

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper

Kandidatuppsats 15 hp | Finansiering | Höstterminen 2015

Marknadens talan

– En eventstudie om marknadens reaktion när
företag byter VD

Av: Jonna Birgersson & Silvia Nguyen

Handledare: Ogi Chun

Förord

Studien är en kandidatuppsats inom området finansiering, skriven under höstterminen 2015 på Södertörns högskola. Med det här arbetet hoppas vi på att kunna bidra med ett nytt perspektiv på hur marknaden reagerar när ett företag byter VD. Vi vill tacka vår handledare Ogi Chun som bidragit med sin vägledning under uppsatsens gång. Vi önskar även att tacka Ralph Dick som flera gånger tagit sig tid att hjälpa oss. Vi vill även rikta ett stort tack till de två opponentgrupper som läst igenom uppsatsen ett flertal gånger och bidragit med konstruktiv kritik och råd.



Jonna Birgersson



Silvia Nguyen

Sammanfattning

Titel Marknadens talan

Datum 2016-01-17

Ämne Finansiering

Författare Jonna Birgersson & Silvia Nguyen

Handledare Ogi Chun

Nyckelord VD, aktiekurs, kapitalmarknad, aktiemarknad, Nasdaq Stockholm, eventstudie, hypotestest, effektiva marknadshypotesen, agentteorin, bolagsstyrning.

Syfte Syftet med detta arbete är att undersöka marknadens reaktion när ett företag byter VD samt om marknaden reagerar olika mellan ett byte av grundar-VD och icke grundar-VD. Vi valde att skriva om just denna typ av fenomen då vi upplever att VD:ar idag byts ut oftare jämfört med tidigare.

Teori Den effektiva marknadshypotesen, agentteorin och corporate governance.

Metod Den metod undersökningen har utgått från är en kvantitativ metod med deduktiv ansats. Svenska börsföretag har undersökts med hjälp av ett hypotestest och en eventstudie.

Empiri Empirin består av 20 observationer från 20 företag. Den ackumulerade genomsnittliga abnormala avkastningen presenteras för alla dagar i händelsefönstret. Även empirin från hypotestesten presenteras.

Analys Hypotestestet visar att tillkännagivande av VD-byte har en påverkan på aktiekursen. Det andra hypotestestet som utförts visar att det finns en skillnad i påverkan mellan tillkännagivande av VD-byte för grundar-VD och icke grundar-VD. Eventstudien visar att påverkan av grundar-VD är positiv medan påverkan av icke grundar-VD är negativ.

Slutsats Empirin av undersökningen visar att tillkännagivande av VD-byte har en signifikant påverkan på aktiekursen samt att tillkännagivande för byte av en grundar-VD påverkar aktiekursen annorlunda jämfört med tillkännagivande av byte av en icke grundar-VD.

Abstract

Title	Marknadens talan
Date	2016-01-17
Course	Finance
Author	Jonna Birgersson & Silvia Nguyen
Mentor	Ogi Chun
Keywords	CEO, share price, capital market, stock exchange, Nasdaq Stockholm, event study, hypothesis test, efficient market hypothesis, agent theory, corporate governance.
Purpose	The purpose of this work is to investigate how the market reacts to a change of CEO and if the impact on the share price is different when a company changes founder-CEO compared to a non founder-CEO. We chose to write about this type of phenomenon mainly because we see that CEOs today are replaced more frequently than before.
Theory	The efficient market hypothesis, the agent theory and corporate governance.
Method	The study is based on a quantitative deductive research approach. The companies investigated were Swedish companies listed on Nasdaq Stockholm and they have been examined using an event study and two hypothesis tests.
Results	The result consists of 20 observations from 20 companies. The cumulated average abnormal return is presented for all days of the event window. The results of the hypothesis tests are also presented.
Analysis	The first hypothesis test shows that the announcement of the change of CEO has an impact on the share price. The second hypothesis test shows that there is a difference regarding the impact between the announcement of change of a founder-CEO and a non founder-CEO. The event study shows that the impact of the change of a founder-CEO is positive and the impact of the change of a non founder-CEO is negative.
Conclusion	The result of the study shows that the announcement of a change of CEO has a significant impact on the share price and the announcement of the change of a founder-CEO affect the stock price different from the change of a non founder-CEO.

Innehåll

Figurförteckning	8
Bilageförteckning	9
Begreppsdefinition	10
1. Inledning.....	11
1.1 Bakgrund	11
1.2 Problemdiskussion.....	11
1.2.1 Problemformulering	13
1.3 Undersökningsfrågor	13
1.4 Syfte	13
1.5 Avgränsningar	13
1.6 Disposition.....	13
2. Teoretisk referensram.....	15
2.1 Teori	15
2.1.1 Effektiva marknadshypotesen	15
2.1.2 Agentteorin.....	16
2.1.3 Corporate Governance.....	16
2.2 Referensram.....	17
2.2.1 Informationsskyldighet.....	17
2.3 Tidigare forskning	17
2.4 Teoritillämpning.....	18
3. Metod	20
3.1 Möjliga metoder	20
3.1.1 Kvalitativ och kvantitativ metod	20
3.1.2 Forskningsansats	20
3.1.3 Forskningsdesign.....	20
3.2 Metodval.....	21
3.3 Event study method	21
3.3.1 Händelsedefinition.....	21
3.3.2 Urvalskriterier	22
3.3.3 Estimering av normal och abnormal avkastning	22
3.3.4 Estimeringsprocedur.....	23
3.3.5 Testprocedur.....	23
3.4 Hypotestest	24
3.4.1 Formulering av hypoteser.....	24
3.4.2 Fastställande av signifikansnivå	24

3.4.3 Val av test	25
3.4.4 Formulering av beslutsregel	25
3.5 Urval	26
3.5.1 Information om företagen med byte av grundar-VD	26
3.5.2 Information om företagen med byte av icke grundar-VD	27
3.6 Datainsamling	28
3.7 Kritisk granskning	28
3.7.1 Kritik av vetenskaplig metod	28
3.7.2 Kritik av event study method	28
3.7.3 Kritik av hypotestest	28
3.7.4 Validitet	29
3.7.5 Reliabilitet	29
3.7.6 Källgranskning	29
4. Empiri	31
4.1 Tillkännagivande av avgående grundar-VD	31
4.2 Tillkännagivande av avgående icke grundar-VD	32
4.3 Hypotestest 1	33
4.4 Hypotestest 2	34
5. Analys	35
5.1 Jämförelse med tidigare forskning	37
6. Slutsats	38
6.1 Slutsatser	38
6.2 Vidare forskning	38
8. Referenser	40
8.1 Vetenskaplig litteratur	40
8.2 Elektroniska källor	41
8.2.1 Pressmeddelanden	41

Figurförteckning

Figur 1. Information om företagen med byte av grundar-VD.....	26
Figur 2. Information om företagen med byte av icke grundar-VD.....	27
Figur 3. CAAR grundar-VD.....	31
Figur 4. AAR och CAAR för grundar-VD.....	32
Figur 5. CAAR icke grundar-VD.....	32
Figur 6. AAR och CAAR för icke grundar-VD.....	33
Figur 7. CAAR grundar-VD och CAAR icke grundar-VD.....	33
Figur 8. CAAR grundar-VD och CAAR icke grundar-VD.....	35

Bilageförteckning

Bilaga 1. Genomsnittlig abnormal avkastning grundar-VD.....	44
Bilaga 2. Ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning grundar-VD.....	45
Bilaga 3. Genomsnittlig abnormal avkastning icke grundar-VD	46
Bilaga 4. Ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning icke grundar-VD	47

Begreppsdefinition

AAR – Genomsnittlig abnormal avkastning (average abnormal return)

Agent – Behandlas i det här arbetet som ett företags ledning

AR – Abnormal avkastning (abnormal return)

CAAR – Ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning (cumulated average abnormal return)

CAR – Ackumulerad abnormal avkastning (cumulated abnormal return)

Corporate governance – Bolagsstyrning

Estimeringsperiod – Tidspann innan händelsefönstret som används för att beräkna den förväntade avkastningen

Grundar-VD – Innebär i det här arbetet en VD som har grundat företaget som denne är VD för vid tiden för observationen

Händelsefönster – Tidspann före och efter händelsedagen som används för att beräkna den ackumulerade genomsnittliga abnormala avkastningen

Icke grundar-VD – Innebär i det här arbetet en VD som inte har grundat företaget som denne är VD för vid tiden för observationen

Principal – Behandlas i det här arbetet som ett företags aktieägare

VD – Verkställande direktör

1. Inledning

Inledningsvis beskrivs bakgrund och problemdiskussion till uppsatsens ämne som handlar om marknadens reaktion på VD-byte. Sedan presenteras problemformulering och undersökningsfrågor. Slutligen beskrivs syfte och undersökningens avgränsningar samt en disposition över uppsatsens uppbyggnad.

1.1 Bakgrund

Under 2015 års första fem månader har det skett VD-byten bland flera storbolag. Dessa är till exempel Elekta, Handelsbanken och Volvo. Albin Rännar, chef över marknadsbevakningen på Aktiespararna, menar att det finns en ökad trend med VD-byten. "VD:ar sitter kortare och kortare tid. /.../ Funkar det inte så byter man" konstaterar Rännar. Det beror på att man idag ställer högre krav på en VD och marknaden ser annorlunda ut än vad den gjort tidigare (SvD Näringsliv 2015).

Den 14:e oktober 2014 skriver SvD Näringsliv om hur ett VD-byte orsakat ett kursras. Statoils VD, Helge Lund, har efter tio år i företaget valt att gå vidare till det brittiska oljebolaget BG Group. När nyheten hade tillkännagivits och nått Oslobörsen sjönk Statoils kurs med 2,5 procent samma dag. Peter Warren, en av Norges främsta finansanalytiker, menade att det hade varit billigare att ge Lund en löneökning. Samtidigt påpekade han att kursen för BG Group steg i samband med denna nyhet (SvD Näringsliv 2014).

När ett aktiebolag bildas utses styrelsen av grundarna. Styrelsen har i uppgift att leda företagets verksamhet och utse en ordförande samt en verkställande direktör om de behövs (Bolagsverket, 2014). Enligt ABL (2005:551) har den verkställande direktören i uppgift att sköta den löpande förvaltningen i enhetligt med styrelsens riktningar och anvisningar.

Det är på VD:ns ansvar att bokföringen görs i överensstämmelse med lagen. VD:n representerar även företaget och är ansiktet utåt mot olika intressenter samt allmänheten. VD:n ansvarar dessutom över att bevaka och följa upp avtal, anpassar verksamheten utifrån konjunkturförändringarna, fastställda mål för olika avdelningar tillsammans med avdelningschefen samt ansvarar för att nya produkter och tjänster utvecklas (Expovera 2014).

Fahlenbrach (2009) skriver att elva procent av de största amerikanska bolagen har sin grundare som VD. Det är en viss skillnad mellan företag som har grundar-VD och icke grundar-VD. Företag som har sin grundare som verkställande direktör tenderar att investera mer i forskning och utveckling, ha högre kapitalutgifter och göra flera fusioner samt företagsförvärv.

1.2 Problemdiskussion

Som nämnt i bakgrunden byter de svenska företagen VD ofta och detta har lett till uttrycket "VD-karusell" som många journalister använder sig av när man syftar på att företag byter VD ofta. Isacson skrev i Dagens nyheter (2015) att VD-karusellen dragit igång med rekordfart efter sommaren med att flera svenska storbolag tillkännagivit att de ska byta VD. Isacson drar slutsatsen att den höga frekvensen av byten hänger ihop med en övertro på vad ett fåtal personer kan åstadkomma.

Enligt den effektiva marknadshypotesen kan finansiella tillgångar förändras i värde när information når marknaden. När marknaden är semi-starkt effektiv så kan därför aktiekursen

påverkas när offentlig information når marknaden (Fama 1970). Utifrån den effektiva marknadshypotesen och den informationsskyldighet som svenska börsnoterade företag omfattas av upplever vi att det är intressant att undersöka hur marknaden reagerar på den här typen av information.

Ett VD-byte kan ha en positiv eller negativ effekt för ett företags aktiekurs. Det kan få en positiv effekt om nyheten tolkas av aktieägarna som en bra nyhet medan det kan få en negativ effekt om nyheten tolkas som att företaget har problem. Några forskare som har kommit fram till att det kan vara negativt för företagets aktiekurs är Dedman och Lin (2000) och Lubatkin, Chung, Rogers och Owers (1989). Dedman och Lin har kommit fram till att ett tillkännagivande av VD-byte ofta tolkas som en negativ nyhet av aktieägarna på grund av att det ses som en värdeminskning av företaget. Lubatkin et al. menar att aktieägarna är skeptiska till det påstådda positiva intentionerna styrelsen använder sig av för att motivera bytet av VD och att det är därför det skapas en negativ effekt på aktiekursen.

Dedman och Lin har kommit fram till att företag försöker mildra den negativa effekten på aktiekursen genom att lansera positiva nyheter vid samma tidpunkt som tillkännagivandet av VD-byte. De har även upptäckt att många VD-byten (på den brittiska marknaden) inte tillkännages offentligt till börsen vilket tyder på att företagen anstränger sig för att undvika den negativa effekten på aktiekursen.

Lubatkin et al. har dock kommit fram till att omständigheterna kring tillkännagivandet har en stor betydelse för hur aktieägarna reagerar och att man därför inte direkt kan dra slutsatsen att det kommer ha en negativ effekt på aktiekursen. En omständighet som enligt Lubatkin et al. spelar in är företagets prestation innan tillkännagivandet. Då ett företag presterar bra reagerar aktieägarna mer positivt till ett byte än för ett företag som har presterat sämre. Den positiva reaktionen är extra påtaglig då denna faktor, bra prestation, kombineras med att den nya VD:n är extern och inte kommer internt från företaget.

