerne højt. På den ene side overvejer EU's justitskommissær Viviane Reding at fremsætte et direktivforslag for, at kvinder vil udgøre 40 procent af bestyrelsesposterne i børsnoterede virksomheder i 2020. På den anden levner for eksempel Kirke- og ligestillingsminister Manu Sareen (R) ikke direktivforslaget store chancer. Han mener, at virksomhederne selv skal opstille forpligtende mål, i stedet for at kravet om kvoter trækkes ned over dem.*

*Af Caspar Rose, Peter Munch-Madsen og Maja Funch*

Uanset holdningerne viser en undersøgelse fra Copenhagen Business School, at argumentet for kønskvoter næppe findes i den økonomiske afdeling. Undersøgelsen viser nemlig, at kvinder ikke har nogen målbar effekt på bestyrelsernes bundlinje. Det samme er tilfældet for internationale profiler i bestyrelseslokalet, med mindre medlemmet er fra Australien, Storbritannien eller USA. Profiler fra netop disse tre lande ændrer som de eneste bundlinjen positivt.

Undersøgelsens fokus er økonomiske effekter af kvindelige bestyrelsesmedlemmer og internationale profilers tilstedeværelser i børsnoterede virksomheder i det danske C20-indeks samt de tilsvarende eliteindeks i Norge, Sverige, Finland og Tyskland.

### Vores hypoteser

Undersøgelsen "Does board diversity matter - and why?" har håndplukket informationer om nationalitet og køn på bestyrelsesmedlemmer i toneangivende, børsnoterede virksomheder i de nordiske lande samt Tyskland. Hensigten er at undersøge, om øget diversitet har indflydelse på ROA, ROE og ROEC.

Flere teorier fremhæver, at bestyrelsernes mangfoldighed påvirker virksomhedens evne til at skabe resultater. Teorien om "ressourceafhængighed" hævder, at virksomhedsbestyrelsernes formål bl.a. er at etablere interne og eksterne kommunikationskanaler, herunder knytte virksomheden til andre organisationer samt tilvejebringe støtte fra vigtige eksterne organisationer eller grupper, der har betydning for virksomhedens evne til at udvikle sig, se Carter (2010) for et overblik over forskellige teorier på området.

Der er grund til at tro, at øget mangfoldighed i bestyrelsen kan gavne virksomhederne på en række måder, som påvirker de finansielle resultater positivt. For det første vil mangfoldighed med kvinder og udenlandske profiler i bestyrelsen kunne påvirke det samlede sæt af kompetencer. Bestyrelser der udviser en høj grad af diversitet kan nyde godt af en øget vifte af input til beslutningsprocessen og reducere antallet af konventionelle beslutninger. Er en bestyrelse konventionelt orienteret kan argumenterne for og imod en given beslutning blive mindre anfægtet og udfordret. Det er på linje med argumenter, som findes i teorien om "human capital", se Terjesen et al. (2009).

Ligeledes kan det med en bestyrelse præget af mangfoldighed ofte være lettere at vedligeholde og motivere kommende ledere i virksomheden, da mangfoldighed kan tjene som et troværdigt signal om, at en leder uanset køn og nationalitet i sidste ende kan blive medlem af bestyrelsen. Dette kan også føre til øget konkurrence på virksomhedens interne arbejdsmarked, da kvinder og fx etniske minoriteter ved, at de ikke er udelukket fra eksempelvis en plads i bestyrelsen.

På baggrund af teorierne omkring diversitet tager undersøgelsen udgangspunkt i fire hypoteser, der præsenteres her:

### H1: Øget kvindelig repræsentation i bestyrelsen har en positiv indflydelse på finansielle resultater

En måde for en virksomhed at øge mangfoldigheden i bestyrelsen er som nævnt at få flere udlændinge om bord. I store børsnoterede globale virksomheder er viden om udenlandske markeder, kulturer og kunder ofte afgørende for markedsfølsom udvikling og økonomisk succes. Udenlandske bestyrelsesmedlemmer kan tilføre en virksomhed unik menneskelig kapital og specifik viden om markeder, som ikke er tilgængelig for hovedparten af bestyrelsen eller hovedkvarteret, især i mindre lande, hvor puljen af meget dygtige internationale bestyrelseskandidater kan være begrænset. Dette fører til undersøgelsens anden hypotese:

