

Södertörns högskola
Magisteruppsats: Företagsekonomi
VT 2006

VD-byten

Hur påverkas ett företags aktiekurs vid ett tillkännagivande av en
ny VD?

Författare:

Rasmus Christenson

Krister Jakobsson

Sammanfattning

För att all relevant information ska nå ut till marknaden och därmed bli återspeglad i aktiekursen har samtliga bolag på aktiemarknaden i Sverige skyldighet att delge marknaden all kurspåverkande information. Detta för att skapa en sund, rättvis och tillförlitlig marknad. Byte av VD är en händelse som enligt guide till börsregler anses vara kurspåverkande information.

Uppsatsen är en eventstudie som syftar till att undersöka om tillkännagivandet av ett VD-byte är kurspåverkande information. Vi studerar således vilken förändring som kan utläsas i ett företags aktiekurs i samband med tillkännagivandet om ett VD-byte. Uppsatsen syftar också till att svara på om egenskaperna ålder, antal år på posten samt ersättningsutformning till VD:n påverkar aktiekursens utveckling. Undersökningen omfattar 46 företag från åtta olika branscher. Företagen är noterade på Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market. Vi har studerat resultaten både för samtliga företag sammanslagna samt varje bransch för sig.

För att studera förändringen har vi definierat ett händelsefönster, dvs. den tidsperiod som ska undersökas. Händelsefönstret sträcker sig från fem dagar före till fem dagar efter tillkännagivandet. För att beräkna förändringen har vi jämfört den verkliga aktiekursförändring för varje dag i händelsefönstret med den förväntade aktiekursförändringen. För att ta fram den förväntade avkastningen har vi använt oss av Stockholmsbörsens general och branschindex.

Resultatet av vår undersökning visar att när samtliga företag studeras sammantaget är den genomsnittliga avvikande avkastningen under 1 procent över hela händelsefönstret, vilket vi definierar som att det inte finns någon avvikande avkastning som kan härledas till tillkännagivandet av VD-bytet. Den branschspecifika indelningen visar däremot i flera fall på avvikande avvikelser på en bra bit över 1 procent. Det verkar således som om tillkännagivandet av ett VD-byte påverkar kursutvecklingen olika beroende på inom vilken bransch som tillkännagivandet av VD-bytet sker. Resultatet av vår undersökning visar också att det inte föreligger några klara samband mellan VD:ns egenskaper och utvecklingen på aktiekursen. Vi kan endast skönja svaga tendenser att utvecklingen skulle påverkas i en viss riktning men det är för vaga samband för att kunna dra några slutsatser kring

Abstract

To assure that all relevant information reaches the market, and by that gets reflected in the share price, all companies in the Swedish stock market has an obligation to communicate all course-related information. This to create a sound, fair and reliable market place. A exchange of the CEO is an event that according to the Swedish market rules is considered to be course-affecting information.

This essay which is an event study aims to examine if an announcement of a CEO exchange actually is course-affecting information. The essay study's if a variation can be detected in the share price in relation to an announcement of a CEO exchange. The study also aims to examine if the characteristics; age, number of years at the post, and compensation to the CEO effects the share price progress. The study embraces 46 companies from eight different line of business. The companies are registered at the Stockholm stock exchange or the Nordic Growth Market. We have examined the results for all companies altogether and for each line of business.

To be able to study the change we have defined a event window, which is the period of time that is to be examined. The event window reaches from five days before to five days after the announcement of a CEO exchange. To calculate the change we have compared the actual alteration of the rate for each day in the event window with the expected alteration of the rate. To get the expected alteration of the rate we have used the Stockholm stock exchange general and sub indexes.

The result of our examination shows that when all companies is studied together, the average abnormal return is below 1 percent over the entire event window, which we define as no abnormal return that can be deduced from the announcement of the CEO.

The different lines of businesses showed, on the other hand, several abnormal returns that by far reached over 1 percent. It seems as the announcement of the CEO exchange has different affects on the alteration of the rate depending on, in which line of business the CEO exchange is announced. The result also show that there is no obvious correlation between the CEOs characteristics and the alteration of the rate. We can only see weak tendencies that the progress of the rates gets affected in one way or another, but the correlation is to weak to be able to draw any significant conclusions.

1	Inledning	6
1.1	Bakgrund	6
1.2	Problemdiskussion	7
1.3	Problemformulering	8
1.4	Syfte	8
1.5	Avgränsningar	8
1.6	Disposition	8
2	Metod	9
2.1	Metodval	9
2.2	Event-studie	9
2.3	Datainsamling	13
2.4	Definitioner	13
2.4.1	VD-egenskaper	13
2.5	Datamining	14
2.6	RDS – Rule Discovery System	14
3	Teori	15
3.1	Hypotesen om den effektiva marknaden	15
3.1.1	Svag form	15
3.1.2	Halvstark form	15
3.1.3	Stark form	16
3.2	Corporate Governance	16
3.2.1	Agentt teori	17
3.3	Informationsskyldighet	18
3.4	Tidigare forskning	19
4	Resultat	21
4.1	Resultat del 1 - Marknadens reaktion på tillkännagivandet av ett VD-byte	21
4.1.1	Samtliga företag	21
4.1.2	Industri	22
4.1.3	Informationsteknologi	23
4.1.4	Hälsovård	24
4.1.5	Finans	25
4.1.6	Material	26
4.1.7	Sällanköpsvaror	27
4.1.8	Dagligvaror	28
4.1.9	Telecom	28
4.2	Resultat del 2 - VD:ns egenskaper	29
4.2.1	Ålder tillträdande och avgående VD	30
4.2.2	Antal år på VD:posten	31
4.2.3	Ersättning avgående VD	32
4.3	RDS – Rule Discovery System	32

5	Analys	36
5.1	Analys, resultat del 1	36
5.2	Analys, resultat del 2	38
5.3	Jämförelse med tidigare forskning	40
6	Slutsats	41
6.1	Förslag till framtida studier	42
7	Kritisk granskning	43
7.1	Reliabilitet	43
7.2	Validitet	43
8	Litteraturförteckning	45
8.1	Skriftliga källor	45
8.2	Elektroniska källor	45
8.3	Årsredovisningar	46
8.4	Vetenskapliga artiklar	47
9	Bilagor	48
9.1	Bilaga 1	48
9.2	Bilaga 2	53
9.3	Bilaga 3	57

1 Inledning

Kapitlet inleds med att vi beskriver den utsatthet som kännetecknar en VD:s vardag idag . Vidare redogör vi för den informationsskyldighet som gäller för samtliga företag på den svenska marknaden. Beskrivningen leder oss fram till vårt problemområde och vår problemformulering. Därefter redovisar vi uppsatsens syfte och avgränsningar för att avslutningsvis redogöra för hela uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

På senare år har flera skandaler uppmärksamats där företags primära mål tycks ha varit att driva upp aktiekursen istället för att nå långsiktig vinst. Ett exempel på detta är Enron-affären. En ökad otålighet har kunnat skönjas i näringslivet och i samhället i stort. En orsak till den ökade otåligheten i näringslivet kan vara den ökade globaliseringen som lett till att industritakten påverkats och förändrats i många branscher (*Snabbare vd-byten på börsen*, DI 051217). En parallell till samhällsutvecklingen kan även dras till styrelserns tålmod och förtroende för sina VD:ar. Torgny Eriksson förklarar i Martin Hammarströms artikel (*Snabbare vd-byten på börsen*, DI, 051217) att det snabba tempot och korta tålmod som kännetecknar näringslivet idag ställer krav på att VD:n ska kunna visa på snabba resultat. När aktieutvecklingen sviker är det lätt att göra VD:n till syndabock.

Flertalet bedömare varnar för att den stigande omsättningen på börs-VD:ar skulle vara uttryck för kvartalskapitalism och kortsiktighet (*Vilken vd får sparken härnäst*, DN 060118).

Göran Ennerfelt förklarar i en artikel i Veckans Affärer (*VD-katapulten slår blint*, 060213) att trycket från marknaden hela tiden växer vilket får till följd att många styrelser pressar på för att snabbt få effekt av olika program i bolagen. I samma artikel beskriver Anders Nyrén att det på många håll finns en övertro på att ett VD-byte ska kunna lösa alla problem. Han menar dock att en dålig börsutveckling sällan kan vändas genom enkla åtgärder, såsom ett VD-byte.

Enligt den effektiva marknadshypotesen ska ett företags aktiekurs avspegla all den information som finns rörande företaget. Om aktiekurser omedelbart anpassar sig till ny information anses marknaden vara effektiv (Fama, 1991, s.1575).

För att all relevant information verkligen ska nå ut till marknaden och därmed bli återspeglad i aktiekursen har samtliga bolag på aktiemarknaden i Sverige skyldighet att delge marknaden all kurspåverkande information. Detta för att skapa en sund, rättvis och tillförlitlig marknad (Guide till börsregler, 2006). Enligt denna guide är ett VD-byte kurspåverkande information och måste således delges marknaden.

1.2 Problemdiskussion

I Sverige genomfördes 52 VD-byten på Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market under år 2005 enligt en undersökning som Dagens Industri sammanställt tillsammans med SIS ägarservice sammanställt (051217). Veckans Affärer presenterar i en artikel (060213) en kartläggning av alla VD-förändringar i svenska börsbolag från år 2000 och framåt. Deras slutsats är att det är ett väldigt osäkert jobb. Över 400 VD-byten har skett hittills och bara fram till artikelns datum har i år åtta VD-byten aviserats vilket placerar Sverige i världstopp avseende förbrukning av företagsledare.

Utifrån hypotesen om en effektiv marknad samt utifrån informationskyldigheten som råder för bolag på den svenska aktiemarknaden, finner vi det intressant att studera marknadens reaktion på tillkännagivandet av ett VD-byte. Om det framgår att ett signifikant positivt samband kan utläsas mellan informationen om ett VD-byte och aktiekursförändringar kan företagsledningarna möjligen se det som ett incitament för att byta ut en VD, med syftet att driva upp en aktiekurs.

Vi är också intresserade av om det finns egenskaper hos VD:n som kan påverka aktiekursens utveckling i samband med tillkännagivandet. De egenskaper vi ämnar studera är VD:ns ålder, antal år som VD:n suttit på posten, samt VD:ns ersättningsutformning. Det finns naturligtvis fler egenskaper hos VD:n som eventuellt kan påverka aktiekursens utveckling men vi har valt att avgränsa oss till dessa då vi finner dessa egenskaper speciellt intressanta, samt att den givna tidsramen inte ger utrymme för en alltför bred undersökning.

1.3 Problemformulering

- Vilken förändring kan utläsas i ett företags aktiekurs i samband med tillkännagivandet om ett VD-skifte.
- Har egenskaperna ålder, antal år på posten samt ersättningsutformning till VD:n någon påverkan på aktiekursens utveckling i samband med tillkännagivandet av VD-bytet.

1.4 Syfte

Vi ämnar att undersöka vilken påverkan ett tillkännagivande av en ny VD har på ett företags omedelbara aktiekurs. Vi vill också undersöka om och i så fall hur de specifika egenskaperna ålder, antal år på VD-posten samt VD:ns ersättningsutformning påverkar utvecklingen av aktiekursen vid tiden för tillkännagivandet av ett VD-byte.

1.5 Avgränsningar

Vi kommer endast att studera bolag noterade på Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market. Vi kommer även att avgränsa oss till ett tidsintervall på ett år och endast studera de företag som bytt VD under år 2005. Vi kommer inte att beakta börsutvecklingen på längre sikt.