Det finns fler forskare som är tveksamma till att ett tillkännagivande av VD-byte endast skulle ha en negativ effekt på aktiekursen. Några av dessa är Warner, Watts och Wruck (1987). De konstaterar att ledningen har en påverkan av aktiekursen men att ett tillkännagivande av VD-byte i sig inte har någon större inverkan, vare sig positiv eller negativ, på aktiekursen. De menar att när ett tillkännagivande av VD-byte presenteras offentligt utan kompletterande information om anledningen bakom bytet så har det ingen påverkan på aktiekursen. Om man däremot kompletterar med information så anser forskarna att det kan ha en påverkan på aktiekursen precis som Dedman och Lin samt Lubatkin et al. påstår. Denna kompletterande information kan vara att nuvarande VD ska gå i pension, att VD:n avskedas eller att den nya VD:n är extern för företaget. Warner et al. har kommit fram till att det blir en positiv effekt på aktiekursen om aktieägarna anser att bytet är gynnsamt för dem medan det får en negativ effekt om något tyder på att bytet kommer bidra till att företaget kommer att prestera dåligt.

Sedan finns det forskare som diskuterar skillnaden mellan en VD som har grundat företaget och en VD som bara är en i raden av företagets successionsordning. Några av dessa är Fahlenbrach (2009) och Adam, Almeida och Ferreira (1998). Fahlenbrach har kommit fram till att företag med sin grundare som VD är värderade högre, presterar bättre på aktiemarknaden och gör andra investeringar än företag vars VD inte är grundaren. Adam et al. har kommit fram till att VD:n som grundat företaget har en positiv inverkan på företagets marknadsvärde och företagets operativa prestation.

Fahlenbrach tror att orsaken till att företag presterar så bra med grundar-VD:n beror på att det finns vissa skillnader mellan en grundar-VD och en icke grundar-VD. Det finns några exempel där de skiljer sig extra och ett av dem är att en icke grundar-VD löper mycket större risk att bli ersatt än en grundar-VD. Grundar-VD ser även ofta företaget som sitt livsprojekt vilket skapar en inneboende motivation hos VD:n. Den här motivationen gör att VD:n tänker mer långsiktigt vilket också uppmuntrar till att maximera värdet för företagets aktieägare. På grund av att grundar-VD:n ofta har en stor ägarandel och faktumet att de är entreprenörer gör att de sannolikt har större inflytande och makt i företaget än vad en icke grundar-VD har. Det här stämmer även överens med att Adam et al. skriver att det oftast inte är bra för företagets aktiekurs att byta ut en grundar-VD.

1.2.1 Problemformulering

Det finns motsägande empiriska bevis om huruvida ett VD-byte påverkar ett företags aktiekurs eller inte samt hur aktiekursen påverkas av om en avgående VD är grundaren för företaget eller inte. Vi ämnar därför att undersöka om ett VD-byte påverkar marknaden eller inte samt om det är någon skillnad i marknadens reaktion vid byte av grundar-VD och icke grundar-VD.

1.3 Undersökningsfrågor

1. Hur påverkas aktiekursen vid tillfället då pressmeddelandet om ett VD-byte publiceras?
2. Är det någon skillnad i aktiekursens förändring vid tillkännagivande av ett VD-byte som ersätter företagets grundare och en VD som ersätter en annan VD än grundaren?

1.4 Syfte

Syftet med detta arbete är att undersöka marknadens reaktion när ett företag byter VD samt om marknaden reagerar olika mellan ett byte av grundar-VD och icke grundar-VD. Vi valde att skriva om just denna typ av fenomen då vi upplever att VD:ar idag byts ut oftare jämfört med tidigare.

1.5 Avgränsningar

Den här undersökningen avgränsar sig till den svenska marknaden och de företag som undersöks är noterade på Nasdaq Stockholm. Vi har valt att utgå från företag från en och samma marknad för att företagen ska ha samma förutsättningar och för att information om dem ska vara lättillgänglig. Observationerna är gjorda mellan 2001 och 2015. Den här undersökningen kommer inte att ta hänsyn till aktieägarnas förväntningar på företaget, om positiva nyheter tillkännages samtidigt som bytet av VD eller anledningen bakom bytet.

1.6 Disposition

1. Inledning

Inledningsvis beskrivs bakgrund och problemdiskussion till uppsatsens ämne som handlar om marknadens reaktion på VD-byte. Sedan presenteras problemformulering och undersökningsfrågor. Slutligen beskrivs syfte och undersökningens avgränsningar samt en disposition över uppsatsens uppbyggnad.

2. Teori

I detta kapitel presenteras teorier som använts för att förklara och analysera det som undersökts. Dessa är den effektiva marknadshypotesen, agentteorin och corporate governance samt ett kompletterande av referensramen som består av informationsskyldighet. Slutligen presenteras tidigare forskning inom ämnet samt hur teorierna tillämpas i vår undersökning.

3. Metod

I detta kapitel presenteras studiens metodval genom en diskussion om kvalitativ och kvantitativ metod, forskningsansats och forskningsdesign. Sedan beskrivs tillvägagångssättet av datainsamlingen för både eventstudien och hypotestet. Avslutningsvis presenteras en kritisk granskning där bland annat källgranskning, kritik av både eventstudien och hypotestet tas upp.

4. Empiri

I detta kapitel presenteras undersökningens empiri och hypoteser. Empirin redovisas i form av diagram och tabeller. För att tydliggöra empirin kommer diagram och tabell för grundar-VD respektive icke grundar-VD att presenteras i separata diagram. Avslutningsvis presenteras däremot ett diagram med både grundar-VD och icke grundar-VD.

5. Analys

I detta kapitel bearbetas och analyseras empirin. Den analyseras med hjälp av den effektiva marknadshypotesen och agentteorin samt den tidigare forskningen.

6. Slutsats

I detta kapitel redogörs undersökningens slutsatser utifrån empiri och analys på undersökningsfrågorna. Slutligen diskuteras vad som skulle vara intressant för vidare forskning kring marknadens reaktion på VD-byte.

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras teorier som använts för att förklara och analysera det som undersökts. Dessa är den effektiva marknadshypotesen, agentteorin och corporate governance samt ett kompletterande av referensramen som består av informationskyldighet. Slutligen presenteras tidigare forskning inom ämnet samt hur teorierna tillämpas i vår undersökning.

2.1 Teori

2.1.1 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen har utvecklats av Eugene Fama (1970) och innebär att aktiepriserna ska avspegla all tillgänglig information till fullo på kapitalmarknaden. Priset avspeglar även alla investerare och deras analyser av marknaden. Det innebär att om ny information når marknaden så kommer aktiepriset att justeras direkt vilket i sin tur innebär att marknaden är effektiv. En förutsättning för denna starka hypotes är dock att det inte ska finnas några informations- och transaktionskostnader, det vill säga kostnader för att all information ska avspeglas. En svagare och mer eftertänksam version av den här hypotesen är att priserna återspeglar all information till den punkt då marginalnyttan för att agera på denna information inte längre överstiger marginalkostnaden (Fama 1991).

Det kan tyckas att någon som sitter och samlar in mycket information ska lyckas bättre än resten av marknaden. Enligt effektiva marknadshypotesen går det dock inte att göra vinst genom att använda sig av information som redan finns tillgänglig för marknaden. Man kan endast göra vinst genom att ta högre risker. För att marknaden ska vara effektiv så måste någon av den effektiva marknadshypotesens versioner uppnås. Dessa är svagt effektiv, semi-starkt effektiv och starkt effektiv (Fama 1970). Det versionerna har gemensamt är att alla antar att all information reflekteras i marknadens aktiepriser (Bodie et al. 2014).

På en *svagt effektiv* marknad är det endast historisk information som avspeglas i aktiepriset. Historisk information är information som kan härledas genom att analysera och undersöka information som historiska aktiepriser, köpvolymer och kortsiktig ränta. Man kan då inte få någon avkastning genom att enbart använda sig av historisk information. Vid denna form av effektivitet finns det ingen mening i att göra analyser av marknaden i syfte att skapa högre avkastning (Bodie et al. 2014). För att skapa avkastning måste man använda sig av offentlig information, insiderinformation eller ta högre risker (Fama 1970).

Den *semi-starka* versionen är den version som är mest relevant för det här arbetet. Den innebär att priserna på aktiemarknaden avspeglar historisk information samt offentlig information. Offentlig information kan vara information om företagets ledning, balansräkning, innehav av patent och resultatprognoser (Bodie et al 2014). För att skapa avkastning vid den här effektiviteten måste investeraren ha tillgång till insiderinformation eller ta högre risker (Fama 1970).

Den *starkt effektiva* versionen antar att all relevant information om ett företag avspeglas i aktiepriset. Det här inkluderar även insiderinformation som endast är tillgänglig för vissa personer inom företaget. Den här versionen är ganska extrem och många anser att ingen har tillgång till insiderinformation så lång tid innan informationen offentliggörs att denne kan skapa någon avkastning med hjälp av informationen (Bodie et al. 2014).

2.1.2 Agentteorin

Grunden för agentteorin lades av Jensen och Meckling (1976). Teorin går ut på att man som agent handlar utifrån principalens intressen. Eisenhardt (1989) menar att fokus ligger i relationen mellan principalen och agenten. Agent kan till exempel vara ledningen i ett företag och principalerna är då aktieägarna. Principalen delegerar ut arbete till agenten som utför detta.

Enligt Ang, Cole och Wuh Lin (2000) måste man ha en bas där agentkostnaderna är noll för att man ska kunna mäta agentkostnader. Basen är när ett företag ägs av endast en person som även utgör ledningen inom företaget. Då uppstår det inga agentkostnader eftersom agenten och principalen är samma person. Det finns ett omvänt samband mellan agentkostnader och antalet aktier som ledningen innehar. Det innebär att om ledningen äger ett stort antal aktier i företaget så minskar agentkostnaderna och motsatt effekt gäller när ledningen inte äger många aktier inom företaget. Det innebär i sin tur att ett bolag som är noterat på börsen alltid har någon form av agentkostnad. För att uttrycka sig på ett annat sätt kan man beskriva det som att spritt ägande, det vill säga många ägare inom ett företag, leder till ökade agentkostnader. Det motsatta gäller då man har ett koncentrerat ägande, det vill säga få ägare, då agentkostnaderna istället minskar.

Teorin avser att uppmärksamma två agentproblem som uppstår vid en agentrelation. Det första problemet är när principalen och agenten inte delar intressen och mål samt att det är svårt och dyrt för principalen att kontrollera vad agenten egentligen gör. Problemet ligger i att principalen har svårt att verifiera om det agenten utfört har gjorts riktigt. Det andra agentproblemet uppstår när agenten och principalen har olika inställningar till risk. De tenderar då att agera olika utifrån de olika risker de är villiga att ta. Genom kontrakt minskar man dessa intressekonflikter och kontrakten fungerar som en viss försäkran om att hänsyn tas till både agenten och principalens intressen (Jensen och Meckling 1976).

Jensen och Meckling (1976) talar om olika former av kostnader varav övervakningskostnader är en av dessa. Övervakningskostnader uppstår vid granskning av agentens beteende och resurshantering. Den andra är bindningskostnader, dessa är kostnader som uppstår vid uppförandet av kontrakt vars syfte är att minska principalens risker genom att begränsa agenternas makt. Den sista kostnaden som Jensen och Meckling tar upp är residualförlust, skillnaden mellan det som agenten utför och vad som skulle öka principalens välbefinnande.

Teorin har utvecklats längs två olika inriktningar, en positivistisk och en agent-principalinriktning. Inom den positivistiska inriktningen läggs fokus på att identifiera situationer där agenten och principalen troligen inte kommer att dela samma uppfattning om mål. Till skillnad från den andra inriktningen läggs även större vikt på principal-agentrelationen mellan ägare och ledning i större företag (Eisenhardt 1989).

Eisenhardt (1989) beskriver agent-principalinriktningen som mer generell och tillämpas vid olika situationer. Fokus inom denna inriktning läggs istället på att bestämma det optimala kontraktet mellan agent och principal, där en förutsättning är att det redan finns en konflikt dem emellan där agenten tar en mindre risk än principalen.

2.1.3 Corporate Governance

Bolagsstyrning (corporate governance), som blivit allt viktigare på senare år, behandlar diskussioner och bestämmelser om hur bolag ska styras och ägas. Det handlar bland annat om hur aktieägare kan säkerställa att de får avkastning på sin investering. Ledningen har

möjlighet att låta bli att ge aktieägarna någon avkastning men i verkligheten är det vanligast att man ger tillbaka till aktieägarna (Shleifer & Vishny 1997).

De mer utvecklade marknadsekonomierna har skapat en bra lösning av bolagsstyrning genom att garantera stora flöden kapital till företag och ge tillbaka vinst till de som försett företagen med kapital, det vill säga investerarna. Det innebär däremot inte att detta system fungerar helt felfritt eller att det inte går att utveckla och förbättra. Det finns en stor oenighet i om existerande styrmekanism är bra eller dålig, även inom de mer utvecklade marknadsekonomierna. Vissa menar till exempel att USA:s system är felfritt medan andra menar att det inte fungerar över huvud taget (Shleifer & Vishny 1997).

2.2 Referensram

2.2.1 Informationsskyldighet

Grundregeln för börsnoterade företag på den svenska marknaden är att alla aktieägare ska få kurspåverkande information samtidigt, detta för att man ska kunna handla på rättvisa villkor. Informationen ska lämnas till marknaden via ett offentliggörande. Reglerna för hur informationen ska lämnas är följande. Informationen lämnas till två nyhetsbyråer, tre rikstäckande tidningar, börsen och företagets egen hemsida. Det bolag som lämnar kurspåverkande information ska även ange vilka effekter informationen har på bolagets resultat och ställning. Några exempel på information som alltid ska offentliggöras är årsbokslut, förändringar i styrelsen och delårsrapporter (Aktiespararna 2010).