### H2: Øget andel af udenlandske bestyrelsesmedlemmer har en positiv indvirkning på finansielle resultater

Man kan argumentere for, at selv om et statsborgerskab i bestyrelsen adskiller sig fra de øvrige bestyrelsesmedlemmers, er det ikke givet, at der væsentlig forskel i den humane kapital. Som illustration herpå kan en person fra Østrig dele de stort samme normer og værdier som en person fra Bayern i Tyskland, ligesom en dansker og en svensker kan dele ensartet værdisat i drøftelser af beslutninger i bestyrelsesøjemed. Med andre ord kan der være en stor forskel på, om fx en dansk virksomhed rekrutterer en ny bestyrelseskandidat fra de øvrige skandinaviske lande eller et medlem fra fx USA eller Brasilien, da sidstnævnte kulturer kan adskille sig væsentligt fra den skandinaviske ledelses- og præstationsmentalitet. Dette fører til den tredje hypotese:

### H3: Udlændinges nationale baggrund har en indvirkning på virksomhedens ydeevne

Yermack (1996) konstaterer, at virksomheder med små bestyrelser udkonkurrerer virksomheder med et højere antal af bestyrelsesmedlemmer. En nærliggende antagelse er, at bestyrelser med et relativt stort antal medlemmer alt andet lige vil repræsentere flere kompetencer. Samtidig kan man argumentere for, at bliver en bestyrelse for stor kan der opstå inert i beslutningsprocessen, som kan risikere at strække sig over længere tid, da flere mennesker nå til enighed om en beslutning. Tyske virksomheder er kendetegnet ved at have relativt store virksomhedsbestyrelser. Med store tyske bestyrelser, opstår der mulighed for at beslutningsinerti opstår samt at bestyrelsernes effektivitet dermed aftager. Årsagen kan også findes i, at hvert bestyrelsesmedlems følelse af ansvar falder, idet man forventer, at andre bestyrelsesmedlemmer vil løse udfordringer i bestyrelsesarbejdet. Fænomenet kendes også som "free riding". Derfor tester vi følgende fjerde og sidste hypotese:

#### H4: Virksomheder med små bestyrelser udkonkurrerer virksomheder med et højere antal bestyrelsesmedlemmer

##### Data og metode

Datasættet består af alle børsnoterede virksomheder, som indgår i de ledende aktieindeks i Danmark (OMXC20), Sverige (OMXS30), Finland (OMXH25), Norge (OSEBX) og Tyskland (DAX). Information om bestyrelsessammen-sætningen er manuelt indsamlet ved besøg på virksomhedernes hjemmesider, henvendelse direkte til virksomhederne og fra selskabernes årsregnskaber fra 2010, hvor der er adgang til både køn og i de fleste tilfælde det enkelte bestyrelsesmedlems nationalitet.

I beregningen af market cap, som vi anvender og beregner i DKK, benyttes som kontrolvariabel valutakurser ultimo 2010, d.v.s. den sidste handelsdag i december måned.

Vi indhentede relevante data fra de danske virksomheder, hvorimod norske Orkla har en politik om ikke at oplyse bestyrelsesmedlemmernes nationalitet. Det var heller ikke muligt at opnå data fra det norske selskab Questerre Energy Corporation (ligeledes noteret på børsen i Canada). Samtidig kunne vi heller ikke fremskaffe bestyrelsesdata fra Daimler og Volkswagen, hvilket ligeledes er tilfældet med de økonomiske data for selskaberne Deutsche Börse og Infineon.

Datagrundlaget består således af 117 børsnoterede selskaber fra Danmark, Norge, Sverige, Finland og Tyskland for regnskabsåret 2010.

Som afhængige performance variable anvendes: ROA, ROE og ROEC (Return On Employed Capital), som alle er fremskaffet gennem Bloomberg. Vi estimerer følgende lineære tværnsnitts regressionsmodel, hvor parametrene  $\alpha$ ,  $\beta$  og  $\gamma$  estimeres via OLS.