1.6 Disposition

I kapitel ett ges en inblick i den situation som idag råder för VD:ar på marknaden, vilket leder fram till vår problemformulering och syftet med uppsatsen. I kapitel två redovisar vi de metoder vi valt att använda och hur vi gått tillväga i vår undersökning. Vi tar även upp några begreppsdefinitioner. Vi går därefter vidare med att i kapitel tre presentera de teorier som vi använt för att analysera informationen. I kapitel fyra sammanfattar vi resultatet av vår undersökning för att i det efterföljande femte kapitlet analysera resultatet och dra paralleller till de teorier vi presenterat. I det avslutande sjätte kapitlet redogör vi för våra slutsatser och ger förslag till framtida forskning.

2 Metod

I detta avsnitt kommer vi att beskriva hur vi har gått tillväga i vår undersökning. Vi kommer att beskriva varifrån vi har inhämtat vår information och även diskutera informationens trovärdighet. Vi kommer också att beskriva och motivera vårt val av metod.

2.1 Metodval

I den här undersökningen har vi använt oss av ett kvantitativt angreppssätt. Enligt Hartman(1998, s.174) passar det kvantitativa angreppssättet bättre till undersökningar där ett speciellt fenomen studeras. Vi avser att göra en event-studie för att studera den specifika händelsen när en ny VD utses och hur detta påverkar aktiekursen. Det föll sig därför naturligt att i vår fall göra en kvantitativ undersökning. Vi kommer även att studera ett antal egenskaper hos VD:n och hur dessa kan tänkas påverka aktiekursen med ett kvantitativt angreppssätt. För att undersöka eventuella samband mellan informationen om VD-bytet och de egenskaper hos VD:n som vi valt att studera kommer vi att använda Microsoft Excel för att göra regressionsanalyser. Vi kommer även att använda oss av ett program som heter RDS (Rule discovery system), vilket är ett datamining program. Begreppen RDS och Datamining kommer att förklaras närmare under en egen del i metodkapitlet.

2.2 Event-studie

Event-studier är vanligt förekommande vid analys av en specifik ekonomisk händelse. Event-studier är applicerbara inom många områden vilket lett till att den används flitigt.

Användbarheten av en event-studie härstammar från antagandet att marknaden är rationell och att effekten av en specifik händelse omedelbart reflekteras i tillgångarnas pris (Campbell, Lo, MacKinley, 1997 sid. 149).

Vi har valt att använda oss av de sju steg som Campbell, Lo och MacKinley tagit fram i boken ”The Econometrics of Financial Markets”. Dessa steg presenteras nedan.

-
1. *Event-definition.* Den inledande uppgiften i en event-studie är att definiera själva händelsen som ska undersökas. I vårt fall är det tillkännagivanden av VD-byten som ska studeras. I det första steget ingår också att identifiera händelsefönstret, dvs. den tidsperiod som ska undersökas. Vårt händelsefönster sträcker sig från fem dagar före tillkännagivandet av en ny VD, till fem dagar efter tillkännagivandet.
 2. *Urvalskriterium.* I detta steg bestäms vilka företag som ska ingå i studien. Vi har valt att titta på samtliga VD-byten som skett i bolag noterade på Stockholmsbörsens A och O-lista eller Nordic Growth Market (NGM) under år 2005. Vid studerandet av aktiekurserna kommer vi att använda oss av stängningskursen. Vi har utgått från en artikel som Dagens Industri tagit fram tillsammans med SIS Ägarservice. SIS Ägarservice är ett bolag som specialiserat sig på analys av ägardata och styrelsedata för börsföretagen på Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market. Tidigare år har informationen om VD-byten publicerats i boken Ägarna och Makten som ges ut av SIS ägarservice. Från och med i år publiceras listan över VD-byten i boken Styrelser och Revisorer, vilken även den ges ut av SIS. Boken publiceras dock först i juni månad, därav får vi förlita oss till artikeln som SIS tagit fram tillsammans med Dagens Industri eftersom artikeln är den enda tillgängliga sammanställning över VD-byten år 2005 som går att få tag på i dagsläget.
Vi har valt att göra en totalundersökning för att resultatet ska kunna ses som representativt för hela populationen. Genom att studera samtliga VD-byten minskar vi slumpfaktorn och får en högre tillförlitlighet i vår undersökning. Med population menar vi samtliga företag på Stockholmsbörsen eller NGM:s officiella handelsplats. Av de 52 VD-byten som ägt rum år 2005 enligt Dagens Industri och Sis sammanställning, har vi med 46 stycken i vår undersökning. Två företag aviserade om VD-byte år 2005 men bytet sker först under år 2006 och kommer av den anledningen inte att ingå i vår undersökning. Två bolag lyckades vi inte finna någon historisk kursinformation om, varken på Stockholmsbörsen eller NGM. Ett företag föll bort på grund av att det var ett styrelseordförande-skifte och inte ett VD-byte. Ytterligare ett företag föll bort då VD-bytet skedde i det svenska dotterbolaget och inte i moderbolaget. Då artikeln författades den 17 december fick vi

göra efterforskningar för att få fram resterande VD-byten under året. Vi fann ytterligare ett bolag som ingår i vår undersökning.

3. *Normal och avvikande avkastning.* För att bedöma eventets påverkan på aktiekursen behöver den avvikande avkastningen beräknas. Enligt Ross et al. (2002, sid. 351) kan den avvikande avkastningen för en given aktie en bestämd dag beräknas genom att subtrahera den givne aktiens avkastning mot ett brett index, t ex de index som tas fram av Stockholmsbörsen. Den avvikande avkastningen beräknas således så här:

$$AR = R - R_m$$

Där AR är den avvikande avkastningen, R är aktieavkastningen för den givna aktien och R_m är indexavkastningen.

Med normal avkastning menas den avkastning som kan ses som den förväntade. Vi har valt att använda oss av Stockholmsbörsens branschindex för att ta fram den förväntade avkastningen. Vi anser att ett branschindex är mer nyanserat och rättvisande än generalindex eftersom det bättre anpassas till branschspecifika händelser. För respektive företag har vi tagit aktieavkastningen för varje dag i händelsefönstret och subtraherat med indexavkastningen för motsvarande bransch.

Utöver den avvikande avkastningen kommer vi även att ta fram den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen (CAAR). Elton Et al. (2003, sid. 424) beskriver i deras uppställning över hur en event-studie kan genomföras, att de specifika dagarnas avvikande avkastning ofta adderas för att beräkna den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen från början av tidsperioden. Vi kommer att studera den kumulativa avvikande genomsnittliga avkastningen för dag -5 till dag 5 för se på den totala utvecklingen för hela vårt händelsefönster.

4. *Estimerings procedur.* Enligt Campbell et.al (1997) kan den förväntade avkastningen beräknas genom att använda sig av ett estimeringsfönster där börshistoriken för respektive

företag studeras. Vi har dock som nämns ovan valt att använda oss av Stockholmsbörsens index för respektive bransch för att beräkna den normala avkastningen.

5. *Test procedur.* Genom att kartlägga den ”normala” aktieavkastningen kan den avvikande aktieavkastningen räknas fram. Vi har tagit fram förändringen i procent mellan aktiekurs och branschindex för varje dag i händelsefönstret för vardera bolag. Detta har vi gjort genom att subtrahera respektive bolags aktieavkastning dag för dag med indexavkastningen för motsvarande period. Vi har gjort bedömningen att om förändringen i aktiekursen är mindre än 1 procent, kategoriseras denna som att ingen förändring skett. Om förändringen överstiger 1 procent, kategoriseras denna som en ökning eller minskning. Vi baserar vår bedömning på att förändringar som understiger 1 procent är så pass små att slumpfaktorn i dessa fall inte kan ignoreras. Om förändringen däremot överstiger 1 procent anser vi att förändringen inte kan ses som negligerbar. Vi har dels studerat händelsefönstrets dagar var för sig, men vi har även delat upp händelsefönstret i tre olika tidsintervall för att analysera varje del för sig. Detta har vi gjort dels av praktiska skäl för att avgränsa siffrornas omfattning men även för att lättare kunna finna eventuella samband som t ex. informationsläckage. Tidsintervallen ser ut som följer; dag -5 till -1, dag 0 samt dag 1 till 5. För att sedan analysera om eventuella förändringar i aktiekursen kan härledas till vissa egenskaper hos VD:n kommer vi dels att göra regressionsanalyser i MS Excel, vi kommer även att använda oss av RDS (Rule Discovery System), ett datamining program som söker samband mellan olika variabler.¹
6. *Empiriskt resultat.* Presentationen av det empiriska resultatet ska följa undersökningens struktur. Resultatet av vår undersökning presenterar vi i resultatkapitlet.
7. *Tolkning och slutsatser.* De empiriska resultaten bör leda fram till insikter om vilka mekanismer som påverkar det studerade eventet. Vår tolkning av undersökningens resultatet presenterar vi i uppsatsens analyskapitel.

¹ Se avsnitt 2.6

2.3 Datainsamling

Vid datainsamling åtskiljs primär och sekundärdata. Om författaren själv har deltagit eller själv upplevt det han beskriver handlar det om primärdata. Om informationen inhämtas från observationer som andra gjort och publicerat räknas det som sekundärdata. Vi har i vår undersökning valt att göra en event-studie där vi studerar historiska aktiekurser. Denna information är av sekundär karaktär. Vi kommer därefter att studera andra faktorer som kan tänkas påverka aktiekursen i samband med ett tillkännagivande av ett VD-byte såsom ålder, antal år på posten samt ersättningsutformning. Denna information kommer även den att baseras på sekundärdata i form av årsredovisningar, tidningsartiklar och tidskrifter.

Informationen om vilka VD-byten som aviserats under år 2005 har vi hämtat från en sammanställning som Dagens Industri gjort tillsammans med Sis ägarservice.

För att hitta dagen för tillkännagivandet av VD-byten har vi använt oss av Waymakers hemsida och sökt på pressreleaser. I de fall där vi inte kunnat hitta informationen på Waymaker har vi sökt på affärsdata eller på berört företags hemsida. Kurshistoriken har vi hämtat från databasen Sixtrust.

2.4 Definitioner

2.4.1 VD-egenskaper

Ålder avgående och tillträdande VD

För att finna åldern på den avgående och tillträdande VD:n har vi sökt i respektive företags årsredovisningar från år 2004 och 2005. Då årsredovisningarna endast redovisar det år som VD:n är född baserar vi åldern på födelseåret.

Antal år på VD-posten

Vi har valt att studera hur många år den avgående VD:n suttit på posten. För att ta reda på hur många år den avgående VD:n suttit på posten har vi studerat pressreleaser som vi funnit på Waymakers hemsida, affärsdata samt på respektive företags hemsida. Vi har beräknat antal år med en decimal för att få en mer korrekt bild.

Ersättning avgående VD

Vid beräkning av den avgående VD:ns ersättning har vi använt oss av årsredovisningar för respektive företag. Vi har beräknat ersättningen på VD:ns lön, bonus, pensionsersättning samt övrig ersättning. Vi har inte tagit hänsyn till optioner då dessa var svåra att beräkna. Ersättningen beräknas på helårsbasis och avser VD:ns ersättning för år 2004.

2.5 Datamining

Datamining blir allt mer förekommande i vårt samhälle allt eftersom vi försöker hantera större och större informationsmängder. Begreppet datamining betecknar sökandet efter mönster i stora datamängder och används för att hitta statistiska samband som inte är lättöverskådliga. (Lanner 2002 sid 2). Genom att använda exempelvis algoritmer eller manuella observationer kartläggs mönster för att finna samband och relationer mellan datapunkterna.