Aktieägarna har inte rätt till kurspåverkande information under en bolagsstämma då de skulle gynnas på bekostnad av andra aktieägare som inte befinner sig på stämman. Skulle man till exempel vilja lämna ut kurspåverkande information under en stämma måste den först offentliggöras genom ett pressmeddelande innan stämmans öppnande (Aktiespararna 2010).

2.3 Tidigare forskning

Det finns relativt mycket forskning på VD-bytes påverkan på aktiekursen. De flesta forskare anser att ett VD-byte har en negativ påverkan på aktiekursen men alla forskare säger inte samma saker angående detta. Vissa anser att det alltid har en negativ inverkan medan andra menar att det ibland är positivt. Vi har i det här arbetet även valt att undersöka om det är någon skillnad i påverkan på aktiekursen när ett VD-byte sker med en grundar-VD och en icke grundar-VD. Det finns betydligt mindre forskning inom den här inriktningen.

Dedman och Lin publicerade år 2000 en studie där de under åren 1990 till 1995 studerade 331 VD-avgångar. De utgick från tre huvudområden; om företagen har gått ut med informationen officiellt, marknads reaktion till avgången samt hur företaget presterar efter avgången eller bytet av VD:n. Författarna har utifrån sin undersökning dragit slutsatsen att det här misslyckandet är relaterat till både innevarande och framtida prestation hos företaget. De har även hittat bevis för att företagen försöker mildra den negativa aktiekursutvecklingen genom att tillkännage positiva nyheter vid samma tillfälle som tillkännagivandet av VD-bytet. Angående marknads reaktion på lanserandet av en ny VD så kom man fram till att en sådan nyhet tolkas som en värdeminskning av företaget och att det är därför aktiekursen sjunker vid lanserandet av en sådan nyhet.

Lubatkin et al. publicerade en studie 1989 där man undersökt om ledningen har någon betydelse för ett företags prestation och på så sätt om aktieägarna reagerar på ett byte. Den

insamlade datan kom från 477 stora företag. Det man kom fram till var att företagets investerare inte är likgiltiga till förändring av företagets ledning. Tvärtom så reagerar investerarna negativt vid tillkännagivandet av ett VD-byte. Det tyder på att investerarna bryr sig om vilka som sitter i ledningen och att bilden av ledningen inte är särskilt positiv. Det, i sin tur, pekar på att investerarna är skeptiska till det påstådda positiva intentionerna man använder sig av för att motivera bytet av VD.

Lubatkin et al. har dock kommit fram till att följderna av VD-bytet beror på vilka omständigheter som råder vid tillkännagivandet. Företagets prestation innan tillkännagivandet har en betydelse för hur investerarna reagerar. Författarna har kommit fram till att företag som går väldigt bra innan företaget tillkännager att de ska byta VD är mer positiva till bytet än investerare av företag som går sämre. Investerarnas positiva inställning är extra påtaglig då denna faktor, bra prestation, kombineras med att den nya VD:n är extern och inte kommer internt från företaget. Dessa faktorer är med andra ord inte helt oberoende av varandra.

Warner et al. publicerade 1987 en studie där de hade undersökt 269 företag som fanns listade på New York-börsen (NYSE) och amerikanska börsen (AMEX) från 2:a juli 1962. Syftet var att se om det fanns en påverkan på aktiepris vid en förändring av ledningen. Studien kom fram till att förändringar i ledningen har en påverkan på aktiekursen, men att just ett VD-byte inte har någon större påverkan på aktiekursen jämfört med någon annan ledningsförändring.

Studien av Adam et al. omfattade företag från 1998 års Fortune 500-lista där forskarna hade studerat data från dessa företag mellan 1992 och 1999. Studien kom fram till att ha sin grundare som VD har flera positiva effekter på företaget som ökat marknadsvärde och ökad operativ prestation.

Fahlenbrach (2009) jämför skillnaderna mellan en VD som är grundaren av ett företag och en VD som inte är grundaren av ett företag. Man utgår från tre olika perspektiv – företagets beteende, värde och prestation. Författaren har kommit fram till att företag med grundar-VD är värderade högre, presterar bättre på aktiemarknaden och att de gör andra investeringar än företag med icke grundar-VD. Det finns några exempel där de skiljer sig extra och ett av dem är att en icke grundar-VD löper mycket större risk att bli ersatt än en grundar-VD. En annan skillnad är att på grund av att grundar-VD:n ofta har en stor ägarandel och faktumet att de är entreprenörer gör att de sannolikt att de har större inflytande och makt i företaget än vad en icke grundar-VD har.

2.4 Teoritillämpning

De teorier som skrivits om tidigare har tillämpats för att förklara empirin. Den effektiva marknadshypotesen förklarar vilken effekt information om ett VD-byte har på marknaden. Beroende på empirin visar teorin hur effektiv marknaden är.

Agentteorin ger en förklaring om hur förhållandet mellan principal och agent kan appliceras inom uppsatsens undersökningsområde. Där agentkostnaderna för ett VD-byte i form av övervakningskostnader blivit högre än vad man räknat med när syftet med ett VD-byte kan ha varit för att öka lönsamheten.

Corporate governance har använts för skapa en större förståelse och visa på hur bolagsstyrning kan se ut och hur det fungerar.

VD-bytet och aktiemarknadens kurser är de variabler som undersöks för att se om detta byte har någon påverkan på aktiekursen. I beskrivningen av informationsskyldighet förklaras grundregeln om vad som gäller vid kurspåverkande information och de regler som företag måste följa vid till exempel byte av VD, vare sig det gäller en grundar-VD eller en icke grundar-VD.

3. Metod

I detta kapitel presenteras studiens metodval genom en diskussion om kvalitativ och kvantitativ metod, forskningsansats och forskningsdesign. Sedan beskrivs tillvägagångssättet av datainsamlingen för både eventstudien och hypotestestet. Avslutningsvis presenteras en kritisk granskning där bland annat källgranskning, kritik av både eventstudien och hypotestestet tas upp.

3.1 Möjliga metoder

3.1.1 Kvalitativ och kvantitativ metod

En metod som övervägdes vid den här undersökningen är kvalitativ metod som blivit allt vanligare inom företagsekonomisk forskning. Denna metod fokuserar på *varför* något är som det är då den är tolkningsinriktad och interpretativ. Metoden lägger även vanligtvis större vikt vid ord än siffror och är en induktiv syn på samspelet mellan teori och praktik. Om vi hade valt att göra en kvalitativ metod så skulle vi i den här undersökningen kunnat intervjua olika aktieägare för att ta reda på hur det tolkar nyheter som till exempel byte av VD. Problemet med denna metod är att det eventuellt är svårt att få tag i respondenter, att ha en objektiv bedömning av intervjuerna samt att det är svårt att generalisera empirin (Bryman & Bell 2011). En kvalitativ metod valdes därför bort i den här undersökningen.

Kvantitativ metod är den vanligaste metoden inom företagsekonomisk forskning även om kvalitativ metod börjar ta större plats. Kvantitativ metod har en deduktiv syn på relationen mellan teori och forskning och den har en objektivistisk syn på verkligheten. Metoden handlar huvudsakligen om insamling av numerisk data som sedan kvantifieras. En fördel med att kunna göra mätningar genom en kvantitativ metod är att det går att beskriva små skillnader mellan människor. Vi får även mer exakta resultat när vi gör till exempel sambandsanalyser som är relevant för vår undersökning (Bryman & Bell 2011).

3.1.2 Forskningsansats

Vid induktiv forskningsansats är teorin själva resultatet av forskningen (Bryman & Bell 2011). Ett problem med induktion är att teorierna man kommer fram till inte nödvändigtvis är sanna bara för att premisserna är sanna (Prawitz u.å.). Då detta synsätt även till stor del är relaterat till kvalitativ forskning så har ett induktivt synsätt valts bort till förmån för det deduktiva synsättet (Bryman & Bell 2011).

Det deduktiva synsättet är vanligast inom samhällsvetenskapen. Vid det här synsättet så utgår forskaren från teorier och härleder sedan hypoteser som ska granskas. Det här synsättet stämmer bättre överens med vår undersökning som utgår från flera olika teorier. Det är även mer förenat med en kvantitativ undersökning vilket den här undersökningen är (Bryman & Bell 2011).

3.1.3 Forskningsdesign

I Bryman och Bell (2011) diskuteras olika forskningsdesigner och utifrån detta har vi kommit fram till vilken av dem som var bäst lämpad för denna studie. En fallstudiedesign ansågs inte vara aktuell för denna studie då den avser ett enda fall och utifrån detta visa på viktiga drag gällande dess natur. Den komparativa designen ansågs vara delvis lämpad i den här undersökningen då denna design avser att göra en direkt jämförelse mellan två eller flera fall, vilket vi gör mellan grundar-VD och icke grundar-VD.

Tvårsnittdesignen ansågs vara mest lämpad för denna studie då den avser att undersöka mer än ett fall vid en viss tidpunkt. Undersökningen har flera olika fall, närmare bestämt 20 olika observationer vid olika tillfällen varav tio av dessa hade grundaren som VD och de andra tio hade en icke-grundare som VD. Tidpunkten som är av intresse för denna undersökning är när ett byte av VD tillkännages. Hänsyn har tagits då datumen för VD-byte inte är desamma för de olika företagen, det är dock fortfarande samma händelse som vi avser att undersöka (Bryman & Bell 2011).

3.2 Metodval

Då syftet med denna studie är att undersöka om det finns någon påverkan på aktiekursen i samband med ett tillkännagivande av ett VD-byte har tillvägagångssättet blivit av kvantitativ karaktär, en eventstudie. Den kvantitativa metoden är bäst lämpad då undersökningen avser att mäta två variabler och se om den ena påverkar den andra. Detta genom ett mätinstrument som möjliggör ett jämförande.

3.3 Event study method

Eventstudier dominerar empiristudier inom det företagsekonomiska området. Anledningen till det är förmodligen att man på ett relativt enkelt sätt kan beräkna effekten av en händelse med data från en förhållandevis kort period. Den är även tillämpbar och används inom många andra områden än företagsekonomi vilket gör den till en väl beprövad metod (MacKinlay 1997).

Genom att använda data som finns tillgänglig på marknaden så kan man genom en eventstudie mäta den påverkan som en händelse har på ett företags värde. Likt den effektiva marknadshypotesen utgår eventstudier från att på en marknad där investerare handlar rationellt så återspeglas all information direkt i aktiepriset. Det är den här händelsen man räknar på i en eventstudie, om en akties pris förändras i förhållande till sig själv eller marknaden i samband med att en nyhet släpps (MacKinlay 1997).

Vi har valt att utgå från MacKinlays (1997) steg vid beräkandet av vår eventstudie. Dessa steg är följande:

- Händelsedefinition
- Urvalskriterier
- Estimering av normal och abnormal avkastning
- Estimeringsprocedur
- Testprocedur

3.3.1 Händelsedefinition

Det första steget går ut på att definiera händelsen som ska undersökas samt att definiera vilken period som aktiepriserna ska undersökas, det vill säga händelsefönstret (MacKinlay 1997).

Det vi har för avsikt att undersöka är hur tillkännagivandet av ett VD-byte påverkar aktiekurser. Detta kan till exempel vara ett tillkännagivande genom ett pressmeddelande som ett företag går ut med. Det här leder oss sedan in på vårt händelsefönster. Det blir naturligt att dagen då pressmeddelandet släpps blir vår händelsedag (t).

I en eventstudie är det enligt MacKinlay (1997) möjligt att enbart inkludera själva händelsedagen vid beräkningarna. Det är dock vanligare att man förlänger händelsefönstret

till antingen ytterligare dagar efter händelsedagen eller både ytterligare dagar innan och efter själva händelsedagen. Anledningen att man väljer att förlänga händelsefönstret till dagar före händelsedagen är för att man ska kunna undersöka om nyheten som släpps via till exempel pressmeddelande har läckt ut på marknaden före händelsedagen. Man bör dock undvika att ha ett för brett händelsefönster då man riskerar att inkludera in andra stora händelser än VD-bytet (MacKinlay 1997).

För att kunna se hela reaktionsmönstret har vi valt att i denna undersökning inkludera data för själva händelsedagen, fem dagar innan samt fem dagar efter. Det vill säga ett händelsefönster på 11 dagar. Dagen för pressmeddelandet (händelsedagen t) är då dag 0, fem dagar innan händelsedagen är dag -5 samt fem dagar efter händelsedagen blir dag 5.

3.3.2 Urvalskriterier

Under det här steget redogörs vårt urval samt vilka kriterier våra valda företag ska nå upp till (MacKinlay 1997). Den här studien kommer att utgå från VD-byten som sker hos företag som är noterade på Nasdaq Stockholm. Vi kommer delvis att utgå från företag som har bytt ut sin grundar-VD de senaste 15 åren och delvis företag som har bytt ut en icke grundar-VD de senaste 15 åren.

När vi studerar aktiekursernas förändring vid dessa händelser så kommer vi att utgå från börsens stängningskurs eftersom vi vill göra mätningen när händelsen har haft en chans att påverka aktiekursen.

3.3.3 Estimering av normal och abnormal avkastning

Här beräknas den normala och abnormala avkastningen för de aktier vi kommer att undersöka. Den abnormala avkastningen (AR) är differensen mellan den faktiska avkastningen (R) och den normala (förväntade) avkastningen (R_M). Den abnormala avkastningen används för att identifiera eventuell påverkan på aktiekursen. Den förväntade avkastningen är alltså den avkastning som hade förväntats av aktien om händelsen vi undersöker inte hade inträffat (MacKinlay 1997).

$$AR = R - R_M$$

(MacKinlay 1997)

Det finns flera olika metoder och modeller för att beräkna den normala avkastningen. MacKinlay (1997) anser att det går att göra en grov uppdelning av dessa i två kategorier, statistiska och ekonomiska metoder. De statistiska metoderna är inte beroende av ekonomiska antaganden som investerarens beteende. De ekonomiska metodernas förutsättningar och fördelar kan tolkas som begränsade och därför har vi valt att istället använda oss av en statistisk metod.