Variationen i performance for selskab  $i$ , som ikke fanges af modellen udgøres af restleddet  $\square_i$ , der opfylder de fire restleddsforudsætninger (som alle er tjekket ved grafiske plot).

$$Performance_i = \alpha * konstant + \beta * Bestyrelseskarakteristika * i + \gamma * Kontrolvariable + \square_i$$

Som kontrolvariable anvendes lande-dummyvariable, hvor Danmark fungerer som benchmark samt branchedummyvariable, der måles mod variabelen "industri". Desuden søger vi at tage højde for selskabets risiko ved at benytte selskabernes betaværdier fra Bloomberg. Endelig kontrollerer vi for virksomhedsstørrelse ved at tage den naturlige logaritme til market cap, som viser effekten på den pågældende performancevariabel ved en stigning i market cap på 1 procent. Resultaterne af de estimerede koefficienter er gengivet i appendiks. I det følgende er resultaterne forsøgt vist i en mere pædagogisk version:

Tabel 2 viser effekten på performancevariablen ROA ved at øge andelen af kvinder, samt når der mindst er et kvindeligt bestyrelsesmedlem. Der er i alt estimeret fire forskellige ligninger, hvor hver af de fire bestyrelsesvariable selvstændigt indgår i hver sin ligning for at måle effekt på nøgletallet ROA.

TABEL 2. AFHÆNGIG VARIABEL: ROA

Forklarende variable*:	1.	2.	3.	4.
Konstant	5,9	2,5	6,1	5,7
Kvindeandel i %	Ej signifikant			
Mindst én kvinde		Ej signifikant		
Udlændinge i %			Ej signifikant	
Mindst en udlænding				Ej signifikant
Tyskland	-6,8	-6,7	-6,5	-6,7
Consumer	4,2	4,5	3,9	4,0
Healthcare	4,7	5,8	4,5	4,0
Financials	-5,4	-5,2	-5,7	-5,6
Modellens forklaringsgrad i %	25	31	25	25

\*) Ikke signifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen

Begge forklarende variable er ikke signifikante, d.v.s. det kan ikke afvises, at de ikke er forskellige fra nul. Sagt med andre ord spiller det ingen rolle for ROA at øge andelen af kvinder, eller om der er mindst en kvinde tilstede i bestyrelsen på ROA. De andre kontrolvariable d.v.s. selskabets størrelse og risikomålet spiller heller ikke nogen signifikant rolle. Det samme er tilfældet, hvis andelen af udlændinge øges eller når der mindst er en udlænding i bestyrelsen, da dette ikke har nogen statistisk indflydelse på nøgletallet ROA.

Tabel 2 viser derimod, at tyske selskaber klarer sig signifikant dårligere end de danske selskaber. Eksempelvis er koefficienten for Tyskland -4,6 i første ligning, hvilket betyder at tyske selskaber har en ROA som er 4,6 lavere end de tilsvarende danske selskaber. Selskaber tilhørende variabel 'financials' har også en negativ signifikant indflydelse på f.eks. -5,4 i den første ligning, hvilket skal tolkes derhen at finansielle selskaber har en ROA, der er 5,4 lavere end selskaber tilhørende industribranchen. På samme måde fortolkes koefficienten til de to øvrige variable 'Consumer' og 'Healthcare', som begge har en signifikant positiv effekt. De fire ligninger forklarer 25 procent af variationen i ROA på nær i ligning nr. 2, hvor forklaringsgraden er på 31 procent, hvilket er ganske pænt. Tabel 2 viser således, at hverken køn eller variabelen udlændinge har nogen signifikant indflydelse på ROA.

Tabel 3 viser effekten af kvinder og udlændinge på ROE. Igen er effekterne ikke signifikante, således at det ikke har nogen betydning på ROE, om der er mindst en kvinde/udlænding eller når andelen af disse øges. Ligningernes forklaringsgrad er noget mindre end i forrige tabel, da de estimerede ligningers forklaringsprocent ligger på 12-19 procent.