2.6 RDS – Rule Discovery System

Vi har i den här undersökning använt oss av ett Datamining program som heter Rule Discovery System (RDS). RDS har tagits fram av företaget Compumine. Programmet använder tre Datamining-algoritmer för att kartlägga om samband finns mellan valda parametrar. De tre algoritmerna är beslutsträd, ensemble och covering. (www.compumine.se) De två algoritmerna vi huvudsakligen använt oss av för att hitta samband mellan aktieutvecklingen och VD:ns egenskaper är beslutsträdet och ensemblen.

3 Teori

I detta kapitel presenterar vi de teorier som vi använt för att analysera informationen. Dessa är Den Effektiva Marknadshypotesen, Corporate Governance och Agentteorin. Vi redogör även för informationsskyldigheten som gäller för noterade bolag.

3.1 Hypotesen om den effektiva marknaden

En effektiv marknad kännetecknas av att priset på en aktie till fullo ska reflektera all tillgänglig information. Då aktiepriserna enligt teorin automatiskt ska anpassas efter all tillgänglig information kan de således alltid anses vara korrekta (Fama, 1991, s.1575). Detta antagande leder fram till den *effektiva marknadshypotesen* som påverkar investerare och företag på så sätt att investerare endast kan förvänta sig en normal kursavkastning. Tillgång till omedelbar information ger ingen fördel eftersom priset justeras innan investeraren hinner handla. Effekten för företag blir också att de kan förvänta sig ett rättvist pris vid försäljning av en aktie. Rättvist i den mening att priset de får är lika med nuvärdet på aktien. Ross et al. (2002, s.342) har valt att dela in marknadseffektiviteten i tre nivåer. Dessa kommer att redogöras för nedan.

3.1.1 Svag form

I den svaga formen baseras dagens aktiepris på all tillgänglig historisk data som har påverkat kursutvecklingen. I denna form går det inte att göra några vinster på grund av informationsövertag. Skulle det gå att utläsa att det fanns möjlighet att göra en abnormal vinst, skulle även denna information vara tillgänglig för samtliga aktörer vilket torde leda till att försök till att utnyttja informationsövertag förlorar sin mening i och med att vinstmöjligheterna skulle försvinna. (Ross et al. 2002, s.345)

3.1.2 Halvstark form

En marknad har en halvstark form av effektivitet om all offentlig information reflekteras i priserna. Med all offentlig information menas både historisk prisinformation samt all information som företagen publicerar t ex. årsredovisningar. Skillnaden mellan den svaga och den halvstarka formen är således att den halvstarka formen inte enbart grundar sig på historisk information utan ser även till all publik information. (Ross et al. 2002, s.345)

3.1.3 Stark form

I den starka formen reflekteras all information i priserna, både publik och privat information. De enda möjligheten för en investerare att göra en abnormal vinst är om denne har tillgång till information som ännu inte nått marknaden. Dock kommer även investerare med insiderinformation få det svårt att göra någon större vinst då marknaden kommer att anpassa sig så fort ett köp initieras (Campbell et al. 1997, s.22).

Förespråkare för den starka formen skulle förneka att det över huvud taget är möjligt att göra en abnormal vinst även för investerare som sitter inne med insiderinformation, eftersom de menar på att så fort de skulle försöka utnyttja informationen skulle marknaden reagera på vad som håller på att ske och priserna skulle omedelbart anpassas innan investeraren hinner göra ett köp. (Ross et al. 2002, s.346)

3.2 Corporate Governance

Övervakning och styrning (governance) har funnits och använts sen civilisationens början.

I och med industrialiseringen i början av 1900-talet och den ohämmade kapitalismen som följde i dess spår blev företagen större och ägandet av företagen mer spritt. Med ett spritt ägande fick företagsledningen väldigt mycket makt, då en motpool saknades i styrelserna. Företagsledningen fick således stort handlingsutrymme att på aktieägarnas bekostnad utnyttja företags resurser för privata angelägenheter. Separeringen som skedde av ägande och kontroll skapade en intressekonflikt mellan ägare och företagsledning, och en striktare *bolagsstyrning* eftersöktes (Colley et al. 2004 s.2-3).

Corporate governance handlar om hur ägarna på olika sätt säkerställer att de får avkastning på sin investering. Frågor som hur ägarna får ledningen att generera vinst till dem, och hur de säkerställer att ledningen inte stjälar kapital från företaget är viktiga. Kort sagt hur ägarna kan kontrollera ledningen i företaget (Shleifer et al. 1995 s.2).

Enligt Shleifer et al. (1995 s.2) har bolagsstyrningsfrågan en stor betydelse idag. Länder som USA, Tyskland, Japan och Storbritannien har väl fungerande system för bolagsstyrning där tydliga lagar och regler gör att människor vågar investera och därmed säkras flödet av kapital till bolagen. I mindre utvecklade ekonomier är det inte ovanligt att bolagsstyrning är näst intill obefintlig. Saknas mekanismer för bolagsstyrning kan det resultera i att människor inte vågar

investera i bolag av rädsla för att ledningen ska förskingra pengarna vilket i sin tur leder till bolagen får svårt att inbringa kapital (Shleifer et al. 1995 s.3).

I Sverige togs en kod för bolagsstyrning fram år 2004. Att Sverige fram till dess inte har haft någon samlad kod för bolagsstyrning grundar sig inte på en avsaknad av regler på området. Däremot har det hos flera organisationer och organ inom näringslivet funnits en gemensam uppfattning om att det finns ett behov av att ta fram en mer heltäckande sammanställning av regler för att på detta sätt visa på en god svensk sed för bolagsstyrning. Behovet av att förbättra bolagsstyrningen har växt fram i samband med att ett antal stora företagsskandaler i Europa och i Sverige uppdagats. Detta har väckt stor uppmärksamhet och många kritiska röster har höjts mot hur börsbolagen sköts. Då en stor majoritet av det svenska folket idag äger aktier direkt eller indirekt, blir det ännu viktigare med allmänhetens förtroende eftersom de själva i högsta grad berörs av bolagens styrning (SOU 2004:130).

Kodens övergripande syfte är att förbättra styrningen av svenska bolag. Koden riktar sig främst till aktiemarknadsbolagen vilka i sin tur kommer tjäna som förebild även för andra kategorier av företag. Enligt kodgruppens mening kommer koden även att främja det svenska samhällets förtroende för näringslivet. Ett annat syfte med koden är att höja förtroendet för svensk bolagsstyrning hos investerare och aktörer på den internationella kapitalmarknaden, för att därigenom främja det svenska näringslivets tillgång till utländskt riskkapital (SOU 2004:130).

Koden behandlar det beslutssystem genom vilket ägarna direkt och indirekt styr bolaget. Koden består av ett antal regler som avser såväl de enskilda bolagsorganens organisation och arbetsformer som samspelet mellan organen. Dessutom innehåller koden riktlinjer för hur bolagens rapportering till ägare, kapitalmarknad och omvärld bör struktureras (SOU 2004:130).

3.2.1 Agentteori

Ofta när ägare och företagsledningsfunktionerna delas upp kan konflikter uppstå. Ägarna (benämns som principalen) har tillsatt en företagsledning (benämns som agenten) för att handha driften av företaget och en rad konflikter kan uppstå dessa parter emellan. Agenten vill inför

principalen kunna motivera en så hög ersättning som möjligt och kan på bästa sätt göra detta genom att få företaget att växa och prestera tillfredställande.

Det finns dock en risk i att agenten ensidigt optimerar sina egna mål på bekostnad av aktieägarnas (principalens) kapital. För att företagsledningen (agenten) ska motverkas att göra detta ingås olika typer av kontrakt som begränsar agentens möjligheter att sko sig själva på principalens bekostnad. Kontrakten har som syfte att begränsa agentens handlingsfrihet så pass mycket att principalens kapital inte kan skadas av agentens önskan att få maximal ersättning. Kontrakten utformas övergripande och är svåra att skriva på detaljnivå eftersom en sådan övervakning skulle vara extremt kostsam för principalen (Joachimsson et. al, 1988).

3.3 Informationsskyldighet

Informationsskyldigheten som gäller för samtliga bolag på aktiemarknaden innebär att all kurspåverkande information omedelbart ska delges marknaden via ett pressmeddelande, detta för att lika villkor ska gälla för samtliga aktörer på marknaden. För att skapa och bibehålla en sund, rättvis och tillförlitlig aktiemarknad sammanfattas regelverket i generalklausulen (Guide till börsregler, 2006). Följande syften ska informationsskyldigheten tillgodose:

- Investering ska genom bolagens externa information kunna bilda sig en uppfattning om bolagets ekonomiska situation för att på ett så korrekt sätt som möjligt kunna värdera bolagets aktier.
- En för börsbolagen rättvis kursättning och effektiv handel underlättar möjligheten till att skaffa nytt riskkapital.
- För att se till att kursättning och handel sker korrekt behöver börsen tillgång samma information.

Kurspåverkande information definieras i generalklausulen som information som är till för att påverka värderingen av bolagets aktier eller för att ändra den bild av bolaget som skapats av tidigare information (Guide till börsregler, 2006).

Det finns avtal, beslut och händelser som kan leda till informationsplikt. Nedan följer några exempel.

- Större förvärv eller försäljningar av företag eller verksamheter
- Övåntade resultatförändringar
- Större pris- eller valutakursförändringar
- Våsentliga myndighets- eller domstolsbeslut
- Förändrad verksamhetsinriktning

Utöver händelser som kan leda till informationsplikt har viss kontinuerlig information har ansetts så väsentlig för aktiemarknaden att den är obligatorisk att redovisa (Guide till börsregler, 2006).

Nedan följer exempel på information som alltid måste offentliggöras:

- Bokslutskommuniké
- Delårsrapporter
- Emissionsbeslut
- Kallelse till och beslut på bolagsstämma
- Prognosjusteringar
- Förändringar styrelse/VD

3.4 Tidigare forskning

Deadman & Lin (2000) har gjort en undersökning på den brittiska marknaden där de studerade hur tillkännagivandet av en ny VD påverkade aktiekursutvecklingen för berört företag. Av undersökningen som baseras på 331 företag och sträcker sig mellan åren 1990-1995 framgick att marknaden reagerade negativt på informationen om VD-byte, framförallt när VD:n fick sparken eller valde att lämna bolaget för att ta över ett annat jobb.

Lubatkin et. al(1989) har gjort en studie där 477 företag undersöktes mellan åren 1972-1985. Undersökningen tittar på marknadens reaktion vid VD-byten och inriktar sig på stora företag. Studien visade att investerare generellt sett reagerar negativt vid tillkännagivanden om VD-byten, dock inte vid alla tillkännagivanden. Investerare verkar t ex. reagera positivt på tillkännagivandet av ett VD-byte när två av varandra oberoende faktorer sammanfaller, nämligen positiva resultat och extern rekrytering av VD. Trots att investerare tenderar att reagera positivt vid extern rekrytering visar undersökningen att av de 477 undersökta företagen tillsattes VD:n internt i 423 av fallen. Endast 11,3% av VD-jobben tillsattes externt.

År 1987 presenterade Warner et.al en undersökning som syftade till att studera hur aktiepriset påverkades av förändringar i företagsledningen. Undersökningen bygger på studier gjorda på 269 företag på New York och American Stock Exchanges mellan åren 1962-1980. Där kunde utläsas att företagsledningarna påverkade aktiekurserna i företagen men att ingen större förändring kunde utläsas i samband med att det meddelades att en VD fått sparken (eller slutat självmant). En VD som inte levererade en bra aktieutveckling fick se sig om efter ett nytt uppdrag men det hade i sin tur ingen större påverkan på aktiekursens omedelbara utveckling.