Inom den statistiska kategorin finns det två huvudsakliga modeller för att beräkna den förväntade avkastningen. Den ena modellen är den konstanta medelavkastningsmodellen som precis som namnet tyder på antar att den förväntade avkastningen för en given aktie är konstant över tid. Då är den förväntade avkastningen medelvärdet av avkastningen under den givna estimeringsperioden. Den andra modellen för att beräkna den förväntade avkastningen är marknadsmodellen som antar att det finns en stabil, linjär relation mellan marknadens avkastning och aktiens avkastning. Den konstanta medelavkastningsmodellen anses vara enklare och dessutom skilja sig relativt lite i resultat från mer avancerade metoder som till

exempel marknadsmodellen. Vi har därför valt att utgå från den konstanta medelavkastningsmodellen när vi beräknar den förväntade avkastningen av aktiekurserna som ingår i undersökningen (MacKinlay 1997).

3.3.4 Estimeringsprocedur

En estimeringsperiod används för att ta fram den förväntade avkastningen. Vanligtvis väljer man en estimeringsperiod som är i direkt anslutning till, men som inte överlappar, händelsefönstret. Detta för att man vill att estimeringsperioden ska vara tätt inpå händelsefönstret (MacKinlay 1997).

Vi har valt att utgå från den linjära medelavkastningsmodellen vilket innebär att vi kommer att beräkna den förväntade avkastningen genom att beräkna en genomsnittlig avkastning på aktiekursen för de olika företagen som vi antar är den förväntade avkastningen (MacKinlay 1997).

Det finns flera uppfattningar om hur lång estimeringsperioden bör vara. Peterson (1989) beskriver att en typisk längd är 100 till 300 dagar medan Strong (1992) skriver att en estimeringsperiod kan vara allt mellan 60 och 600 dagar. Man vill inte ha en för liten estimeringsperiod eftersom det inte blir en särskilt representativ avkastning för aktien. Samtidigt vill man inte ha för stor estimeringsperiod eftersom det då kan komma att inkludera andra stora händelser som kan ha haft stor påverkan på aktiekursen (MacKinlay 1997).

Vi har beslutat om att använda en estimeringsperiod på 100 dagar. Vi anser att det är en bra storlek då den ligger inom spannet av rekommendationer.

3.3.5 Testprocedur

Här redogörs för hur den abnormala avkastningen beräknas. Som tidigare nämnts använder vi oss av följande formel vid beräkning av den abnormala avkastningen:

$$AR = R - R_M$$

(MacKinlay 1997)

Den abnormala avkastningen måste sedan aggregeras för att man ska kunna dra några slutsatser av en händelse (MacKinlay 1997). Formeln för den ackumulerade abnormala avkastningen (CAR) är följande:

$$CAAR_t = \sum_{t_2}^{t_1} AAR_t$$

(MacKinlay 1997)

När den ackumulerade abnormala avkastningen är beräknad för var och ett av våra företag så kan man välja att beräkna den genomsnittliga ackumulerade avkastningen (CAAR) för att lättare kunna se ett mönster mellan de olika företagen. Formeln för detta är följande:

$$CAAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t_2}^{t_1} CAAR_t$$

n = Antal observationer

(MacKinlay 1997)

I den här undersökningen har vi valt att ta fram CAAR för hela händelsefönstret för att på så sätt kunna se ett mönster på hur VD-byte påverkar aktiekurserna. Vi kommer ta fram CAAR för företagen som byter grundar-VD samt CAAR för företagen som byter icke grundar-VD för att kunna jämföra dessa kategorier.

3.4 Hypotestest

Hypotes betyder antagande och ett hypotestest innebär inom statistiken att man utifrån ett urval testar ett antagande mot en population. I vårt arbete kommer vi att undersöka om VD-byte har någon inverkan på aktiekursen samt om det finns någon skillnad i förändring av aktiekurs mellan avgående grundar-VD och icke grundar-VD (Körner & Wahlgren 2005).

Det här hypotestestet kommer att utgå från fyra olika steg. Dessa är följande:

- Formulering av hypoteser
- Fastställande av signifikansnivå
- Val av test
- Formulering av beslutsregel

3.4.1 Formulering av hypoteser

Vid hypotestest börjar man med att formulera en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). Efter själva testet kommer vi antingen att förkasta eller behålla nollhypotesen. Om vi förkastar nollhypotesen så gäller automatiskt mothypotesen (Körner & Wahlgren 2005).

I den här undersökningen kommer två olika hypotestest att genomföras och därför har vi två uppsättningar av hypoteser.

Hypotestest 1:

$H_0: \mu = 0$. Tillkännagivande av VD-byte har ingen påverkan på aktiekursen.

$H_1: \mu \neq 0$. Tillkännagivande av VD-byte har en påverkan på aktiekursen.

Hypotestest 2:

$H_0: \mu = 0$. Det finns ingen skillnad i förändring av aktiekurs mellan tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD.

$H_1: \mu \neq 0$. Det finns en skillnad i förändring av aktiekurs mellan tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD.

Mothypotesen är dubbelsidig då både en negativ skillnad och en positiv skillnad är möjliga utfall i båda hypotestesten i den här undersökningen. Det innebär till exempel att det är möjligt att ett tillkännagivande kan leda till en negativ utveckling av aktiekursen eller en positiv utveckling (Körner & Wahlgren 2005).

3.4.2 Fastställande av signifikansnivå

Då ett urval av en population aldrig kan ge fullständig information om en population så finns det alltid en risk att man felaktigt förkastar eller behåller nollhypotesen. Vid ett hypotestest kan man kontrollera hur stor risken för detta ska vara genom att fastställa en signifikansnivå. Det är dock inte möjligt att helt eliminera risken. I den här undersökningen fastställs signifikansnivån till fem procent vilket är en av de vanligaste nivåerna av signifikans vid

hypotestest. Det innebär i sin tur att det är fem procents risk att vi felaktigt förkastar eller behåller nollhypotesen (Körner & Wahlgren 2005).

3.4.3 Val av test

Då våra observationer inte har några extremvärden eller är mycket snedfördelat så antas de vara normalfördelade. Detta faktum i kombination med att vi inte har ett stort antal slumpmässiga observationer leder oss till att utföra ett t-test (Körner & Wahlgren 2005).

I den här undersökningen kommer två olika t-test att genomföras. Det ena är ett enkelt t-test som tar reda på om tillkännagivande av VD-byte har någon påverkan på aktiekursen och det andra är ett parat t-test som tar reda på om det är någon skillnad i påverkan på aktiekursen mellan tillkännagivande av att en grundar-VD:n avgår och ett tillkännagivande av att den icke grundar-VD avgår.

Formeln för ett enkelt t-test är följande:

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{s / \sqrt{n}}$$

\bar{X} = Genomsnittet av observationerna

μ = Det hypotetiskt medelvärde för populationen

s = Standardavvikelse

n = Antal observationer

(Körner & Wahlgren 2005)

Formeln för ett parat t-test är följande:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}$$

Formeln för standardavvikelse är följande:

$$s = \frac{\sqrt{\sum (X - \bar{X})^2}}{n - 1}$$

s = Standardavvikelse

x = Aktiepris

\bar{X} = Genomsnittet av observationerna

n = Antal observationer

(Körner & Wahlgren 2005)

3.4.4 Formulering av beslutsregel

Det kritiska värdet får vi av en tabell då vi har antalet frihetsgrader (n-1) och signifikansnivån. Om absolutvärdet av vår beräkning av t-testet är större än det kritiska värdet så förkastas nollhypotesen och mothypotesen gäller (Körner & Wahlgren 2005).

3.5 Urval

Vi har valt att basera vår undersökning på aktiekurser från 20 olika företag inom olika branscher som är noterade på Nasdaq Stockholm. Vi har hittat företagen genom att söka på nätet efter företag som bytt VD inom de senaste 15 åren. Därmed har vi gjort ett icke sannolikhetsurval. Vi valde ett tidsspänn på 15 år för att de byten vi undersöker ska ha skett relativt nyligen samtidigt som vi måste ha ett relativt stort tidsspänn för att få ihop tillräckligt med företag att undersöka. Av dessa 20 företag var det tio stycken som hade bytt ut sin grundar-VD. Dessa tio företag är Allenex, AllTele, Arise, Eolus, ProfilGruppen, BioGaia, Avanza, Fingerprint Cards, Gunnebo och Nordnet.

Vi har även valt ut tio företag som tillkännagivit att de ska byta ut en icke grundar-VD de senaste 15 åren. Vi har valt att utgå från dessa företag när vi beräknar förändringen i aktiekurs för företag som byter ut sin icke grundar-VD. De tio företagen är Karo Bio, Odd Molly, Poolia, TradeDoubler, Xano, Bactiguard, Cloetta, Diös Fastigheter, Unibet och Mekonomen.

3.5.1 Information om företagen med byte av grundar-VD

Figur 1. Information om företagen med byte av grundar-VD.

Företag	Tillkännagivande	Avgående VD	Antal år på posten	Tillträdande VD
Allenex	2011-05-25	Ingemar Lagerlöf	5	Anders Karlsson
AllTele	2012-10-24	Ola Norberg	10	Peter Bellgran
Arise	2015-06-10	Peter Nygren	4	Daniel Johansson
Avanza	2001-06-08	Per Nordlander	5	Niklas Storåkers
BioGaia	2015-10-22	Peter Rothschild	19	Axel Sjöblad
Eolus	2010-04-27	Bengt Simmingsköld	20	Gustaf Ekberg
Fingerprint Cards	2009-02-02	Lennart Carlsson	12	Johan Carlström
Gunnebo	2008-10-08	Bjarne Holmqvist	12	Per Borgvall
Nordnet	2007-11-09	Klas Danielsson	10	Carl-Viggo Östlund
ProfilGruppen	2002-02-04	Lars Johansson	21	Nils Arthur

Källa: Pressmeddelanden.

Allenex – Ingemar Lagerlöf lämnar Allenex efter 13 år inom företaget. Företaget går in i en ny fas och behöver ett nytt perspektiv (Allenex 2011).

AllTele – Ola Norberg vill dra ner på tempot och fokusera på frågor rörande företagsförvärv och strategisk tillväxt. Han lämnar posten som VD men fortsätter som ledamot i företagets styrelse (Alltele 2012).

Arise – Peter Nygren stannar inom företaget och väljer att jobba som affärsprojektledare samtidigt som han kommer att fungera som ett stöd för organisationen (Arise 2015).

Avanza – Det framgår inte i pressmeddelandet varför Per Nordlander lämnar posten som VD (Affärsvärlden 2001).

BioGaia – Peter Rothschild fortsätter som koncernchef inom företaget (BioGaia 2015).

Eolus – Bengt Simmingsköld går i pension (Bryngelsson 2010).

Fingerprint Cards – Lennart Carlson sa upp sig och låter företaget finna ny kraft som kan ta det framåt (Affärsvärlden 2009).

Gunnebo – Bjarne Holmqvist går i pension (Affärsvärlden 2004).

Nordnet – Klas Danielsson får sparken eftersom han inte delar uppfattning med företagets styrelse (Pensionsnyheterna 2007).

ProfilGruppen – Lars Johansson väljer att lämna sin post för att istället vara vice ordförande för företagets styrelse (ProfilGruppen 2002).

3.5.2 Information om företagen med byte av icke grundar-VD

Figur 2. Information om företagen med byte av icke grundar-VD.

Företag	Tillkännagivande	Avgående VD	Antal år på posten	Tillträdande VD
Bactiguard	2015-06-12	Niels Christiansen	0,25	Stanley Brodén
Cloetta	2015-05-11	Bengt Baron	6	David Nuutinen
Diös Fastigheter	2013-10-25	Christer Sundin	8	Knut Rost
Karo Bio	2015-02-04	Per Bengtsson	3	Maria Sjöberg
Mekonomen	2015-03-17	Håkan Lundstedt	8	Magnus Johansson
Odd Molly	2011-06-15	Christina Tillman	6	Anna Attemark
Poolia	2013-06-27	Monika Elling	3	Morten Werner
TradeDoubler	2014-04-22	Rob Wilson	2	Matthias Stadelmeyer
Unibet	2010-07-20	Petter Nylander	5	Henrik Kärnström
Xano	2014-02-13	Sune Lantz	12	Lennart Persson

Källa: Pressmeddelanden.

Bactiguard – Niels Christiansen fick sparken för att han inte var rätt person för posten enligt företagets styrelse (Bactiguard 2015).

Cloetta – Bengt Baron vill gå vidare (Cloetta 2015).

Diös Fastigheter – Christer Sundin går i pension (Diös Fastigheter 2013).

Karo Bio – Per Bengtsson avgår på egen begäran (Magnusson 2015).

Mekonomen – Håkan Lundstedt avgår på egen begäran för att fortsätta som VD och koncernchef för Synsam (Mekonomen Group 2015).

Odd Molly – Christina Tillman avgår på egen begäran för att gå vidare (Odd Molly 2011).

Poolia – Monika Elling avgår på egen begäran (Aktiespararna 2013).

TradeDoubler – Rob Wilson avgår för att företagets styrelse anser att företaget går in i en ny fas och behöver en ny ledare (Aktiespararna 2014).

Unibet – Petter Nylander lämnar sin post som VD men fortsätter att ha en roll som rådgivare för företaget (Avanza 2010).

Xano – Sune Lantz lämnar sin post som VD till förmån för nya utmaningar (Xano 2014).

3.6 Datainsamling

Bryman och Bell (2011) skiljer på primär- och sekundärdata. Primärdata innebär att man själv har samlat in data som är av intresse, till exempel enkäter, strukturerade intervjuer.