TABEL 3. AFHÆNGIG VARIABEL: ROE

Forklarende variable*:	1.	2.	3.	4.
Konstant	18,3	10,8	20,7	18,8
Kvindeandel i %	Ej signifikant			
Mindst én kvinde		Ej signifikant		
Udlændinge i %			Ej signifikant	
Mindste en udlænding				Ej signifikant
Tyskland	-10,5	-10,8	-9,7	-10,5
Consumer	6,8	7,9	6,2	6,6
Healthcare	8,2	10,5		8,2
Financials	-7,7	-7,1	-8,2	-7,9
Modellens forklaringsgrad i %	12	19	14	12

\*) Ikke signifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen.

Tabel 4 viser effekten på ROEC ved at øge andelen af kvinder/udlændinge samt når der er mindst en kvinde/udlænding tilstede i bestyrelsen.

relsen. Heller ikke her er der nogen signifikant sammenhæng, når man ser bort fra ligning 3, hvor der er en signifikant positiv sammenhæng, der er estimeret til 46,2. Forklaringsgraderne er forholdsvis beskedne fra 6-12 procent.

TABEL 4. AFHÆNGIG VARIABEL: ROEC

Forklarende variable*:	1.	2.	3.	4.
Konstant	48,8	38,4	60,4	52,3
Kvindeandel i %	Ej signifikant			
Mindst én kvinde		Ej signifikant		
Udlændinge i %			46,2 signifikant	
Mindste en udlænding				Ej signifikant
Consumer	33,1	36,6	31	33,2
Healthcare	30,4	35,4		29,6
Modellens forklaringsgrad i %	6	12	12	6

\* Ikke signifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen

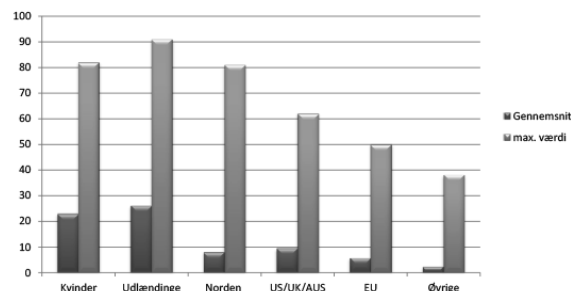
Samlet set tyder det således ikke på, at der er nogen mærkbar effekt ved at øge andelen af kvinder/udlændinge i bestyrelserne i de største børsnoterede selskaber i Norden og Tyskland. Der er heller ikke nogen effekt på ROA, ROE eller ROEC ved at have mindst en kvinde/udlænding i bestyrelsen.

Indtil nu har vi betragtet udlændinge under ét dvs. vi har ikke sondret mellem, hvor de respektive udlændinge kommer fra. For at tage højde fra dette opdeles udlændinge i fire kategorier, alt efter om de kommer fra Norden, US/UK/AUS eller EU. De personer, som ikke falder ind under disse tre grupper, rubricerer vi som Non-EU (som derved fungerer som en slags residualkategori). I figur 1 er vist, hvordan bestyrelsesmedlemmerne i datasættet fordeler sig.

Det ses af figur 1, at udlændinge i gennemsnit udgør lidt over 26 procent i datasættet, mens den tilsvarende andel af kvinder udgør ca. 23 procent. Den virksomhed, som har flest udlændinge, har mere end 91 procent udlændinge, hvilket må siges at være ganske højt, hvilket også gælder den virksomhed, hvor der er flest kvinder, hvor kvinderne udgør over 83 procent i bestyrelsen.

Noget overraskende viser figur 1 samtidig, at andelen af bestyrelsesmedlemmer fra Norden er lidt lavere, dvs. lidt over 8 procent, end bestyrelsesmedlemmer med en baggrund fra henholdsvis USA, UK eller AUS, der repræsenterer næsten 9,5 procent. Andelen af personer i de største børsnoterede virksomheder i Norden og Tyskland med en baggrund fra de øvrige EU-lande samt den øvrige verden er ret beskedne - henholdsvis 5,6 og kun 2,3 procent. De maksimale andele er dog ret høje, men samtidig er der også virksomheder, hvor den minimale andel af de respektive bestyrelseskarakteristika er lig nul d.v.s. at der er virksomheder, som hverken har kvinder eller udlændinge i deres bestyrelser til trods for at virksomhederne i kraft af deres størrelse og investorsammensætning må betragtes som særdeles globale. Sammenfattende synes graden af mangfoldighed således at være forholdsvis beskedne.