Marc R. Reinganum (1985) har i en studie undersökt hur ett byte i företagsledningen påverkar aktiekursutvecklingen. Undersökningen baseras på företag som handlades på New York börsen(NYSE) och Amerikabörsen(Amex) under åren 1978-1979. Resultatet av undersökningen påvisar att förutsägelser om effekter av ett VD-byte måste mätas mot bakomliggande orsaker till förändringen. Vid mätning av avvikelser hos aktien i samband med ett VD-byte beror en eventuell effekt enligt Reinganum på tre variabler, storleken på företaget, på vilket sätt företaget valt att rekrytera (internt eller externt) samt orsaken till att den föregående VD:n slutade. Enligt denna undersökning kunde ingen signifikant förändring i aktiekursen skönjas, dock kunde en positiv förändring utläsas vid extern rekrytering i mindre företag och där informationen om den tillträdande VD:n släppts samtidigt som informationen om den föregående VD:ns avgång tillkännagavs.

Friday et.al (2005) har i en undersökning analyserat VD-byten inom fastighetsbolag mellan åren 1984-2002. Författarna fann en signifikant relation mellan negativ prestation i företaget och VD-skifte, från tre månader innan bytet skedde och fram till bytet. De har därför försökt bestämma om det fanns en korrelation mellan svagt presterande företag och troligheten för ett VD-byte. De fann dock inte något samband som styrkte detta.

4 Resultat

Vi kommer att inleda med att redovisa resultatet av marknadens reaktion på ett tillkännagivande av ett VD-byte. Vi kommer att titta på samtliga företag sammantaget samt specifikt för varje bransch. Därefter redovisas de samband som vi har kunnat finna mellan de egenskaper hos VD:n som vi definierat och dess inverkan på aktiekursutvecklingen.

4.1 Resultat del 1 - Marknadens reaktion på tillkännagivandet av ett VD-byte

4.1.1 Samtliga företag

Som vi beskrivit i metoddelen har vi valt att jämföra företagens aktieavkastning med index för respektive bransch för att beräkna aktiekursutvecklingen under händelsefönstret. Vi har antagit att om förändringen i aktieavvikelsen understiger 1 procent ser vi det som att ingen förändring har skett som vi kan härleda direkt till informationen om VD-bytet, överstiger förändringen 1 procent kategoriseras förändringen som en ökning eller minskning som inte är negligerbar. Vi har prövat vårt antagande genom att beräkna den genomsnittliga avvikande avkastningen för varje dag i händelsefönstret. Vi kommer även att studera den genomsnittliga kumulativa avvikande avkastningen över hela händelsefönstret för att se hur den avvikande avkastningen utvecklas totalt för dag -5 till dag 5.

För den genomsnittliga avvikande avkastningen och för den genomsnittliga kumulativa avvikande avkastningen har vi valt att ta med en tabell med förändringen dag för dag över hela händelsefönstret. Här väljer vi att kommentera större avvikelser för specifika dagar.

Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktiekurs	0,442%	-0,163%	0,068%	0,451%	0,502%	0,413%	0,154%	0,086%	0,291%	-0,595%	0,063%
Indexkurs	0,036%	0,081%	0,233%	-0,067%	0,212%	0,224%	0,266%	0,079%	0,279%	-0,054%	0,076%
AAR	0,41%	-0,24%	-0,17%	0,52%	0,29%	0,19%	-0,11%	0,01%	0,01%	-0,54%	-0,01%
CAAR	0,41%	0,16%	0,00%	0,52%	0,81%	0,99%	0,88%	0,89%	0,90%	0,36%	0,35%

Av resultatet framkommer att totalt sett, när samtliga företag har slagits samman, råder det en mycket liten avvikande avkastning. I intervallet som föregår tillkännagivandet av VD-bytet kan vi se att kurserna fluktuerar mycket mot index och ingen generell tendens går att skönja. Samtliga

förändringar är små och ligger alla en bra bit under 1%. Tittar vi å andra sidan på CAAR som visar den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen från dag till dag, kan vi se att aktien utvecklas positivt under tiden närmast tillkännagivandet av VD-bytet med en topp under dag 0. Förändringen ligger dock även här under 1%.

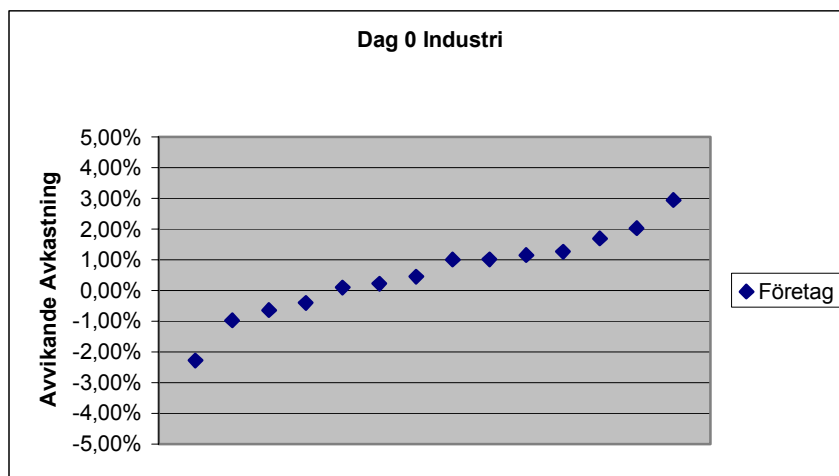
För att undersöka om det går att finna ett tydligare samband mellan tillkännagivandet av VD-byten och aktiekursförändringar beroende på vilken bransch de verkar inom, har vi delat upp företagen i vår undersökning branschspecifikt.

4.1.2 Industri

Industri, Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktien dag/snitt	0,55%	-0,02%	-0,58%	-0,50%	0,83%	0,73%	2,50%	0,00%	-0,78%	-0,48%	0,52%
Index dag/snitt	0,21%	0,03%	-0,19%	0,05%	0,06%	0,19%	0,68%	0,13%	0,14%	-0,09%	0,00%
AAR	0,35%	-0,05%	-0,39%	-0,55%	0,76%	0,54%	1,83%	-0,13%	-0,92%	-0,39%	0,52%
CAAR	0,35%	0,30%	-0,10%	-0,65%	0,12%	0,66%	2,49%	2,36%	1,44%	1,05%	1,58%

Resultatet visar att den genomsnittliga avkastningen för industri-branschen inte förändras avsevärt gentemot index för branschen. En intressant iakttagelse går dock att göra, nämligen under dag 1 där företagen har gått 1,83 % bättre än index. För denna dag kan vi konstatera en positiv avvikande avkastning som inte kan ses som negligerbar. CAAR visar att företagens kurser totalt sett över hela händelsefönstret har stigit med 1,58 procent gentemot index.

Som framgår av diagrammet nedan är inte spridningen så stor inom industri-branschen. Ingen observation ligger över eller under tre procent jämfört mot index dag noll.



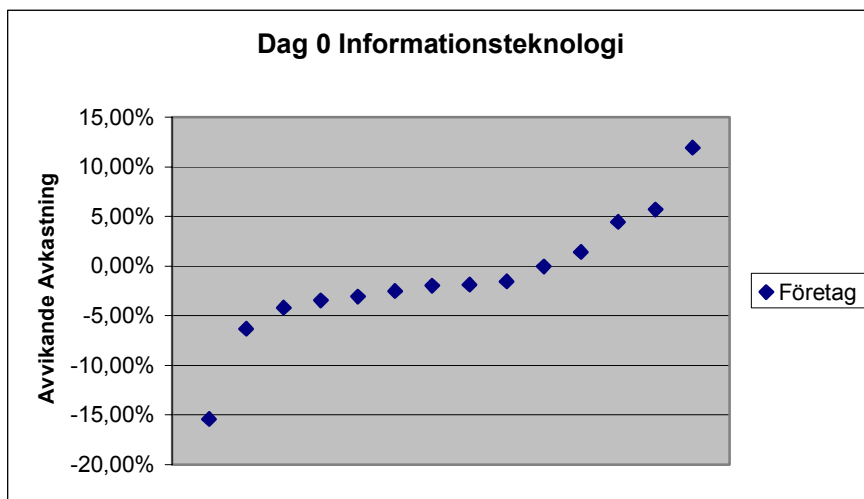
4.1.3 Informationsteknologi

Bransch:											
IT	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktien/snitt	0,74%	0,53%	0,11%	0,18%	0,09%	-1,10%	-1,71%	-1,17%	1,35%	-0,85%	0,30%
Index/snitt	0,20%	-0,19%	0,56%	-0,36%	0,28%	0,11%	0,08%	-0,14%	0,46%	0,02%	0,53%
AAR	0,54%	0,73%	-0,45%	0,53%	-0,20%	-1,21%	-1,79%	-1,02%	0,89%	-0,87%	-0,23%
CAAR	0,54%	1,26%	0,81%	1,34%	1,15%	-0,06%	-1,85%	-2,88%	-1,99%	-2,86%	-3,09%

När vi studerar den genomsnittliga avvikande avkastningen för IT-branschen kan vi se att företagens aktiekurser tenderar att gå ned gentemot index i samband med annonserandet av VD-bytet och för de efterföljande dagarna med undantag för dag tre. En negativ avvikande avkastning på över 1 procent kan utläsas både för dag noll, ett och två vilket innebär att förändringen är såpass stor att den inte kan ses som slumpartad.

Den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen visar samma sak, med enda skillnad att nedgången framstår ännu tydligare.

I denna bransch är spridningen betydligt större än i industribranschen även om majoriteten av bolagen befinner sig inom tre procent från nollstrecket. De största avvikelserna ser vi hos BossMedia som slår index med 11,93 procent dag noll samt hos Onetwocom som gick 15,41 procent sämre än index dag noll.

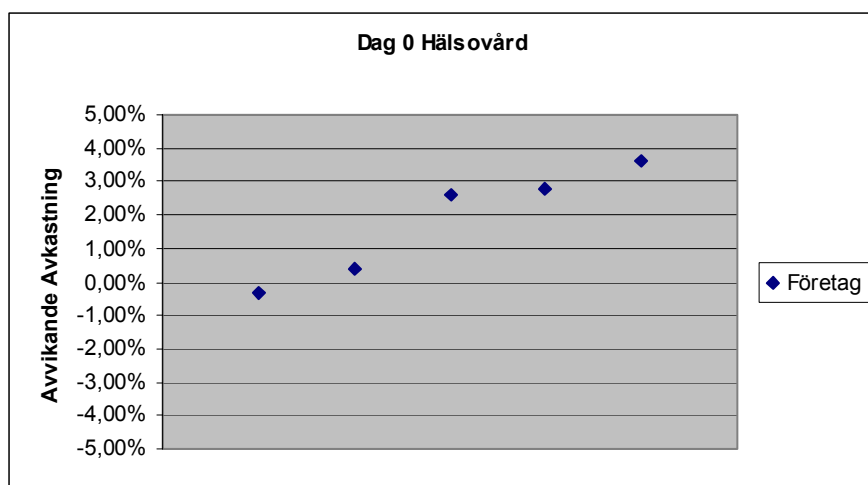


4.1.4 Hälsovård

Bransch:Hälsovård	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktiekurs/snitt	-0,18%	-0,15%	0,15%	0,63%	1,50%	2,48%	0,88%	0,56%	0,43%	-0,08%	-0,73%
Indexkurs/snitt	-0,53%	0,53%	0,15%	-0,07%	-0,06%	0,66%	0,26%	0,29%	-0,07%	0,01%	0,09%
AAR	0,35%	-0,68%	0,01%	0,70%	1,56%	1,83%	0,62%	0,27%	0,50%	-0,08%	-0,82%
CAAR	0,35%	-0,32%	-0,32%	0,39%	1,95%	3,77%	4,39%	4,66%	5,15%	5,07%	4,25%

När vi studerar den genomsnittliga avvikande avkastningen gentemot index över varje dag i händelsefönstret ser vi en signifikant förändring dagarna kring tillkännagivandet. Från dag -2 till dag 3 ökar den genomsnittliga avvikande avkastningen (AAR), positivt med sammanlagt 5,47 procent. Störst förändring uppnås dag -1 och dag 0 då den avvikande avkastningen är 1,56 respektive 1,83 procent. Vi kan konstatera att företagen inom hälsovårdsbranschen i regel påverkas positivt vid tillkännagivandet av ett VD-byte. Tittar vi på förändringen i den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen (CAAR) kan vi se att förändringen från dag -1 och framåt är positiv och att kurserna ökar betydligt mer än index.