Sekundärdata, som den här undersökningen baseras på, är istället något som man själv inte samlat in, till exempel databaser som många organisationer, ofta myndigheter, presenterar i statistisk form.

Den här undersökningen har gjorts genom en eventstudie där historiska aktiekurser har hämtats från Nasdaq OMX Nordic. Urvalet har bestämts genom sökning på företag som bytt VD de senaste 15 åren vilket innebär att tillkännagivandena av VD-byte sträcker sig från juni 2001 till oktober 2015. Utifrån de utvalda företagen har tillkännagivandet av VD-byte tagits fram från pressmeddelanden från företagens egna hemsidor samt tidningsartiklar.

3.7 Kritisk granskning

3.7.1 Kritik av vetenskaplig metod

Undersökningen är inte baserad på en totalundersökning, samtliga svenska företags aktiekurser, utan har begränsats till ett urval. Den här undersökningen har gjorts utifrån ett icke-sannolikhetsurval då det inte är helt representativt för populationen. Hänsyn har tagits till samplingsfel då undersökningens population består av alla svenska företag, små som stora, medan undersökningens urval består av små och medelstora företag på Nasdaq Stockholm (Bryman & Bell 2011).

Då urvalet inte är representativt kan undersökningens empiri inte generaliseras för hela populationen. Dessutom kan ingen generalisering göras utanför populationen, då undersökningen inte har undersökt eller tagit hänsyn till det (Bryman & Bell 2011).

3.7.2 Kritik av event study method

Event study method är en väletablerad metod inom företagsekonomi som då oundvikligt blivit väl omdiskuterad. Det kan bland annat anses vara svårt att avgöra när en händelse har inträffat och därmed bestämma händelsedagen (MacKinlay 1997). En annan faktor som bör ifrågasättas och kritiseras är att det inte går att utesluta att ett samband man har identifierat egentligen är ett skensamband. Om slutsatsen av vår undersökning skulle vara att VD-byten påverkar aktiekurserna så är det svårt, om inte omöjligt, att helt utesluta att det är någon annan oidentifierad faktor som har påverkat empirin. Om man i en undersökning kan konstatera att aktiekursen har påverkats så är det dessutom svårt att avgöra hur stor påverkan den undersökta variabeln har haft jämfört med andra oidentifierade faktorer.

3.7.3 Kritik av hypotestest

En ganska uppenbar kritik mot hypotestest, och framförallt t-test som vi använder oss av, är att man inte helt kan eliminera risken att felaktigt förkasta eller behålla nollhypotesen. Det går

att justera risken så att den blir mycket liten genom att välja en låg signifikansnivå som gör det svårare att förkasta nollhypotesen. Trots att man kan kontrollera detta är det omöjligt att helt eliminera denna risk (Körner & Wahlgren 2005).

En annan nackdel med denna metod är att den inte ger den exakta bilden av sanningen. Så är det naturligtvis med alla metoder där man inte gör en totalundersökning, men ett t-test har extra få observationer då man använder sig av ett z-test om man har många observationer (Körner & Wahlgren 2005).

3.7.4 Validitet

Validitet handlar om att undersökningens mätinstrument mäter det man ämnar att mäta (Bell 2005). Som tidigare nämnts så finns det ett inneboende problem i event study method då man inte med hundra procent säkerhet kan utesluta att den påverkan på aktiekursen man har identifierat egentligen är resultatet av en annan faktor än den man undersökt. Det finns dock några strategier man kan använda sig av för att minska denna risk. Vi har valt att ha ett händelsefönster på endast fem dagar före och fem dagar efter händelsedagen. Om undersökningen skulle ha antagit ett bredare händelsefönster så hade risken för att andra händelsers påverkan varit större.

Undersökningens estimeringsperiod har fastställts till 100 dagar till skillnad från vissa andra undersökningar som använder sig av uppemot 600 dagar. Även det här gör att vår undersökning löper mindre risk att påverkas av oidentifierade faktorer.

I det här arbetet har företagen undersökts under en 111-dagarsperiod (med händelsefönster och estimeringsperiod). Då företagen inte har undersökts under flera års tid finns det en risk att låg- eller högkonjunkturer har påverkat undersökningens validitet negativt. Bortsett från detta så anser vi att validiteten är hög eftersom vi har eliminerat mätfel till en viss grad genom att välja ett kortare händelsefönster och estimeringsperiod.

3.7.5 Reliabilitet

Reliabilitet handlar i grund och botten om pålitlighet och följdriktighet. En hög reliabilitet innebär att man ska få samma resultat om undersökningen görs om på nytt (Bell 2005). Den data som är insamlad till denna undersökning är historiska aktiekurser som har hämtats från Nasdaq OMX Nordic. Därmed menar vi att reliabiliteten är hög då om undersökningen skulle gjorts om på nytt med samma kriterier skulle resultatet med stor sannolikhet bli detsamma.

Eftersom undersökningen är baserad på siffror har inte hänsyn behövt tas till människors bakgrund, kunskaper eller åsikter, vilket ger en högre reliabilitet. Då undersökningen sträcker sig över en längre period undviks att empirin blir missledande av faktorer som till exempel konjunkturlägen om undersökningen endast hade baserat på ett år. Därmed kan en generell slutsats dras över tiden och reliabiliteten ökar (Bryman & Bell 2011).

3.7.6 Källgranskning

I vår undersökning används både vetenskaplig litteratur och elektroniska källor. De vetenskapliga artiklarna, som utgör en stor del av vår referenslista, är till stor del omdiskuterade och har välkända författare inom samhällsvetenskapen vilket bidrar till att de blir mer pålitliga. Många av de vetenskapliga artiklar som använts bekräftar även varandras existens. Den data studien har utgått från kommer från Nasdaq Inc. som är världens största börsbolag (Nasdaq u.å.). Då vår data är sekundär har vi inte gjort några subjektiva bedömningar vid insamlingen. Under metodkapitlet har vi i stor utsträckning använt oss av

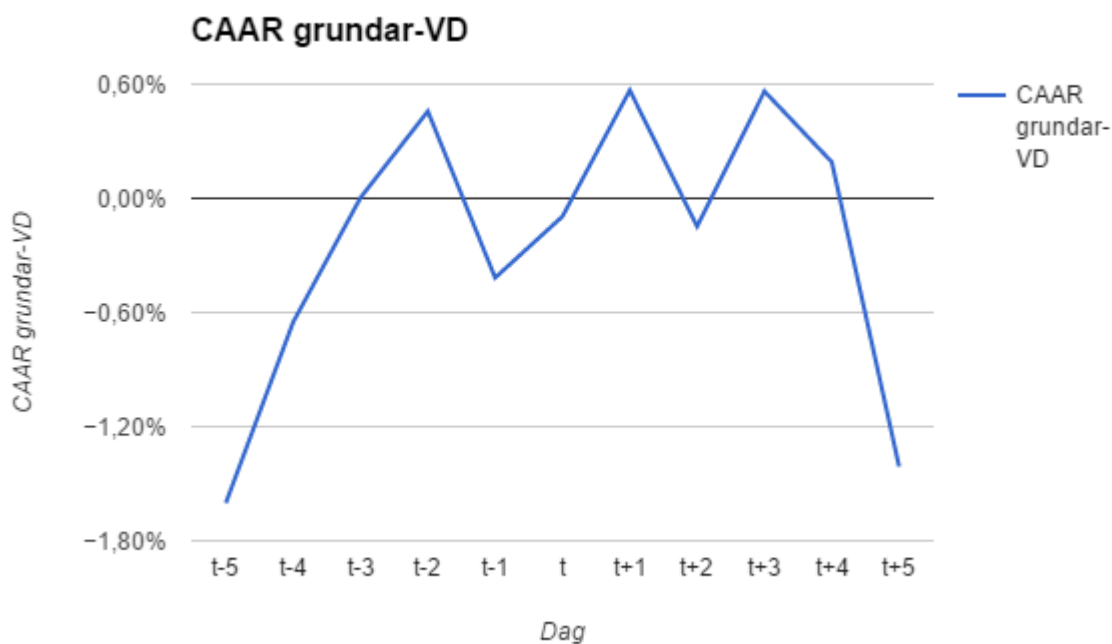
Bryman och Bell (2011) som är en välkänd lärobok inom metodlära. För att skapa en bättre bredd har vi även kompletterat metodkapitlet med Bell (2005).

4. Empiri

I detta kapitel presenteras undersökningens empiri och hypoteser. Empirin redovisas i form av diagram och tabeller. För att tydliggöra empirin kommer diagram och tabell för grundar-VD respektive icke grundar-VD att presenteras i separata diagram. Avslutningsvis presenteras däremot ett diagram med både grundar-VD och icke grundar-VD.

4.1 Tillkännagivande av avgående grundar-VD

Figur 3. CAAR grundar-VD.



Det som visas i diagrammet ovan är den ackumulerade genomsnittliga abnormala avkastningen för alla dagar inom händelsefönstret, angivet i antal procent (Y-axeln). De företag som har inkluderats i det här diagrammet är undersökningens tio företag som på händelsedagen (t) meddelat att deras VD som grundat företaget ska avgå från sin post. Dagarna (t-5) till och med (t-1) är de fem dagar innan företaget har tillkännagivit nyheten medan (t+1) till och med (t+5) är dagarna efter tillkännagivandet. Dagen (t) är dagen då nyheten tillkännagavs för marknaden.

Värdet på händelsefönstrets första dag (t-5) uppgår till -1,60 procent medan värdet för den sista dagen uppgår till -1,41 procent. Mellan dessa dagar så går aktiekursen upp relativt mycket och formar en trendlinje som kan liknas vid en båge. Det högsta värdet infaller en dag efter tillkännagivandet (t+1) och uppgår till 0,57 procent medan det lägsta värdet är -1,60 procent och infaller istället fem dagar innan tillkännagivandet (t-5). Utifrån diagrammet kan det utläsas att det sker en uppgång på 0,33 procentenheter dagen innan tillkännagivandet nått marknaden. Denna uppgång fortsätter även dagen efter tillkännagivandet (t+1) på 0,66 procentenheter. För att sedan under dag två (t+2) förändras med en nedgång på 0,72 procentenheter.

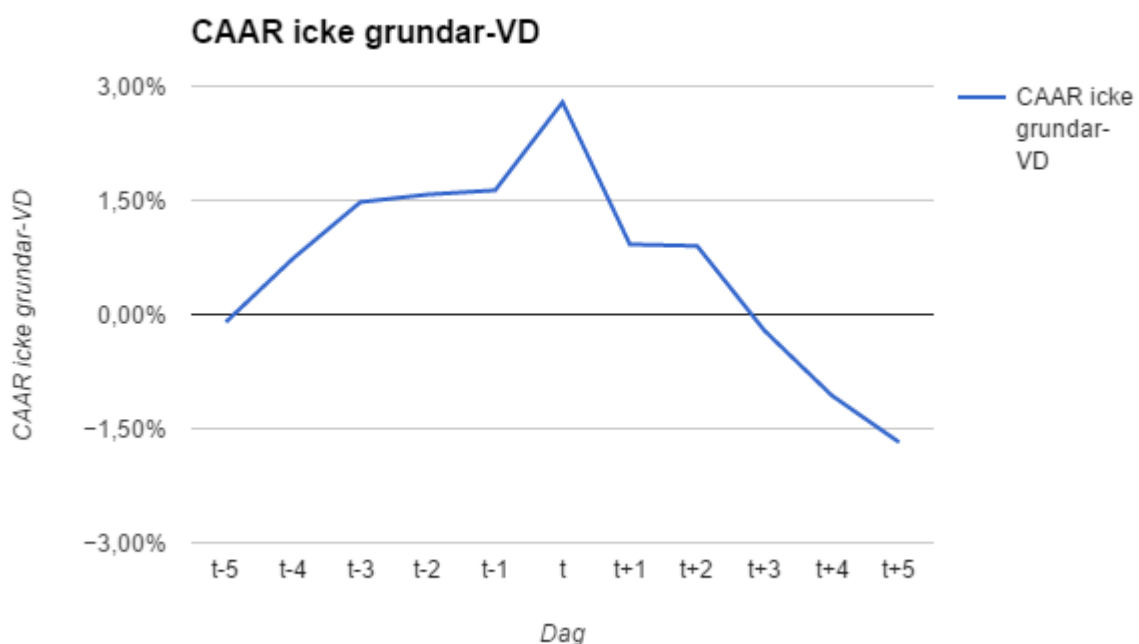
Figur 4. AAR och CAAR för grundar-VD.

Grundar-VD	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
AAR	-1,60%	0,95%	0,65%	0,45%	-0,88%	0,32%	0,66%	-0,72%	0,71%	-0,37%	-1,60%
CAAR	-1,60%	-0,65%	0,00%	0,46%	-0,42%	-0,09%	0,57%	-0,15%	0,56%	0,19%	-1,41%

I ovanstående tabell presenteras resultatet av våra beräkningar. De angivna värdena är AAR som är den genomsnittliga abnormala avkastningen för de tio företagen samt CAAR som tidigare nämnt är den ackumulerade genomsnittliga abnormala avkastningen. CAAR presenteras även i diagrammet ovan men utan angivna värden. Den minsta förändringen av AAR uppgår till 0,32 procentenheter och äger rum på dagen t, det vill säga samma dag som tillkännagivandet av ett VD-byte. Den största förändringen sker enligt diagrammet ovan på (t-5) och (t+5) på -1,60 procentenheter, det vill säga fem dagar innan respektive fem dagar efter VD-bytet.

4.2 Tillkännagivande av avgående icke grundar-VD

Figur 5. CAAR icke grundar-VD.