FIG 1. BESTYRELSESKARAKTERISTIKA FOR VIRKSOMHEDER I DE LEDENDE NORDISKE OG TYSKE AKTIEINDEKS I %



Tabellerne 5 - 7 viser effekten af denne dekomponering af bestyrelsesmedlemmernes nationale tilhørsforhold på disse fire grupper.

Tabel 5 viser, at det ikke har nogen betydning på ROA når bestyrelsen øges med en person fra Norden, EU eller Non-EU. Derimod har det en signifikant positiv indflydelse på ROA (om end kun på et 13 procent niveau), når bestyrelsen tilføjes en person fra USA, UK eller AUS, hvilket er illustreret i ligning 2, som forklarer 26 procent af variationen i ROA.

TABEL 5. AFHÆNGIG VARIABEL: ROA

Forklarende variable*:	1.	2.	3.	4.
Konstant	5,1	4,8	5,4	5,7
Norden i %	Ej signifikant			
USA/UK/AUS i %		6,5 signifikant**		
EU borgere i %			Ej signifikant	
Ikke EU borgere i %				Ej signifikant
Tyskland	-6,8	-6,7	-6,5	-7,0
Consumer	4,1	3,7	4,1	4,3
Healthcare	4,9	4,5	4,8	4,8
Financials	-5,5	-5,5	-5,7	-5,2
Modellens forklaringsgrad i %	25	26	25	26

\* Ikke signifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen, \*\*) Dog kun signifikant på 13% niveau

Den samme tendens genfindes i tabel 6, som også viser en signifikant positiv sammenhæng mellem ROE, og når bestyrelsen får tilført en person fra enten USA, UK eller AUS. De øvrige kategorier er heller ikke signifikante.

TABEL 6. AFHÆNGIG VARIABEL: ROE

Forklarende variable*:	1.	2.	3.	4.
Konstant	18,1	16,2	18,1	18,5
Norden i %	Ej signifikant			
USA/UK/AUS i %		15,4 signifikant		
EU borgere i %			Ej signifikant	
Ikke EU borgere i %				Ej signifikant
Tyskland	-10,3	-10,4	-10,4	-11,3
Consumer	6,8		6,7	7,2
Healthcare	8,3	7,5	8,3	8,3
Financials	-7,8	-7,6	-7,8	-6,8
Modellens forklaringsgrad i %	12	14	12	14

\* Ikke signifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen

Det samme billede gør sig gældende i tabel 7, når man ser på effekten ved at øge andelen i bestyrelsen med personer fra USA, UK eller AUS på ROEC, som også viser en klar signifikant positiv sammenhæng.

Samlet set viser beregningerne, at der kun tilføres værdi, når andelen af bestyrelsesmedlemmer fra USA, UK eller Australien øges. Omvendt har det ikke nogen betydning, om bestyrelsen forøges med udlændinge fra andre lande end disse.

TABEL 7. AFHÆNGIG VARIABLE: ROEC

Forklarende variable*	1.	2.	3.	4.
Konstant	55,1	41,1	50,9	55,6
Norden I %	Ej signifikant			
USA/UK/AUS I %		74,5 signifikant		
EU borgere I %			Ej signifikant	
Ikke EU borgere I %				Ej signifikant
Consumer	33,5	27,8	33,7	
Healthcare	29,4	26,1	29,7	
Modellens forklaringsgrad I %	6	12	6	9

\*) Insignifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen

Dog skal det nævnes, at modellerne forudsætter, at kausaliteten går fra en øgning af udlændinge fra USA, UK og AUS til de tre performancevariable. Det forudsættes med andre ord, at udlændinges baggrund påvirker performance og ikke omvendt.