Som framgår av diagrammet nedan visar fyra av de fem studerade företagen på en positiv avvikande avkastning gentemot index.

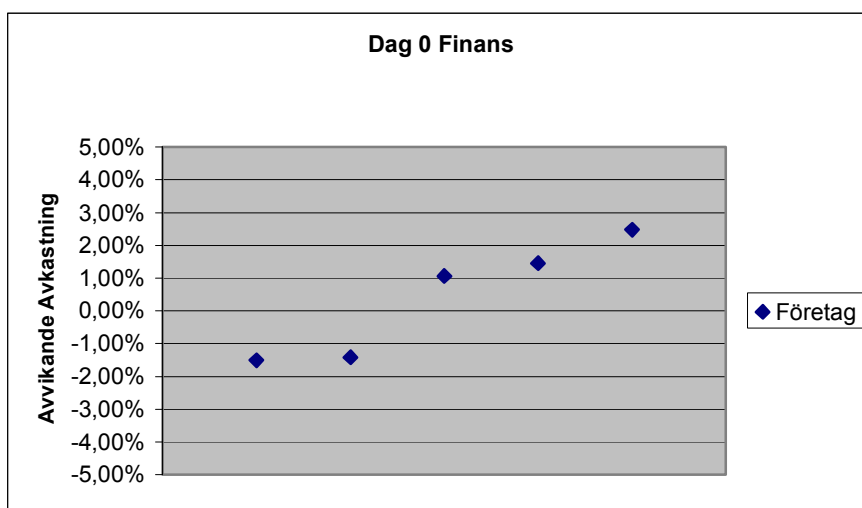


4.1.5 Finans

Bransch:												
Finans	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
Aktien/snitt	0,64%	-0,33%	-0,70%	0,43%	-0,11%	0,50%	-1,42%	0,28%	0,32%	-1,81%	-0,97%	
Index/snitt	-0,38%	0,41%	0,52%	0,02%	0,08%	0,09%	-0,36%	-0,01%	0,42%	-0,01%	0,03%	
AAR	1,02%	-0,74%	-1,22%	0,41%	-0,19%	0,41%	-1,06%	0,29%	-0,10%	-1,81%	-1,00%	
CAAR	1,02%	0,28%	-0,94%	-0,53%	-0,73%	-0,31%	-1,37%	-1,08%	-1,18%	-2,99%	-3,99%	

Det är svårt att se någon tendens för den avvikande aktiekursförändringen under tidsintervall ett och två inom finansbranschen. Kursen varierar så gott som dagligen mellan att gå bättre eller sämre än index och sammantaget ligger kursförändringen mellan 0 och 1 procent för både tidsintervall ett och två, vilket vi betecknar som en för liten förändring för att den ska kunna härledas till informationen om VD-bytet. Däremot kan en tendens skönjas för tidsintervall tre, nämligen att företagens snittkurs rasar gentemot index. Dag 1 till 5 går företagens aktiekurser i genomsnitt 3,68 procent sämre än index, således tenderar finansbranschen att reagera negativt dagarna efter att tillkännagivandet om ett VD-byte ägt rum. När vi studerar CAAR kan vi se att kursen utvecklar sig negativt under i stort sett hela tidsintervallet.

Spridningen är relativt liten mellan de undersökta företagen inom finansbranschen. Största avvikelserna dag noll stod investorer för då aktien gick 2,48 procent bättre än index.

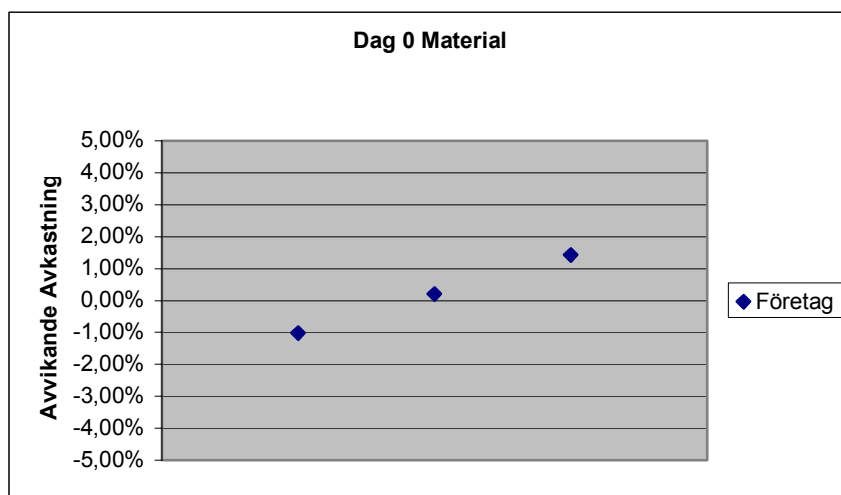


4.1.6 Material

Bransch: Material	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktien/snitt	-2,04%	-1,43%	0,65%	3,10%	-0,66%	0,41%	-3,20%	3,24%	-0,32%	-0,58%	-1,42%
Index/snitt	-0,14%	-0,07%	-0,01%	0,12%	0,22%	0,21%	-0,08%	0,14%	0,45%	-0,57%	-0,68%
AAR	-1,90%	-1,36%	0,67%	2,98%	-0,88%	0,21%	-3,12%	3,10%	-0,77%	-0,01%	-0,74%
CAAR	-1,90%	-3,27%	-2,60%	0,38%	-0,50%	-0,30%	-3,42%	-0,32%	-1,09%	-1,10%	-1,84%

Sett till den genomsnittliga avkastningen för varje dag inom denna bransch är det svårt att dra några slutsatser vilket också kan bero på att det endast ingår tre företag från denna bransch i vår undersökning. Det går inte att utläsa något specifikt mönster, t ex. rasade företagens aktier i snitt med 3,12 procent gentemot index dagen efter tillkännagivandet av VD-bytet, för att ytterligare en dag senare gå 3,10 procent bättre än index. Vi kan således inte se någon tydlig trend med hjälp av AAR i detta fall. Den kumulativa genomsnittliga avkastningen (CAAR) visar på att kursutveckling totalt under händelsefönstret är negativ på som mest 3,27 procent dag – 4.

Som framgår av diagrammet nedan är spridningen relativt liten mellan de tre företagen inom materialbranschen.

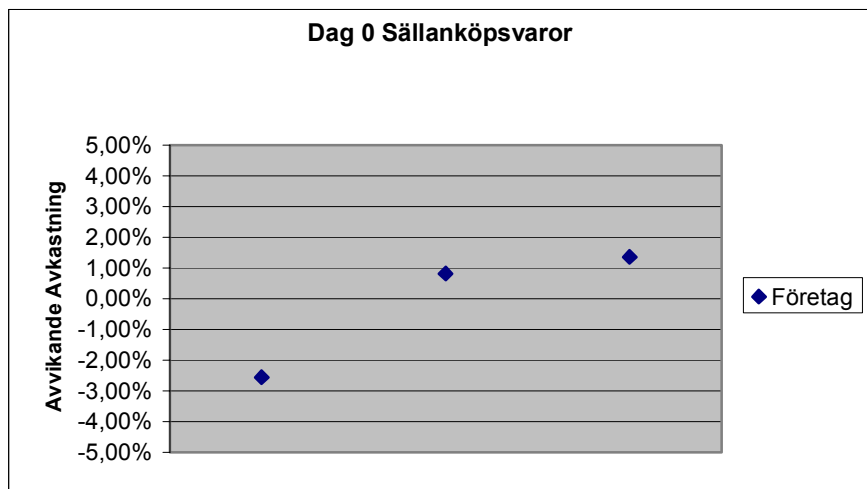


4.1.7 Sällanköpsvaror

Bransch:Sällanköpsvaror	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktiekurs/snitt	1,55%	-2,75%	0,10%	2,39%	2,29%	-0,03%	2,97%	0,09%	0,95%	-0,89%	0,06%
Indexkurs/snitt	0,30%	0,33%	0,45%	0,71%	0,24%	0,49%	0,40%	-0,08%	0,59%	0,10%	-0,35%
AAR	1,25%	-3,08%	-0,35%	1,68%	2,05%	-0,53%	2,58%	0,17%	0,35%	-0,99%	0,41%
CAAR	1,25%	-1,83%	-2,17%	-0,49%	1,56%	1,03%	3,61%	3,78%	4,13%	3,15%	3,56%

Även i denna bransch uppgår de studerade företagen endast till 3 stycken vilket gör att siffrorna kan påverkas mycket av en förändring i ett bolag. Det är också svårt att se om kursförändringarna för varje dag i händelsefönstret går åt en speciell riktning. Det som kan utläsas är att företagens aktiesnitt tenderar att öka gentemot index både dagarna före och efter tillkännagivandet om VD-bytet, däremot minskar snittet gentemot index för dag 0. Totalt sett över hela tidsperioden ökar dock kurserna gentemot index med 3,56 procent vilket framgår av CAAR.

Fenix outdoors aktie rasade med 2,55 procent gentemot index dag noll vilket drog ner snittet för resterande företag.



4.1.8 Dagligvaror

Dagligvaru, Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktie	-1,32%	-0,26%	0,53%	1,05%	-1,04%	-0,53%	0,79%	5,25%	-1,50%	2,03%	-1,49%
Index	-0,52%	-0,24%	0,51%	0,43%	0,03%	0,53%	0,12%	1,31%	-1,04%	0,02%	-0,33%
AAR	-0,80%	-0,51%	0,02%	0,62%	-1,07%	-1,05%	0,67%	3,94%	-0,46%	2,00%	-1,16%
CAAR	-0,80%	-1,30%	-1,29%	-0,67%	-1,74%	-2,79%	-2,12%	1,82%	1,36%	3,36%	2,20%

I vår undersökning ingick endast ett företag i denna bransch, nämligen Axfood. Av denna anledning är det naturligtvis svårt att säga något generellt om branschen, men vi kommer ändå att studera Axfoods resultat. Utmärkande för Axfoods AAR är att den faller med över 1 procent gentemot index både dagen före tillkännagivandet om VD-bytet och dag 0. De efterföljande dagarna stiger däremot aktiekursen jämfört mot index. CAAR för perioden börjar på minus men är från dag 2 på plus och kurserna håller sig sedan på plus efter det.