Diagrammets Y-axel illustrerar den ackumulerade genomsnittliga abnormala avkastningen (CAAR), i procent, för samtliga dagar inom händelsefönstret för de tio företag som har en icke grundar-VD. På diagrammets X-axel utläses händelsefönstrets dagar där (t-1) till (t-5) visar aktiekursen för fem dagar innan och (t+1) till (t+5) visar fem dagar efter pressmeddelandet om att VD:n ska avgå.

Värdet på händelsefönstrets första dag (t-5) uppgår till -0,10 procent medan värdet för den sista dagen (t+5) uppgår till -1,68 procent. Likt diagrammet för grundar-VD så går aktiekursen upp relativt mycket mellan första och sista dagen i händelsefönstret och formar en trendlinje som kan liknas vid en båge. Det högsta värdet infaller samma dag (t) som tillkännagivandet når marknaden och uppgår till 2,79 procent. Det sker en uppgång på 1,16

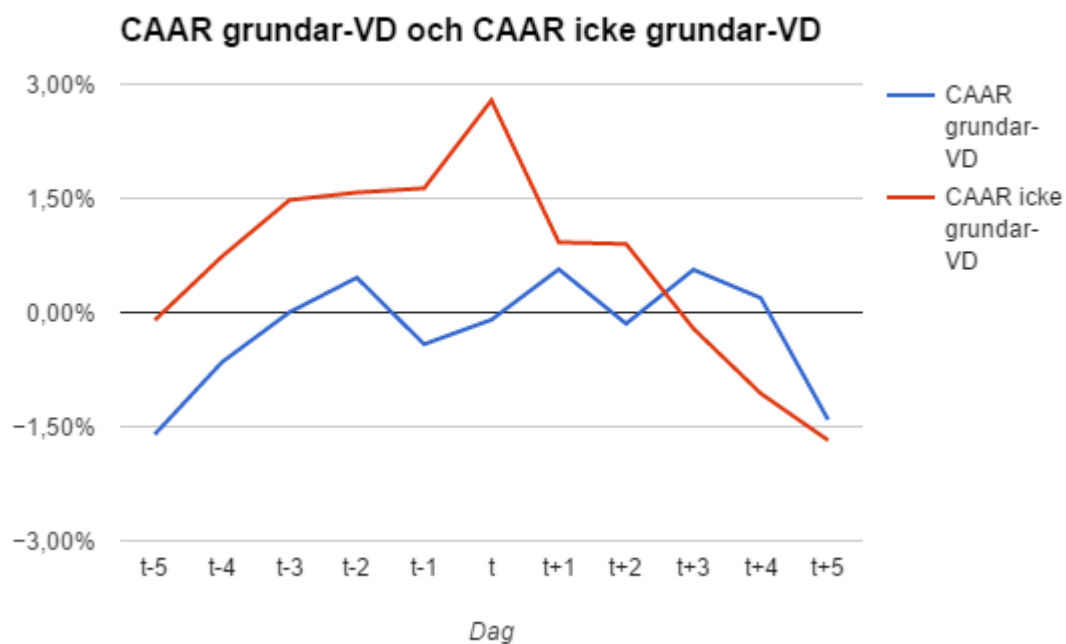
procentenheter på CAAR dagen innan tillkännagivandet (t-1) för att sedan förändras med en nedgång på 1,87 procentenheter dagen efter.

Figur 6. AAR och CAAR för icke grundar-VD.

Icke grundar-VD	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
AAR	-0,10%	0,84%	0,74%	0,10%	0,06%	1,16%	-1,87%	-0,02%	-1,11%	-0,85%	-0,62%
CAAR	-0,10%	0,74%	1,48%	1,58%	1,63%	2,79%	0,92%	0,90%	-0,21%	-1,06%	-1,68%

I tabellen ovan visas den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) och den ackumulerade genomsnittliga abnormala avkastningen (CAAR) för de tio företag med en icke grundar-VD. I tabellen ses förändringen dag för dag under hela händelsefönstret. På den andra dagen efter att tillkännagivandet offentliggjordes kan man utifrån diagrammet utläsa att AAR hade den minsta förändringen (-0,02 procentenheter). Den största förändringen (-1,87 procentenheter) sker enligt tabellen på dagen efter tillkännagivandet av VD-bytet.

Figur 7. CAAR grundar-VD och CAAR icke grundar-VD.



I ovanstående diagram illustreras CAAR för grundar-VD och för icke grundar-VD. Förändringen är i sin helhet, sträckt över hela händelsefönstret, lika mellan de två trendlinjerna. Dock skiljer de sig på dagen (t+1) då tillkännagivandet om VD-bytet nått marknaden. För de företag som bytt ut en icke grundar-VD ses en nedgång i CAAR, medan det i bytet av en grundar-VD sker en uppgång i CAAR, på -1,87 procentenheter respektive 0,66 procentenheter. Man kan se att båda trendlinjerna börjar och slutar på ungefär samma ställe och går upp däremellan vilket skapar en båge.

4.3 Hypotestest 1

Den första hypotesen testar om tillkännagivandet av ett VD-byte har någon påverkan på aktiekursen. Testvariabeln uppgår till 2,836 och är i det här fallet större än det absoluta värdet

av det kritiska värdet. Detta innebär att vi förkastar H_0 och H_1 gäller. Hypotestestet visar således att det finns en skillnad i aktiekursen vid tillkännagivandet av VD-bytet.

$H_0: \mu = 0$. Tillkännagivande av VD-byte har ingen påverkan på aktiekursen.

$H_1: \mu \neq 0$. Tillkännagivande av VD-byte har en påverkan på aktiekursen.

4.4 Hypotestest 2

Det andra hypotestestet testar om det finns någon skillnad i förändring av aktiekurs mellan tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD. Testvariabeln i detta fall uppgick till 2,101 och är, likt det första hypotestestet, större än det absoluta värdet av det kritiska värdet vilket leder till att nollhypotesen förkastas. Hypotestester visar därmed att det finns en förändring av aktiekurs mellan tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD.

$H_0: \mu = 0$. Det finns ingen skillnad i förändring av aktiekurs mellan tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD.

$H_1: \mu \neq 0$. Det finns en skillnad i förändring av aktiekurs mellan tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD.

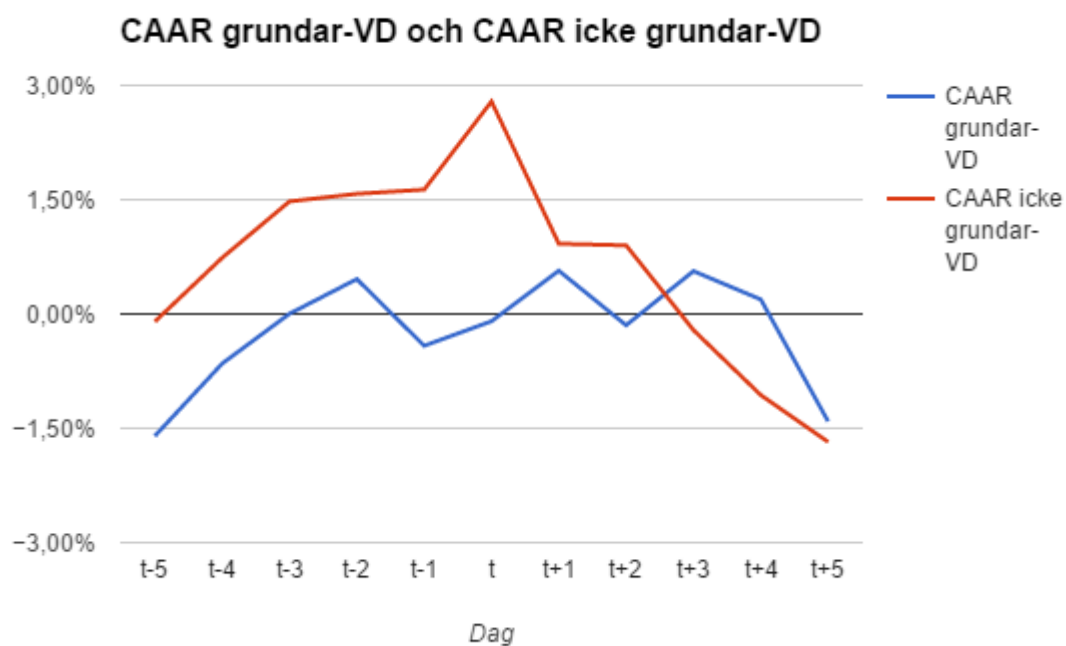
5. Analys

I detta kapitel bearbetas och analyseras empirin. Den analyseras med hjälp av den effektiva marknadshypotesen och agentteorin samt den tidigare forskningen.

För att underlätta för läsaren nämns undersökningsfrågorna nedan:

1. Hur påverkas aktiekursen vid tillfället då pressmeddelandet om ett VD-byte publiceras?
2. Är det någon skillnad i aktiekursens förändring vid tillkännagivande av ett VD-byte som ersätter företagets grundare och en VD som ersätter en annan VD än grundaren?

Figur 8. CAAR grundar-VD och CAAR icke grundar-VD.



Undersökningen är baserad på 20 olika företag varav tio av företagen har använts för att undersöka påverkan av aktiekursen vid ett tillkännagivande av ett byte av en VD som har grundat företaget medan de andra tio företagen har använts för att undersöka påverkan av aktiekursen vid tillkännagivandet av ett byte av en VD som inte har grundat företaget. Undersökningen visade att aktiekursen för de företag som bytt sin grundar-VD har en relativt svag positiv utveckling vid tidpunkten för tillkännagivandet. De andra tio företagen reagerade tvärtom. Då man tillkännagav att man skulle byta ut sin icke grundar-VD så resulterade det i en kraftig nedgång av aktiekurserna, åtminstone ur ett genomsnittligt perspektiv som vår eventstudie presenterar.

Det man däremot kan se utifrån figur 8 är att båda trendlinjerna börjar på ungefär samma värde som de slutar. Även om marknadens reaktion är mycket positiv eller negativ så verkar aktiekursen gå tillbaka till det värdet som var innan man tillkännagav VD-bytet. Därmed kan man anta att ett VD-byte inte har sådan stor påverkan på en aktiekurs på lång sikt.

Om man jämför figur 1 med figur 2 i urvalet så kan man se att grundar-VD:arna suttit betydligt längre på sin post än icke grundar-VD:arna. Grundar-VD:arna i vår undersökning har suttit i genomsnitt 12 år medan icke grundar-VD:arna har suttit i genomsnitt fem år. Då

aktiekursen för företagen som byter ut sin grundar-VD går upp vid tillkännagivandet så kan det tyda på att aktieägarna har tolkat detta som en positiv nyhet för att de anser att en förändring är nödvändig. Tvärtom gäller för företagen som tillkännagivit att de ska byta ut sin icke grundar-VD. Där sjunker aktiekursen vilket skulle kunna tyda på att aktieägarna har tolkat detta som en negativ nyhet på grund av att VD:n inte har fått möjligheten att på sådan kort tid hinna leva upp till sin fulla potential.

Den effektiva marknadshypotesen säger att för den semi-starka versionen av effektivitet gäller att om ny information når marknaden kommer aktiepriset att justeras direkt (Fama 1970). Det skulle i den här undersökningen innebära att aktiekursen, eller CAAR i våra diagram, förändras samma dag som tillkännagivandet av VD-byte, det vill säga händelsedagen. En förutsättning för att undersökningen ska kunna testa om marknaden är semi-effektiv är att företagen ifråga följer den informationsskyldighet som beskrivits under uppsatsens referensram. Som vi tidigare presenterade i empiri-kapitlet går det att urskilja en effekt på aktiekursen på just händelsedagen. För grundar-VD sker en ökning av aktiekursen medan det sker en sänkning för icke grundar-VD. Den ena effekten är alltså positiv och den andra är negativ. För båda situationerna gäller dock att det haft en effekt på aktiekursen för samma dag som tillkännagivandet vilket tyder på att informationen från tillkännagivandet direkt har avspeglats i aktiepriset. Detta faktum gör att vi kan tolka att den undersökta marknaden, som i vårt fall är den svenska marknaden, är semi-starkt effektiv då den omedelbart anpassar sig till offentlig information.

Marknaden verkar dock ha reagerat innan händelsedagen vilket skulle kunna tyda på att nyheten om att företagen skulle byta VD har läckt ut innan det officiella tillkännagivandet. Om så är fallet så förstärker det vårt antagande om att marknaden är semi-starkt effektiv eftersom den har anpassat sig direkt till den läckta informationen.

Kopplingar till agentteorin och skillnader mellan agenternas och principalernas mål har observerats. I teorikapitlet om agentteorin beskriver Eisenhardt (1989) två inriktningar varav den positivistiska inriktningen var en av dessa. Där ligger fokus på att identifiera när agent och principal inte delar samma uppfattningar gällande målen. Utifrån figur 8 kan man se att det går upp för grundar-VD och ned för icke grundar-VD. Det visar att aktieägarna har reagerat positivt respektive negativt på tillkännagivandena. Det i sin tur tyder på att det finns någon form av målkonflikt mellan agenterna (ledningen) och principalerna (aktieägarna). Aktieägarna och ledningen verkar ha haft olika mål vilket i sådana fall lett till ökade agentkostnader. Detta bekräftar Ang et al.'s (2000) teori som säger att agentkostnaderna ökar om företaget har ett spritt ägande samt att företag som är noterade på börsen, vilket alla företag i den här undersökningen är, alltid har någon form av agentkostnad.

Jensen och Meckling (1976) diskuterar även ägarnas uppfattning av agentkostnadernas påverkan på aktiekursen. Storleken av agentkostnaderna reflekteras i aktiekursen. Om det till exempel funnits ett tidigare missnöje med grundar-VD:n på grund av höga residualkostnader och övervakningskostnader så kan det ha resulterat i att man bytt ut denne. Om detta har en positiv påverkan på aktiekursen efter tillkännagivandet av bytet tyder det på att aktieägarna varit nöjda med företagets beslut att byta ut denne. Det som kan utläsas från figur 3 gällande grundar-VD är att det under dag (t-2) visar en positiv avkastning. Detta kan ha berott på att informationen läckt ut tidigare och genererat en fortsatt positiv avkastning efter tillkännagivandet och kan därför tolkas som att aktieägarna varit nöjda med företagets beslut att byta ut VD:n.