Tabel 8 viser effekten af bestyrelsens størrelse på de tre performancevariable. Det ses, at der tydeligvis er en negativ signifikant sammenhæng. Eksempelvis reduceres ROA med 0,4, hvis bestyrelsen øges med et yderligere bestyrelsesmedlem. De danske anbefalinger om 'god corporate governance' anbefaler, at bestyrelsen vurderer, om bestyrelsen har en passende størrelse, således at den kan varetage sine opgaver tilstrækkeligt. I de oprindelige danske anbefalinger var der sat en grænse på maksimalt 6 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, men dette absolutte krav er siden blevet modificeret.

TABEL 8: AFHÆNGIGE VARIABLE

	ROA	ROE	ROEC
Konstant*	6,0	19,2	54,8
Antal bestyrelsesmedlemmer	-0,4 signifikant	-0,7 signifikant**	-2,8 signifikant**
Norge	-3,6		
Finland	-3,9		
Tyskland	-5,1		
Consumer	4,4		34,2
Healthcare	4,2		25,1
Financials	-5,4		
Modellens forklaringsgrad I %	27	14	9

\*) Ikke signifikante kontrolvariable er udeladt af tabellen, \*\*) Dog kun signifikante på 11, 12 %

Vores undersøgelser viser, at selskaber med store bestyrelser kan have en negativ indflydelse på selskabets performance. Små bestyrelser har sandsynligvis færre kompetencer end større bestyrelser, men der er en risiko for, at beslutningsprocessen tager længere tid i de store bestyrelser. En mulig forklaring kan være, at det enkelte bestyrelsesmedlem forventer, at de øvrige medlemmer klarer det meste af arbejdet, d.v.s. risiko for "free riding". Dette kan vise sig risikabelt i forbindelse med bestyrelsens kontrol af direktionen, da det i yderste konsekvens kan betyde, at der reelt ikke er bestyrelsesmedlemmer eller kun få medlemmer, som tager sig af denne opgave.

## Konklusion og implikationer

Undersøgelsens resultater viser, at:

- Det er uden betydning for ROA, om virksomheden øger andelen af kvinder eller har mindst en kvinde i bestyrelsen. Det gælder uanset selskabets størrelse og risikomål. Ligeledes spiller det ingen rolle for bundlinjen, hvis andelen af udlændinge øges, eller når der mindst er én udlænding i bestyrelsen.
- Det ingen rolle spiller for ROE, om der er mindst en kvinde eller udlænding i bestyrelsen.
- Det spiller ingen rolle for ROEC, om virksomheden øger andelen af kvinder eller udlændinge, samt om virksomheden har mindst en kvinde eller udlænding i bestyrelsen.
- Samlet set tyder undersøgelse således ikke på, at der er nogen mærkbar effekt ved at øge andelen af kvinder eller udlændinge i bestyrelserne i de største børsnoterede selskaber i Norden og Tyskland. Der er heller ikke nogen effekt på ROA, ROE eller ROEC ved at have mindst en kvinde eller udlænding i bestyrelsen.
- Det har ingen betydning på ROA, ROE, ROEC, at bestyrelsen øges med en person fra Norden, EU eller lande uden for EU.
- Det har det en signifikant positiv indflydelse på ROA, ROE og ROEC, når bestyrelsen tilføjes en person fra Australien, USA og Storbritannien.
- Selskaber med store bestyrelser kan have en negativ indflydelse på selskabets performance. Små bestyrelser har sandsynligvis færre kompetencer end større bestyrelser, men risikoen for, at beslutningsprocessens bliver træg, og at der opstår beslutningsnerti, er mindre i små bestyrelser end i store bestyrelser

Når medlemmer af bestyrelsen med en baggrund fra US, UK og AUS har en signifikant positiv indflydelse på virksomhedens bundlinje kan det skyldes forhold som eksempelvis:

- Færre sproglige barrierer i kontakten med andre globale virksomheder, der primært kommunikerer på engelsk
- Udklækning fra universiteter eller lærestudier, der har en mere konkurrence- og præstationsorienteret tilgang til virksomhedsledelse og skabelse af resultater
- Uddannelse med stærkere fokus på globale forretningsmuligheder og fokusering på værdien af netværksarbejde
- Højere grad af global markedsorientering i bestyrelsesarbejdet, hvorved virksomheden etablerer sig på nye markeder, og dermed øger væksten.