4.1.9 Telecom

Telecom, Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
Aktie	2,70%	0,54%	9,68%	2,45%	-0,48%	8,65%	-1,33%	0,90%	1,33%	3,07%	5,53%
Index	0,50%	0,79%	0,37%	-0,10%	-1,26%	-0,19%	1,12%	1,02%	0,58%	-0,06%	-1,01%
AAR	2,20%	-0,25%	9,31%	2,55%	0,78%	8,85%	-2,45%	-0,13%	0,75%	3,13%	6,54%
CAAR	2,20%	1,96%	11,27%	13,82%	14,60%	23,45%	21,01%	20,88%	21,63%	24,76%	31,30%

Även i denna bransch ingick endast ett bolag (Thalamus) i vår undersökning. Således går det inte heller här att dra några generella slutsatser om branschen i stort, men om vi ändå studerar Thalamus aktie gentemot index kan vi se att aktien slår branschens index med 8,85 procent vid dagen för tillkännagivandet av VD-bytet. Thalamus verkar vid tidpunkten befinna sig i en allmän uppgång då AAR är positiv för de flesta dagarna i händelsefönstret. Detta framgår tydligt när CAAR studeras. Totalt sett över hela tidsperioden stiger kursen med över 31 procent gentemot index.

4.2 Resultat del 2 - VD:ns egenskaper

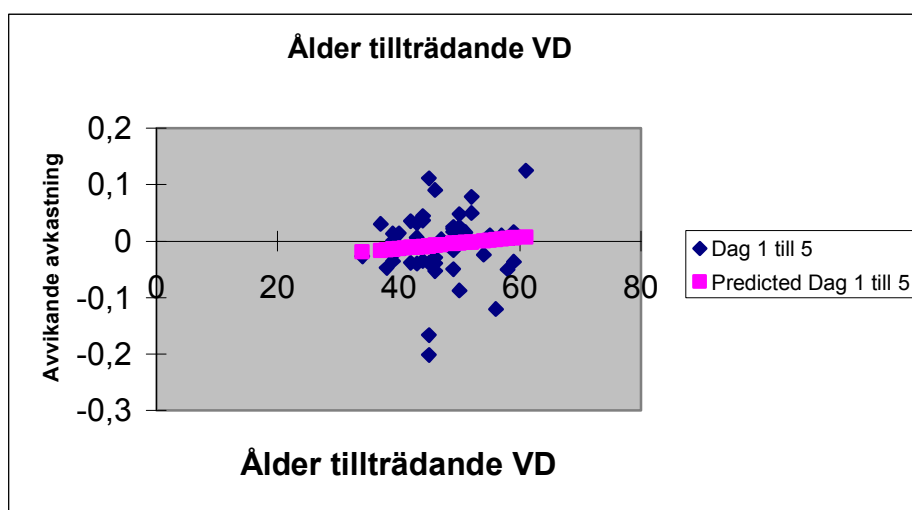
I denna del har vi utgått från resultatdelen i resultatdel ett och försökt se om det finns samband mellan hur aktiekursen utvecklar sig och vilka egenskaper VD:n har. Egenskaperna vi studerar är ålder hos tillträdande och avgående VD, ersättning till avgående VD, samt antal år som densamme suttit på posten.

För att ta reda på om VD:ns egenskaper påverkar aktieavkastningen har vi, som vi nämnt i metoddelen, använt oss av datorprogrammen RDS och MS Excel.

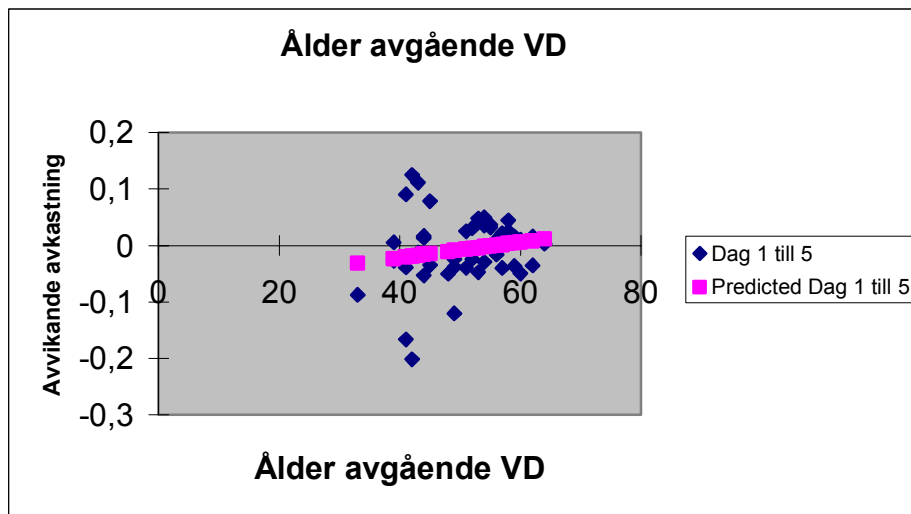
Med MS Excel har vi gjort regressionsanalyser för att försöka finna samband mellan aktiekursutvecklingen och specifika egenskaper hos VD:n. För att ytterligare försöka hitta några mer specifika samband kommer vi också att använda oss av Data Mining programmet RDS. Vi har valt att gruppera resultaten av regressionsanalyserna under respektive egenskap hos VD:n. Därefter presenterar vi de samband som vi fått fram med hjälp av programmet RDS. Vi kommer att göra regressionsanalyser för dag noll och för den totala förändringen i tidsintervall 3, dvs. Dag 1 till 5. Vi kommer inte att beakta tidsintervallet för dagarna före tillkännagivandet om VD-bytet eftersom vi antar att marknaden inte har kännedom om VD-bytet vid denna period.

4.2.1 Ålder tillträdande och avgående VD

Sambandet mellan åldern på den tillträdande VD:n och aktiens kursutveckling är i det närmaste obefintlig. För dag 0 finns överhuvudtaget inget samband. För tidsintervallet dag 1 till 5 kan utläsas av regressionslinjen att aktieavkastningen tenderar att öka något med åldern på den tillträdande VD:n. Determinationskoefficienten R^2 för dag 1 till 5 är dock 0,011774748 dvs. endast 1,18 procent av den avvikande avkastningen kan förklaras av åldern på den tillträdande VD:n.

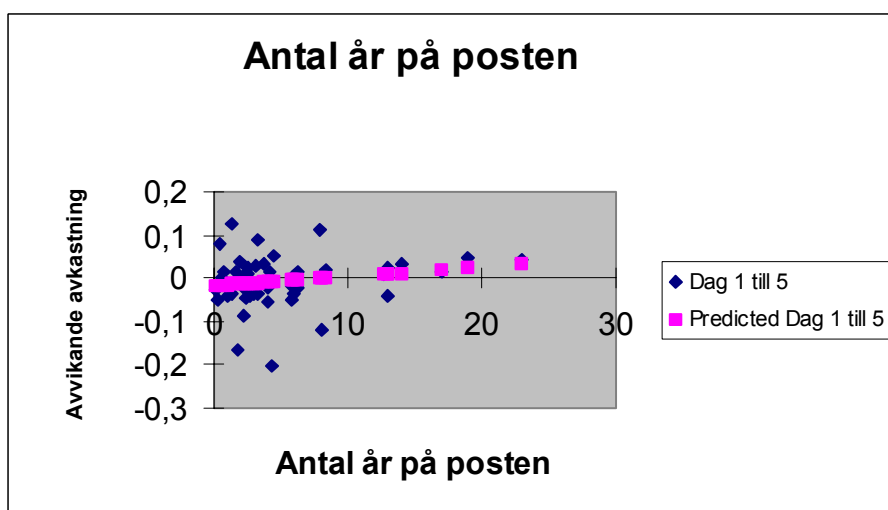


Beträffande sambandet mellan åldern på den avgående VD:n och aktiens kursutveckling är även detta mycket lågt. För dag 0 finns inget samband mellan valda variabler. För dag 1 till 5 kan vi se en liknande utveckling som i ovanstående fall, nämligen att marknaden reagerar mer positivt ju äldre VD:n är när han avgår. Av diagrammet nedan kan man se en svagt stigande regressionslinje. Förklaringsgraden är endast 0,029618, således kan den avvikande avkastningen till 3 procent förklaras av åldern på den avgående VD:n.



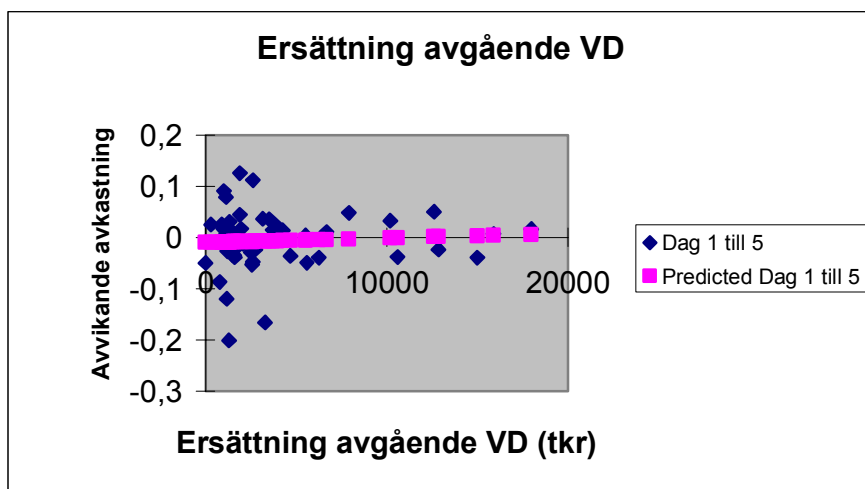
4.2.2 Antal år på VD:posten

Vi kan konstatera att inte heller denna variabel verkar ha någon större inverkan på kursutvecklingen. Antal år som VD:n suttit på posten påverkar inte aktieutvecklingen under dag 0. Regressionslinjen för dag 0 är helt rak och förklaringsgraden är endast 0,45 procent. Vi har därför tagit fram regressionslinjen för den sammanlagda avvikelserna för dag 1 till 5 där vi kan tyda en viss tendens. Om en VD har suttit länge på posten tenderar kursen att stiga då VD:ns avgång tillkännages. R^2 uppgår till 0,033538, således kan 3,4 procent av den avvikande förändringen förklaras av åldern som VD:n suttit på posten.



4.2.3 Ersättning avgående VD

När det gäller den avgående VD:ns ersättningsnivå kunde vi med regressionsanalyserna inte finna några samband som är värda att beskriva närmare, vi kan endast konstatera att förklaringsgraden mellan den beroende variabeln avvikande avkastning och den oberoende variabeln som är VD:ns ersättningsnivå, ligger under 1 procent, både för dag 0 och för dag 1 till 5.

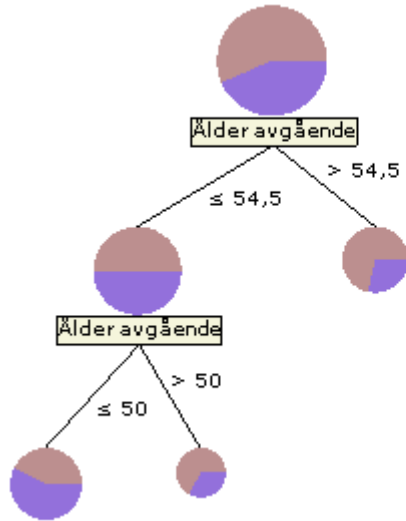


4.3 RDS – Rule Discovery System

Rule Discovery system har svårt att finna några tydliga samband mellan de egenskaper hos VD:n som vi valt att studera och den avvikande avkastningen. Programmet hittade ett antal samband men i de flesta fall var bortfallet för stort för att vi skulle kunna använda oss av datan, dvs. tillförlitligheten blev för låg. Programmet hittar dock tre stycken samband som vi väljer att presentera, två stycken för dag 0 och en för dag 1 till 5. I dessa fall ger programmet ett bortfall på två bolag vilket motsvarar 4,6 procent. Detta anser vi är ett så pass litet bortfall att resultaten kan ses som tillförlitliga.