5.1 Jämförelse med tidigare forskning

Studien gjord av Dedman och Lin (2000) konstaterade att marknaden reagerade negativt på en nyhet om ett VD-byte. Något som resultatet i vår undersökning även visade på när det gäller icke grundar-VD. Detta kan redan ses dagen efter tillkännagivandet av ett VD-byte då man utifrån diagrammet kan utläsa att aktiekursen har en kraftig nedgång. Sedan kan det även utläsas att en negativ trend finns för båda CAAR mot slutet av händelsefönstren.

Undersökningen av Warner et al. (1987) hade som syfte att se om det fanns ett samband mellan aktiepris och en förändring i ledningen. De kom fram till att det fanns ett samband mellan dessa två händelser men inte om det är specifikt ett VD-byte som har en aktiepåverkan. Vårt hypotestest visar däremot på att ett tillkännagivande av VD-byte har en påverkan på aktiekursen. Även eventstudien visar tillkännagivande av VD-byte har en påverkan på aktiekursen (se figur 3 och figur 5).

Det som kan utläsas från vår undersökning är att det finns skillnader med vad Adam et al. (1998) kom fram till i deras undersökning. De menade att företag med sin grundare som VD har positiva effekter på företaget. Vår undersökning visar att de företag med en icke grundar-VD som bytts ut hade en nedgång i CAAR till skillnad från en uppgång i CAAR för företag med grundar-VD. För att bekräfta Adam et al. så borde vår undersökning blivit tvärtemot för grundar-VD, det vill säga att marknaden borde ha reagerat negativt på att grundar-VD:n bytts ut. Detta skulle i sin tur lett till en nedgång i CAAR istället för uppgång som vår empiri visar.

Fahlenbrach (2009) undersökte skillnaderna mellan en grundar-VD och en icke grundar-VD vad gäller företagets prestation. Han menar att ett företag som har sin grundare som VD är värderade högre och presterar bättre än ett företag som inte har sin grundare som VD. Applicerat i vår undersökning så borde det här innebära, likt jämförelsen med Adam et al. (1998), att aktiekursen för ett företag som tillkännager att det ska byta ut sin grundar-VD sjunker. Ett av de två hypotestesten vi genomförde visar på att det finns en signifikant skillnad i påverkan på aktiekursen mellan ett tillkännagivande av grundar-VD och icke grundar-VD. Däremot, som tidigare nämnts vid jämförelsen med Adam et al., så visar vår undersökning att marknaden reagerar positivt vid ett tillkännagivande av byte av grundar-VD medan reaktionen för byte av icke grundar-VD är negativ, vilket motsäger Fahlenbrachs studie.

6. Slutsats

I detta kapitel redogörs undersökningens slutsatser utifrån empiri och analys på undersökningsfrågorna. Slutligen diskuteras vad som skulle vara intressant för vidare forskning kring marknadens reaktion på VD-byte.

6.1 Slutsatser

Arbetets syfte har varit att undersöka hur marknaden reagerar när ett företag byter VD samt om det råder någon skillnad i påverkan på aktiekursen mellan ett byte av grundar-VD och icke grundar-VD. Efter en sammanställning av empirin och analys kan följande slutsatser dras.

Undersökningen visar på att det finns en skillnad i påverkan på marknaden mellan tillkännagivandet av ett VD-byte för grundare och icke-grundare. Vi har en positiv ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning för grundar-VD medan vi har en negativ ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning för icke grundar-VD på dagen efter tillkännagivandet.

Det som de båda grupperna har gemensamt är att den största förändringen i aktiekursen kan urskiljas på dagen efter tillkännagivandet då förändringen på CAAR för grundar-VD är 0,57 procentenheter respektive 0,90 för icke grundar-VD.

Hur påverkas aktiekursen vid tillfället då pressmeddelandet om ett VD-byte publiceras?

Analysen som gjorts utifrån undersökningens empiri av hypotestet visar på att det går att dra den statistiskt signifikanta slutsatsen att vid tillkännagivande av VD-byte så finns en påverkan på aktiekursen. Om aktiekursen påverkas positivt eller negativt beror på om det är grundar-VD eller icke grundar-VD.

Är det någon skillnad i aktiekursens förändring vid tillkännagivande av ett VD-byte som ersätter företagets grundare och en VD som ersätter en annan VD än grundaren?

Vårt hypotestet visar att det finns en signifikant skillnad i påverkan på aktiekursen mellan ett tillkännagivande av VD-byte för en grundar-VD och en icke grundar-VD. Vår eventstudie visar att marknaden reagerar positivt på tillkännagivandet att en grundar-VD ska bytas ut medan marknaden reagerar negativt vid tillkännagivandet av att en icke grundar-VD ska bytas ut.

6.2 Vidare forskning

Det är möjligt att undersöka dagen då bytet av VD sker istället för tillkännagivande av bytet. Vi har i den här uppsatsen valt att undersöka tillkännagivandet för att vi tror att det är då aktieägarnas reaktion är som störst men det skulle vara intressant att undersöka om dagen då själva bytet sker leder till någon effekt på aktiekursen.

För att öka generaliserbarheten till undersökningen och skapa ett bredare perspektiv så skulle det vara intressant att göra en liknande undersökning på flera olika marknader, det vill säga i flera olika länder. Problematiken med det är att det råder olika förutsättningar för företagen på olika marknader men om man lyckas ta sig över det hindret så är det intressant att undersöka flera marknader eftersom det ger ett bredare perspektiv.

När man undersöker aktieägarnas reaktion så kan man göra på flera olika sätt. Vi har valt ett kvantitativt sätt där vi har undersökt effekten på aktiekursen. Det skulle vara intressant att göra en kvalitativ studie där man intervjuar olika aktieägare om deras syn på ett VD-byte. Man skulle även kunna intervjuar personer på olika företag för att ta reda på företagets perspektiv på fenomenet.

Något som skulle vara intressant att undersöka är hur marknaden skulle ha reagerat ifall man redan vid tillkännagivandet av VD-bytet även tillkännagav efterträdaren. Vid flera av de observationerna vi har i vår undersökning har man inte tillkännagivit vem som tar över efter den avgående VD:n samtidigt som vid tillkännagivandet att en VD ska avgå. Det skulle vara intressant att undersöka om detta har någon betydelse för effekten på aktiekursen.

Slutligen skulle det vara intressant att undersöka om företagets börsvärde har någon betydelse för hur marknaden reagerar när ett företag byter VD. Reagerar marknaden i större utsträckning när ett företag med ett större börsvärde byter VD?

8. Referenser

8.1 Vetenskaplig litteratur

Adams, R., Almeida, H. & Ferreira, D., (2009). Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, (16), s. 136.

Aktiebolagslagen. 2005:551. Stockholm: Justitiedepartementet.

Ang, J. S., Cole, A. R., Wuh Lin, J., (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, (55), ss. 81-87.

Bell, J. (2005). *Introduktion till forskningsmetodik*. Studentlitteratur AB, ss. 117-118.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A., (2014). *Investments*. Berkshire: McGraw-Hill Education, ss. 353-354.

Brown, S. & Warner, J. B., (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Eventstudies. *Journal of Financial Economics*, (14), s. 10.

Bryman, A. & Bell, E., (2011). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Stockholm: Liber, ss. 61-472.

Dedman, E. & Lin, S W-J., (2000). Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, (8), ss. 81-82.

Eisenhardt, K. M., (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, (14), ss. 58-60.

Fahlenbrach, R., (2009). Founder-CEOs, Investment Decision and Stock Market Performance. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, (44), ss. 439-461.

Fama, E., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, (25), ss. 383-389.

Fama, E., (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, (46), ss. 1575-1618.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H., (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, (3), ss. 5-6.

Körner, S. & Wahlgren, L., (2005). *Statistiska metoder*. Lund: Studentlitteratur AB, ss. 122-147.

Lubatkin, M. H. Chung, K. H., Rogers, R. C. & Owers, J. E., (1989). Stockholder Reactions to CEO changes in Large Corporations. *The Academy of Management Journal*, (32), ss. 57-63.

MacKinlay, A. C., (1997). Eventstudies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, (35), ss. 1-19.

Peterson, P., (1989). Eventstudies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, (28), s. 38.

Shleifer, A. & Vishny, R. W., (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, (2), ss. 737-738.

Strong, N., (1992). Modelling Abnormal Returns: a review article. *Journal of Business Finance & Accounting*, (19), s. 538.

Warner, J. B., Watts, R. L. & Wruck, K. H., (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, (20), ss. 462-471.

8.2 Elektroniska källor

Aktiespararna (2010). *Regler*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Agarstyrningspolicy/Regler/>> (Hämtad 2015-11-16)

Avanza (2015). *OMX Stockholm 30*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<https://www.avanza.se/index/om-indexet.html/19002/omx-stockholm-30>> (Hämtad 2015-11-11)

Bolagsverket (2014). *Styrelse och vd - aktiebolag*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/styrelse/vd-1.3172>> (Hämtad 2015-11-05)

Expovera (2014). *VD och styrelsen*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<http://www.expovera.se/mentor/foretaget/styrelsearbete_vd.htm> (Hämtad 2015-11-09)

Isacsson, T (2015). *Kortsiktiga beslut premieras i vd-karusellen*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.svd.se/kortsiktiga-beslut-premieras-i-vd-karusellen>> (Hämtad 2015-12-07)

Nasdaq (utan årtal). *Om oss*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.nasdaqomxnordic.com/omoss>> (Hämtad 2015-11-13)

Prawitz, D (utan årtal). *Induktiva metoder*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/induktiva-metoder>> (Hämtad 2015-11-13)

SvD Näringsliv (2014). *Statoils VD-byte utlöste kursras*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.svd.se/statoils-vd-byte-utlose-kursras>> (Hämtad 2015-11-05)

SvD Näringsliv (2015). *Full snurr på vd-karusellen*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.svd.se/full-snurr-pa-vd-karusellen>> (Hämtad 2015-11-06)

8.2.1 Pressmeddelanden

Affärsvärlden (2001). *Avanzas grundare får 5 MKR var*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2567371.ece>> (Hämtad: 2016-01-16)

- Affärsvärlden (2004). *Gunnebos vd slutar*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2576187.ece>> (Hämtad 2016-01-16)
- Affärsvärlden (2009). *Fingerprint Cards: VD Lennart Carlson avgår*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2753146.ece>> (Hämtad 2016-01-16)
- Aktiespararna (2013). *POOLIA: Monika Elling avgår som vd för Poolia*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.aktiespararna.se/analysguiden/Hitta-Bolag/Industrivaror-och-tjanster/Poolia/Pressmeddelanden/2013/POOLIA-Monika-Elling-avgar-som-vd-for-Poolia/>> (Hämtad 2016-01-16)
- Aktiespararna (2014). *TradeDoubler: TradeDoublers VD slutar – Bolaget redovisar preliminärt resultat för första kvartalet*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.aktiespararna.se/analysguiden/Hitta-Bolag/Medier/TradeDoubler/Pressmeddelanden/2014/TradeDoubler-Tradedoublers-VD-slutar---bolaget-redovisar-preliminart-resultat-for-forsta-kvartalet/>> (Hämtad 2016-01-16)
- Allenex (2011). *Anders Karlsson ny VD för LinkMed*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://news.cision.com/se/allenex-ab/r/anders-karlsson-ny-vd-for-linkmed,c9127006>> (Hämtad 2016-01-16)
- AllTele (2012). *Ledningsbyte i AllTele*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://news.cision.com/se/alltele/r/ledningsbyte-i-alltele,c9323634>> (Hämtad 2016-01-16)
- Arise (2015). *Förändring beträffande verkställande direktör*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.arise.se/sv/forandring-beträffande-verkstallande-direktor>> (Hämtad 2016-01-16)
- Avanza (2010). *Unibets vd avgår*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2010/07/20/unibets-vd-avgar.html>> (Hämtad 2016-01-16)
- Bactiguard (2015). *VD Niels Christiansen lämnar Bactiguard*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://investors.bactiguard.se/sv/pressmeddelanden/vd-niels-christiansen-lamnar-bactiguard>> (Hämtad 2016-01-16)
- BioGaia (2015). *BioGaia utser ny vd*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.biogaia.se/biogaia-utser-ny-vd>> (Hämtad 2016-01-16)
- Bryngelsson (2010). *Eolus grundare slutar som vd*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://old.laholmstidning.se/article/20100427/HASSLEHOLM/704279958/-/eolus-grundare-slutar-som-vd>> (Hämtad 2016-01-16)
- Cloetta (2015). *David Nuutinen ny VD och koncernchef för Cloetta AB*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.cloetta.com/sv/artikel/david-nuutinen-ny-vd-och-koncernchef-for-cloetta-ab/>> (Hämtad 2016-01-16)
- Diös Fastigheter (2013). *Ny VD för Diös Fastigheter AB*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://news.cision.com/se/dios-fastigheter-ab/r/ny-vd-for-dios-fastigheter-ab,c9487724>> (Hämtad 2016-01-16)

Magnusson (2015). *Karo Bio: Vd Per Bengtsson avgår på egen begäran*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.aktiespararna.se/analysguiden/Hitta-Bolag/Halsovard/Karo-Bio/Nyheter/2015/Karo-Bio-Vd-Per-Bengtsson-avgar-pa-egen-begaran/>> (Hämtad 2016-01-16)

Mekonomen Group (2015). *Håkan Lundstedt slutar som VD på Mekonomen*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://ir.mekonomen.se/sv/Media/Pressmeddelanden/?itemid=1348641&y=2015>> (Hämtad 2016-01-16)

Odd Molly (2011). *VD-SKIFTE I ODD MOLLY*. (Elektronisk). Tillgänglig: <https://www.oddmolly.com/investors-sv/all-press-releases?cision_article=B64BA4B86BDC4C79> (Hämtad 2016-01-16)

Pensionsnyheterna (2007). *Nordnets vd Klas Danielsson fick sparken*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://www.pensionsnyheterna.se/pub/viewArticle?articleId=140>> (Hämtad 2016-01-16)

ProfilGruppen (2002). *VD-skifte i ProfilGruppen*. (Elektronisk). Tillgänglig: <<http://news.cision.com/se/profilgruppen/r/vd-skifte-i-profilgruppen.c54330>> (Hämtad 2016-01-16)

Xano (2014). *Xano planerar VD-skifte*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.xano.se/xano_pressmeddelanden/pm_2014/xano_140213> (Hämtad: 2016-01-16)

Bilagor

Bilaga 1. Genomsnittlig abnormal avkastning grundar-VD

	AR (t-5)	AR (t-4)	AR (t-3)	AR (t-2)	AR (t-1)	AR (t)	AR (t+1)	AR (t+2)	AR (t+3)	AR (t+4)	AR (t+5)
Företag	(t-5)-MEAN =	(t-4)-MEAN =	(t-3)-MEAN =	(t-2)-MEAN =	(t-1)-MEAN =	t-MEAN =	(t+1)-MEAN =	(t+2)-MEAN =	(t+3)-MEAN =	(t+4)-MEAN =	(t+5)-MEAN =
Allenex	0,0000626513 301	0,0000626513 301	-0,006148528 794	0,0331752341 1	-0,006559865 226	0,00006265133 01	0,1030038278	0,0132205460 7	0,0406031918 7	0,0000626513 301	-0,045098638 99
AllTele	0,0011502520 58	0,0011502520 58	-0,005060928 066	0,0342628348 4	-0,005472264 498	0,00115025205 8	0,1040914285	0,0143081467 9	0,0416907926 58	0,0011502520 58	-0,044011038 26
Arise	0,0037615247 94	-0,001314617 338	0,0299353826 6	-0,006365122 389	0,0037105082 9	0,01868538266	-0,0013146173 38	-0,001314617 338	-0,025704861 24	-0,006314617 338	0,0191982031 7
Eolus	-0,002876867 645	0,0235539108 1	-0,007514666 839	-0,012265101 74	0,0019192954 25	0,02329696763	-0,0190597255 5	0,0205239465 9	0,0112000378 8	-0,014172658 6	-0,005090050 369
ProfilGruppen	-0,033616636 34	0,0210216274 5	-0,022688794 02	0,0210683968 3	-0,006758361 546	0,00009044454 585	0,00009044454 585	0,0115846969 6	-0,011274091 52	-0,020599209 8	-0,009298089 891
BioGaia	-0,006910310 446	-0,003582551 249	0,0030896895 54	0,0096408446 7	0,0012948177 59	0,00127948221 7	-0,0542082502 2	-0,061031932 07	-0,019767453 3	-0,025546674 08	0,0090385946 63
Avanza	-0,028867810 46	-0,022002280 16	0,0014352198 44	0,0014352198 44	0,0014352198 44	0,1214352198	-0,0342790658 7	0,0088426272 51	-0,005917721 332	-0,035601817 19	0,0014352198 44
Fingerprint Cards	-0,064902055 63	0,0776868771 8	0,0814747559 7	-0,020550166 15	-0,021089346 6	-0,0324708222 7	0,05133291199	-0,003878779 388	-0,032222949 84	-0,016533629 78	-0,030119446 93
Gunnebo	-0,023643108 05	-0,006871948 177	-0,029031039 09	-0,001289811 016	-0,061385279 37	-0,1017810391	-0,0740862599 7	-0,064447705 75	0,0719864027 7	0,0647189609 1	-0,056604568 5
Nordnet	-0,004287234 347	0,0053518235 81	0,0199149303 8	-0,013653488 75	0,0053755034 29	0,00049745464 86	-0,0093064669 2	-0,009403535 45	0,0004974546 486	0,0156489698	0,0004974546 486
AAR	-0,016012959 47	0,0095055745 48	0,0065406021 6	0,0045458840 25	-0,008752977 249	0,00322459935 9	0,00662642269 9	-0,007159660 634	0,0071090802 54	-0,003718777 269	-0,016005236 06

Bilaga 2. Ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning grundar-VD

Företag	CAR (t-5)	CAR (t-4)	CAR (t-3)	CAR (t-2)	CAR (t-1)	CAR (t)	CAR (t+1)	CAR (t+2)	CAR (t+3)	CAR (t+4)	CAR (t+5)
Allenex	0,0000626513 301	0,0001253026 602	-0,0060232261 34	0,0271520079 8	0,0205921427 5	0,02065479408	0,123658621 9	0,1368791679	0,1774823598	0,177545011 1	0,132446372 2
AllTele	0,0011502520 58	0,0023005041 16	-0,0027604239 5	0,0315024108 9	0,0260301463 9	0,02718039845	0,131271827	0,1455799738	0,1872707664	0,188421018 4	0,144409980 2
Arise	0,0037615247 94	0,0024469074 56	0,03238229012	0,0260171677 3	0,0297276760 2	0,04841305868	0,047098441 34	0,0457838240 1	0,0200789627 7	0,013764345 43	0,032962548 6
Eolus	-0,002876867 645	0,0206770431 7	0,01316237633	0,0008972745 878	0,0028165700 13	0,02611353765	0,007053812 093	0,0275777586 8	0,0387777965 6	0,024605137 97	0,019515087 6
ProfilGruppen	-0,033616636 34	-0,012595008 89	-0,0352838029 1	-0,014215406 08	-0,020973767 62	-0,0208833230 8	-0,02079287 853	-0,009208181 572	-0,020482273 09	-0,04108148 289	-0,05037957 278
BioGaia	-0,006910310 446	-0,010492861 69	-0,0074031721 41	0,0022376725 29	0,0035324902 88	0,00481197250 5	-0,04939627 772	-0,110428209 8	-0,130195663 1	-0,15574233 72	-0,14670374 25
Avanza	-0,028867810 46	-0,050870090 62	-0,0494348707 7	-0,047999650 93	-0,046564431 08	0,07487078876	0,040591722 89	0,0494343501 4	0,0435166288 1	0,007914811 617	0,009350031 461
Fingerprint Cards	-0,064902055 63	0,0127848215 5	0,09425957751	0,0737094113 6	0,0526200647 6	0,0201492425	0,071482154 49	0,0676033751	0,0353804252 6	0,018846795 49	-0,01127265 145
Gunnebo	-0,023643108 05	-0,030515056 23	-0,0595460953 1	-0,060835906 33	-0,122221185 7	-0,2240022248	-0,29808848 48	-0,362536190 5	-0,290549787 7	-0,22583082 68	-0,28243539 53
Nordnet	-0,004287234 347	0,0010645892 34	0,02097951961	0,0073260308 63	0,0127015342 9	0,01319898894	0,003892522 021	-0,005511013 43	-0,005013558 781	0,010635411 02	0,011132865 67
CAAR	-0,016012959 47	-0,006507384 925	0,00003321723 508	0,0045791012 6	-0,004173875 989	-0,0009492766 299	0,005677146 069	-0,001482514 564	0,0056265656 9	0,001907788 421	-0,01409744 764

Bilaga 3. Genomsnittlig abnormal avkastning icke grundar-VD

	AR (t-5)	AR (t-4)	AR (t-3)	AR (t-2)	AR (t-1)	AR (t)	AR (t+1)	AR (t+2)	AR (t+3)	AR (t+4)	AR (t+5)
Företag	(t-5)-MEAN =	(t-4)-MEAN =	(t-3)-MEAN =	(t-2)-MEAN =	(t-1)-MEAN =	t-MEAN =	(t+1)-MEAN =	(t+2)-MEAN =	(t+3)-MEAN =	(t+4)-MEAN =	(t+5)-MEAN =
Kairo Bio	0,00153381065 3	-0,013172487 48	0,031836437 26	0,0015338106 53	0,03138456082	0,030945146 81	-0,012550766 22	0,05867620694	0,0404946895 3	0,0138792770 9	-0,059441704 27
Odd Molly	0,00690491198 9	0,0319788036 2	0,011687541 48	0,0253432896	-0,0480211963 9	0,121026422 7	-0,074292382 83	0,05290472954	-0,041880845 51	0,0343862110 2	-0,011474111 18
Poolia	-0,0148953148	0,0543687544 6	-0,01489531 48	-0,014895314 8	0,05436875446	0,025921011 73	0,0168507169 5	-0,0148953148	0,0151476036 5	-0,094895314 8	-0,001561981 467
TradeDoubler	0,00023809273 53	0,0188716331 1	0,025238092 74	0,0002380927 353	-0,0181668152 4	-0,01242013 511	-0,022637724 26	-0,0365512049 2	-0,010214868 94	-0,006854105 846	0,0216666641 6
Xano	0,03016836469	-0,013436615 5	0,012682469 34	0,0207432060 5	-0,0005333896 954	0,024998525 2	-0,004682767 289	-0,0151471684	-0,004770677 831	0,0249985252	-0,017200056 36
Bactiguard	-0,0411015879	-0,001434921 234	0,011100092 77	0,0027317454 32	-0,0013660507 11	-0,07643492 123	-0,061283406 08	-0,0418820757 1	-0,090776006 51	-0,051354015 09	-0,007879913 024
Cloetta	-0,0014677050 95	0,0294203257 9	0,006051091 897	0,0059949814 72	-0,0236899273 2	0,009939139 011	-0,005269986 464	-0,0126201214 5	-0,008875112 502	0,0059949814 72	-0,001467705 095
Diös Fastigheter	0,01115220537	0,0085639111 35	0,015723065 54	-0,014979081 15	-0,0245823643 2	0,015792742 24	0,0012999886 17	0,00129998861 7	-0,005809016 122	-0,001086646 228	-0,001086646 228
Unibet	0,01490257816	-0,037003047 97	-0,03547881 009	-0,022038831 97	0,03538401431	-0,01818012 861	-0,018180128 61	0,01206857006	-0,016818342 64	-0,011127613 6	0,0004236932
Mekonomen	-0,0174218274 1	0,0055888921 65	0,010006779 84	0,0052767595 71	0,00077243542 03	-0,00593400 276	-0,005949186 637	-0,0059542937 33	0,0122898848 7	0,0008126542 105	0,0164875219
AAR	-0,0009986471 613	0,0083745248 09	0,007395144 596	0,0009948657 59	0,00055500213 39	0,011565379 99	-0,018669564 28	-0,0002100683 858	-0,011121269 2	-0,008524604 656	-0,006153423 836

Bilaga 4. Ackumulerad genomsnittlig abnormal avkastning icke grundar-VD

Företag	CAR (t-5)	CAR (t-4)	CAR (t-3)	CAR (t-2)	CAR (t-1)	CAR (t)	CAR (t+1)	CAR (t+2)	CAR (t+3)	CAR (t+4)	CAR (t+5)
Kairo Bio	0,00153381065 3	-0,01163867 682	0,0201977604 3	0,021731571 09	0,0531161319 1	0,0840612787 2	0,0715105125	0,130186719 4	0,170681409	0,1845606861	0,125118981 8
Odd Molly	0,00690491198 9	0,038883715 6	0,0505712570 8	0,075914546 68	0,0278933502 9	0,148919773	0,0746273901 3	0,127532119 7	0,08565127416	0,1200374852	0,108563374
Poolia	-0,0148953148	0,039473439 66	0,0245781248 6	0,009682810 064	0,0640515645 3	0,0899725762 6	0,1068232932	0,091927978 4	0,1070755821	0,01218026726	0,010618285 79
TradeDoubler	0,00023809273 53	0,019109725 84	0,0443478185 8	0,044585911 31	0,0264190960 7	0,0139989609 6	-0,008638763 297	-0,04518996 822	-0,0554048371 6	-0,062258943	-0,04059227 884
Xano	0,03016836469	0,016731749 19	0,0294142185 2	0,050157424 57	0,0496240348 8	0,0746225600 8	0,0699397927 9	0,054792624 39	0,05002194656	0,07502047175	0,057820415 39
Bactiguard	-0,0411015879	-0,04253650 914	-0,031436416 36	-0,02870467 093	-0,030070721 64	-0,106505642 9	-0,167789049	-0,20967112 47	-0,3004471312	-0,3518011463	-0,35968105 93
Cloetta	-0,0014677050 95	0,027952620 7	0,0340037126	0,039998694 07	0,0163087667 5	0,0262479057 6	0,0209779193	0,008357797 846	-0,0005173146 562	0,00547766681 6	0,004009961 721
Diös Fastigheter	0,01115220537	0,019716116 5	0,0354391820 4	0,020460100 89	-0,004122263 434	0,0116704788 1	0,0129704674 2	0,014270456 04	0,00846143991 8	0,00737479369	0,006288147 463
Unibet	0,01490257816	-0,02210046 982	-0,057579279 91	-0,07961811 188	-0,044234097 57	-0,062414226 18	-0,080594354 79	-0,06852578 472	-0,0853441273 6	-0,0964717409 6	-0,09604804 776
Mekonomen	-0,0174218274 1	-0,01183293 525	-0,001826155 402	0,003450604 169	0,0042230395 89	-0,001710963 171	-0,007660149 808	-0,01361444 354	-0,0013245586 75	-0,0005119044 646	0,015975617 44
CAAR	-0,0009986471 613	0,007375877 648	0,0147710222 4	0,015765888	0,0163208901 4	0,0278862701 3	0,0092167058 49	0,009006637 464	-0,0021146317 36	-0,0106392363 9	-0,01679266 023