För dag 0 har vi med hjälp av RDS funnit ett samband mellan åldern på den avgående VD:n och den avvikande avkastningen. Diagrammet nedan visar att om VD:n är äldre än 54, 5 år vid tillkännagivandet av VD-bytet så ökar företagets aktiekurs gentemot index i 71,4 procent av fallen. RDS gör indelningen att om VD:n är under 54,5 år minskar aktiekursen i lika många fall som den ökar. Programmet gör sedan ytterligare en indelning som framgår av diagrammet. Denna

indelningen vid 50 år visar att i intervallet 50 till 54,5 år ökar kursen i 67 procent av fallen, om VD:n däremot är under 50 år minskar kursen i 57 procent av fallen.



Rule 1

Predicted class is 'minskar'

IF Ålder avgående ≤ 50 THEN predicted = 'minskar'

Results on training data

Covered examples: 19	
Class	Estimated probability
minskar	0,571
ökar	0,429

Results on test data

Covered example	
Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

Root

Predicted class is 'ökar'

IF Anything THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Covered examples: 44	
Class	Estimated probability
minskar	0,435
ökar	0,565

Results on test data

Covered example	
Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Common conditions for rules 1 to 2

Predicted class is 'minskar'

IF Ålder avgående ≤ 54,5 THEN predicted = 'minskar'

Results on training data

Covered examples: 28	
Class	Estimated probability
minskar	0,500
ökar	0,500

Results on test data

Covered example	
Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

Rule 3

Predicted class is 'ökar'

IF Ålder avgående > 54,5 THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Covered examples: 16	
Class	Estimated probability
minskar	0,286
ökar	0,714

Results on test data

Covered example	
Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Rule 2

Predicted class is 'ökar'

IF Ålder avgående > 50 AND Ålder avgående ≤ 54,5 THEN predicted =

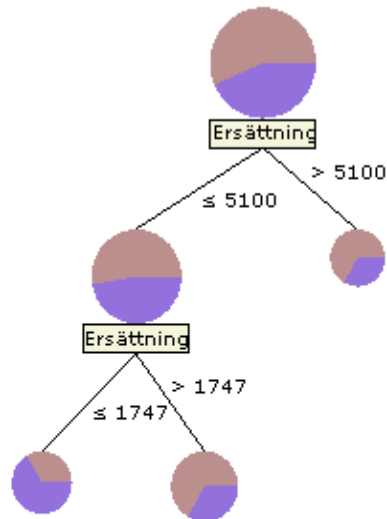
Results on training data

Covered examples: 9	
Class	Estimated probability
minskar	0,333
ökar	0,667

Results on test data

Covered example	
Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

Under dag 0 har vi även funnit ett samband mellan den avvikande avkastningen och ersättningsnivån till den avgående VD:n. I de fall då VD:ns årliga ersättning överstiger 5,1 Mkr är det en positiv avvikande avkastningen i 67 procent av fallen. När VD:ns ersättningsnivå understiger 5,1 Mkr är fördelning i stort sett jämn. RDS har dock även här tagit fram ytterligare en indelning som visar att om VD:ns ersättning ligger i intervallet 1,747 till 5,1 Mkr, ökar kursen gentemot index även här i 67 procent av fallen. Om ersättningsnivån däremot understiger 1,747 Mkr är det en negativ avvikande avkastning i 67% av fallen.



Root

Predicted class is 'ökar'
 IF Anything THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Class	Estimated probability
minskar	0,435
ökar	0,565

Results on test data

Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Common conditions for rules 1 to 2

Predicted class is 'ökar'
 IF Ersättning avgående ≤ 5100 THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Class	Estimated probability
minskar	0,474
ökar	0,526

Results on test data

Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Rule 3

Predicted class is 'ökar'
 IF Ersättning avgående > 5100 THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Class	Estimated probability
minskar	0,333
ökar	0,667

Results on test data

Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

Rule 1

Predicted class is 'minskar'
 IF Ersättning avgående ≤ 1747 THEN predicted = 'minskar'

Results on training data

Class	Estimated probability
minskar	0,667
ökar	0,333

Results on test data

Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Rule 2

Predicted class is 'ökar'
 IF Ersättning avgående > 1747 AND Ersättning avgående ≤ 5100 THEN

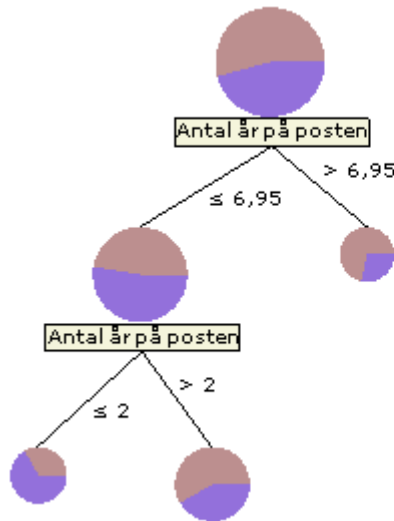
Results on training data

Class	Estimated probability
minskar	0,333
ökar	0,667

Results on test data

Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

För den totala förändringen dag 1 till 5 har vi funnit ett samband, nämligen mellan den avvikande avkastningen och antal år som VD:n suttit på posten. Programmet gör en indelning vid sju år och sedan ytterligare en indelning vid två år. I de fall där VD:n har suttit längre än sju år, stiger aktiekursen gentemot index vid tillkännagivandet av VD-bytet i 71,4 procent av fallen. När VD:n har suttit under sju år ökar kursen i stort sett lika ofta som den minskar. I den andra indelningen framgår att om VD:n suttit mellan två till sju år ökar kursen gentemot index i 58 procent av fallen men om VD:n suttit mindre än två år sjunker kursen gentemot index i 67 procent av fallen.



Rule 1

Predicted class is 'minskar'

IF Antal år på posten ≤ 2 THEN predicted = 'minskar'

Results on training data

Covered examples: 12

Class	Estimated probability
minskar	0,667
ökar	0,333

Results on test data

Covered example

Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

Root

Predicted class is 'ökar'

IF Anything THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Covered examples: 44

Class	Estimated probability
minskar	0,458
ökar	0,542

Results on test data

Covered example

Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Common conditions for rules 1 to 2

Predicted class is 'minskar'

IF Antal år på posten $\leq 6,95$ THEN predicted = 'minskar'

Results on training data

Covered examples: 33

Class	Estimated probability
minskar	0,526
ökar	0,474

Results on test data

Covered example

Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

Rule 3

Predicted class is 'ökar'

IF Antal år på posten $> 6,95$ THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Covered examples: 11

Class	Estimated probability
minskar	0,286
ökar	0,714

Results on test data

Covered example

Class	Relative
minskar	0,000
ökar	0,000

Rule 2

Predicted class is 'ökar'

IF Antal år på posten > 2 AND Antal år på posten $\leq 6,95$ THEN predicted = 'ökar'

Results on training data

Covered examples: 21

Class	Estimated probability
minskar	0,417
ökar	0,583

Results on test data

Covered example

Class	Relative
minskar	0,500
ökar	0,500

5 Analys

Utifrån de resultat vi presenterat och med hjälp av de teorier som vi valt att använda ska vi i detta avsnitt analysera och dra slutsatser av undersökningen vi genomfört. Vi kommer att gå tillväga på samma sätt som i resultatet genom att först analysera marknadens reaktion på tillkännagivandet av VD-bytet, för att sedan analysera marknadens reaktion i relation till de egenskaper hos VD:n som vi definierat.

5.1 Analys, resultat del 1

Vi har i teorikapitlet diskuterat kring den effektiva marknadshypotesen. Vi har valt att använda den effektiva marknadshypotesens semistarka form eftersom den bygger på att en aktiekurs ska justeras omedelbart efter att publik information når marknaden, och vår undersökning baseras på en händelse som omedelbart ska offentliggöras.

Vi har i vår undersökning dels studerat samtliga företag sammanslaget, men även utifrån en branschindelning. För samtliga företag sammantaget kan vi konstatera att den genomsnittliga avvikande avkastningen är låg över hela händelsefönstret. Det går inte att utläsa någon större förändring för någon specifik dag. Den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen (CAAR) visar dock att kursen tenderar att stiga från dag - 3 till dag 0, sedan jämnar kursen ut sig för att slutligen några dagar senare falla tillbaka något.

Om den procentuella avvikande förändringen hade varit större skulle man möjligtvis kunnat dra slutsatsen att det förekommit informationsläckage och att det på så sätt funnits möjligheter att göra abnormala vinster. I sådant fall hade marknaden inte varit effektiv i den halvstarka formen. Nu understiger dock den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen 1 procent över hela händelsefönstret vilket vi anser är en såpass liten förändring att vi inte kan härleda den till informationen om VD-bytet. Eftersom förändringen i kurserna gentemot index är såpass små anser vi att marknaden kan ses som effektiv i den halvstarka formen, då det inte går att göra några abnormala vinster. Priset kan således anses vara korrekt satt.

Till skillnad mot resultatet för samtliga företag sammantaget, visar den branschspecifika indelningen i flera fall på avvikelser på en bra bit över 1 procent. I branschen

informationsteknologi föll kurserna i genomsnitt med över 1 procent per dag gentemot index både för dag 0 och för de två efterföljande dagarna. Den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen visar också på en klart nedåtgående trend för dagarna efter tillkännagivandet om VD-bytet. I branschen med sällanköpsvaror sjunker företagets snittkurs med 0,53 procent gentemot index dag 0 för att under dag 1 stiga med hela 2,58 procent. Om man ser till den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen stabiliserar sig sedan kursen för de efterföljande dagarna på en nivå som ligger klart över indexutvecklingen. Av svängningarna i aktiekursen som kan utläsas i flera branscher är många såpass stora att tillkännagivandet av VD-bytet är en trolig bakomliggande orsak. Vi kan dock inte utesluta att annan information kan ha påverkat resultatet.

Vad gäller hypotesen om den effektiva marknaden kan vi dra slutsatsen att marknaden inte är effektiv i flertalet branscher, eftersom det går att göra abnormalt vinster i samband med tillkännagivandet av VD-bytet.

Vi har i teorin tagit upp att informationsskyldighet gäller för samtliga bolag på aktiemarknaden. Förändringar på VD-posten står som exempel på en av de förändringar som alltid måste offentliggöras. Av de förändringar som vi kan skönja i vissa branscher anser vi att det är befogat att företagen måste offentliggöra informationen om ett VD-byte.

Resultatet av vår undersökningen kan vara intressant ur en investerarsynpunkt. Om du har tänkt investera brett över många branscher verkar ett tillkännagivande av ett VD-byte inte ge någon nämnvärd effekt på aktieavkastningen. Om du däremot har tänkt investera branschspecifikt t ex. inom IT-branschen kan det vara värt att hålla sig uppdaterad om eventuella VD-byten eftersom det kan vara en faktor som påverkar aktieutvecklingen, och möjliggör att göra vinster eller förluster på satsat kapital.

5.2 Analys, resultat del 2

För att få en mer djupgående undersökning har vi valt att studera om de 3 attributen, åldern på den avgående och tillträdande VD:n, antal år på VD-posten och den avgående VD:ns ersättning, kan påverka aktiekursens utveckling. För att göra detta har vi som vi presenterat i resultatdelen, använt oss av regressionsanalyser och Datamining-programmet RDS.

I teoriavsnittet har vi presenterat Corporate Governance och agentteorin som vi här i analysen ska försöka binda samman med resultaten.

I undersökningen fann vi att det inte föreligger några klara samband mellan VD:ns egenskaper och utvecklingen på aktiekursen. Vi kan endast se en svag tendens att utvecklingen skulle påverkas åt något håll. Beträffande åldern på den tillträdande och avgående VD:n kan vi urskilja ett svagt samband i regressionsanalysen mellan att ju äldre både VD:n som avgår och tillträder är, så tenderar kursen att öka. Även i RDS kan vi se att i de fall där VD:n är över 54,5 år så tenderar kursen att gå upp i större utsträckning än när VD:n är under 54,5 år.

Det verkar således som om marknaden ser det som positivt att en äldre VD avgår. Möjligen kan detta bero på att om en äldre VD tackar för sig, kan det i större utsträckning förhålla sig så att det är VD:n själv som känner att han gjort sitt, att han tillfört det han kunnat och att det är dags att få in "nytänkande" i företaget.

Att kursen även tenderar att öka med åldern på den tillträdande VD fann vi något mer överraskande, möjligen anser marknaden att en äldre VD har mer erfarenhet och större kontaktnät och att kursen därför påverkas positivt. Om vi försöker koppla detta till ägarstyrning och Corporate Governance kan vi konstatera att resultatet skulle kunna vara en indikation på att det för ägarna finns grund för att genomföra ett VD-byte med avsikt att kortsiktigt få upp aktiekursen. Sambandet är dock så svagt att vi inte vågar fastställa att det förhåller sig på detta sätt.

Vad det gäller relationen mellan antalet år som den avgående VD:n suttit på VD-posten och aktiekursens utveckling finner vi att sambanden även här är väldigt små. Det vi kan se med hjälp av regressionsanalyserna, är att dagarna efter VD-bytet så tenderar kursen att gå upp med antalet

år som VD:n suttit på posten. Även RDS påvisar detta samband, - att marknaden reagerar positivt om en VD som suttit länge på posten aviserar sin avgång.

Att ägare skulle ha som incitament att få en kortsiktigt positiv kursutveckling genom att avsätta en VD som suttit länge på posten finner vi dock långsökt. Agenten och principalen borde i de fall när VD suttit länge på posten ha en bra relation och det är även därför osannolikt att agenten skulle byta ut VD:n med hänvisning till en kortsiktig kursuppgång.

När vi undersökt om ersättningen till den avgående VD:n kan tänkas påverka kursutvecklingen har vi funnit att sambanden i regressionsanalysen är i det närmaste 0.

I RDS kunde vi dock se sambandet att i de fall när en VD:n tjänar över 5,1 mkr så ökar kursen efter tillkännagivandet i 67% av fallen, och i de fall när VD:n tjänar under 1,74 mkr så minskar kursen i 67% av fallen. Detta kan vara en indikation på att när en VD tjänar ”lite” och avgår påverkar detta aktiekursen negativt och när VD:n tjänar ”mycket” påverkas aktiekursen positivt.

Det kan vara så att marknaden anser att principalen försöker maximera sina egna intressen i bolag där VD:n tjänar mycket och därför reagerar positivt på tillkännagivandet om att denne ska sluta.

Utifrån ett Corporate Governance perspektiv kan vi säga att ägare till bolag där en VD tjänar mycket skulle kunna ha som incitament att sparka VD:n för att kortsiktigt få upp kursen

En annan förklaring kan vara att en VD som tjänar ”lite” ofta verkar i mindre bolag med små resurser och därför lättare påverkas av händelser som ett VD-byte. I ett mindre bolag är VD:n oftare viktigare som person än i ett större bolag där VD:n är en del av en större organisation. En VD i ett mindre bolag kanske också har en närmare koppling till kunderna och därav har större incitament att jobba för bolagets bästa i alla lägen. Detta kan vara en anledning till att marknaden reagerar negativt på VD:ns avgång i de fall där VD:ns ersättningsnivå är låg.

Av sambanden i RDS framgår att marknaden reagerar mer positivt när ett större bolag tillkännager ett byte av VD, dock kan inte slutsatsen dras att ju mer en VD tjänar desto mer går kursen upp, utan vi kan endast påvisa att i bolag där en VD tjänar mycket, så ökar kursen oftare än den minskar.

Ovan har vi försökt analysera de svaga samband som vi funnit mellan de attribut hos VD:n som vi undersökt och kursutvecklingen. Huvudresultatet av undersökningen är dock att det inte

föreligger några tydliga samband. Av resultatet från vår undersökning tolkar vi det som att marknaden på kort sikt inte reagerar på ett speciellt sätt beroende på vad VD:n har för attribut. Detta kan bero på att marknaden inte reagerar omedelbart utan reagerar med viss eftersläpning och att aktien på så sätt justeras på längre sikt. En annan anledning kan vara att marknaden inte anser att de egenskaper vi valt att studera är relevanta utan att företagets prestation på längre sikt är det betydande.

5.3 Jämförelse med tidigare forskning

Den Brittiska studien av Dedman & Lin (2000) påvisade att marknaden reagerade negativt på informationen om ett VD-byte. Vi kunde se ett liknande resultat i vår undersökning då företagen studerades branschspecifikt t ex. inom finans och IT-branschen.

Om vi ser till samtliga företag i vår undersökning sammantaget och oavsett bransch framgår dock att ingen signifikant förändring kan skönjas i samband med informationen om ett VD-byte. Detta resultat överensstämmer med Reinganums studie (1985) som baseras på företag på den amerikanska marknaden. Reinganum studie påvisade att det inte gick att skönja någon signifikant förändring i aktieavkastningen i samband med ett VD-byte, dock kunde en positiv förändring utläsas vid extern rekrytering i mindre företag och där informationen om den tillträdande VD:n släpptes samtidigt som informationen om den föregående VD:ns avgång tillkännagavs.

Resultatet av vår undersökning har också vissa likheter med undersökningen som Warner et. al (1988) genomförde år 1987. Undersökningen syftade till att studera hur aktiepriset påverkades av förändringar i företagsledningen. De påvisade att förändringar i företagsledningarna påverkade aktieavkastningen i företagen men att ingen större förändring kunde utläsas i samband med att det meddelades att en VD fått sparken (eller slutat självmant). Resultatet är likt det resultat vi fick i den mening att vi för vissa branscher kunde utläsa en förändring i aktieavkastningen vid tillkännagivandet av ett VD-byte men inte heller vi kunde utläsa något signifikant samband mellan aktiekursavkastningen och de egenskaper hos VD:n som vi valt att studera.

6 Slutsats

Vår undersökning visar att den genomsnittliga avvikande avkastningen för samtliga företag sammantaget inte överstiger 1 procent i någon av händelsefönstrets dagar och vi ser därför inte förändringen som avvikande. Vid studerandet av den kumulativa genomsnittliga avvikande avkastningen kan vi se en tendens att kurserna ökar från dag -3 för att sedan ligga på jämn nivå dag 1 till 3 och senare falla tillbaka något. Förändringen ligger dock även här under 1 procent.

Branschspecifikt kan vi se förändringar som överstiger 1 procent och därmed kan ses som avvikande. De tydligast exemplen kan vi se inom Hälsovårdsbranschen och IT-branschen. I Hälsovårdsbranschen tenderar kurserna att gå upp efter ett tillkännagivande om ny VD medan IT-branschen visar på en klart nedåtgående kurva dagarna efter tillkännagivandet.

I den andra delen av undersökningen, där vi kartlagt om vissa attribut hos VD:n påverkar aktiekursens utveckling, har vi funnit att det inte finns några klara samband. De samband som ändå går att utläsa visar på att aktiekursen tenderar att öka med åldern på både den tillträdande och avgående VD:n. Kursen tenderar även att öka med antalet år som den avgående VD:n suttit på VD-posten samt med ersättningen till den avgående VD:n. Sambanden som gick att urskilja gäller dagarna efter VD-bytet.

Ovan beskriver vi de svaga samband som kunnat skönjas mellan avvikande kursutveckling och egenskaper hos en VD. Varför sambanden inte är starkare anser vi kan bero på att marknaden reagerar med viss eftersläpning och att aktien på så sätt justeras på längre sikt. En annan anledning kan vara att marknaden inte anser att VD:ns egenskaper är relevanta utan att det är företagets prestation på sikt som är avgörande.

6.1 Förslag till framtida studier

I framtida studier skulle vi vilja se en bredare undersökning över flera år och med flera bolag som grund. Detta skulle möjliggöra jämförelser mellan olika år för att se om det föreligger några skillnader. En bredare undersökning ger dessutom en högre validitet, eftersom tillförlitligheten ökar ju fler bolag som ingår i undersökningen.

En djupare undersökning på hur de respektive branscherna skiljer sig åt vore också ett intressant ämne. Då vårt resultat påvisar att marknaden reglerar olika beroende på inom vilken bransch företagen verkar ser vi gärna att fler branschspecifika studier genomförs.

Vi skulle även gärna se studier som undersöker om andra faktorer än de vi undersökt kan tänkas påverka aktieavkastningen. Förslag på områden som vi finner intressanta är, hur pass omskriven VD:n varit i media, om den är internt eller externt rekryterad och om det är en svensk eller utländsk VD.

Slutligen är orsaken till VD-bytet något som skulle vara intressant att studera. Denna information skulle vara intressant då dessa bakomliggande orsaker skulle kunna jämföras med aktiekursens utveckling.

7 Kritisk granskning

Vi har valt att diskutera vårt tillvägagångssätt i undersökningen utifrån punkterna reliabilitet och validitet. Kritik mot metoden omfattas i dessa punkter.

7.1 Reliabilitet

Vi har gjort en kvantitativ undersökning där vi undersökt aktiekursutveckling. Då vår undersökning baseras på siffror har vi inte behövt väga in olika människors bakgrund och åsikter vilket bidrar till en högre reliabilitet.

Vi har valt att studera samtliga VD-byten som tillkännagivits under år 2005. Genom att studera samtliga företag som genomfört ett VD-byte under detta år får vi en totalundersökning vilket gör att vi slipper den osäkerhet som speglar representativa urval där du tvingas acceptera en viss statistisk felmarginal i mätningarna. Däremot finns risken att vår undersökning bara speglar t ex en konjunkturtopp och således blir missvisande sett över en längre tid. För att kunna dra några generella slutsatser över tiden är en studie över flera år att rekommendera.

Informationen om vilka VD-byten som genomfördes under år 2005 baseras på en artikel som Dagens Industri tagit fram tillsammans med SIS ägarservice. Som vi nämnt tidigare i arbetet är artikeln är den enda tillgängliga sammanställning över VD-byten år 2005 som går att få tag på i dagsläget. Det hade varit att föredra om vi kunnat hämta informationen från boken ”Styrelser och Revisorer” som tillhandahåller denna information men då denna bok ges ut först i juni har vi fått använda oss av nämnda artikel. SIS ägarservice som även är de som ger ut boken är specialiserat på analys av ägardata och styrelsedata för börsföretagen på Stockholmsbörsen (A- & O-listorna) och Nordic Growth Market (NGM Equity), och vi anser att de kan ses som en tillförlitlig källa. Ett problem som dock påverkar reliabiliteten är att artikeln endast sträcker sig till den 17 december, därefter har vi fått göra egna efterforskningar för att finna resterande VD-byten under året.

7.2 Validitet

Vi har i vår undersökning valt att studera en händelse (Tillkännagivande av ett VD-byte) och eventuella förändringar i aktiekursen som en följd av denna händelse. För detta anser vi att en

event-studie lämpar sig väl. Validiteten i vår undersökning kan komma att påverkas av svårigheten i att se om förändringen i aktiekursen beror på tillkännagivandet av VD-bytet eller andra bakomliggande faktorer. För att minska risken för att andra faktorer än informationen om VD-bytet läses in i resultatet har vi valt att undersöka ett händelsefönster som endast sträcker sig över elva dagar. Vår bedömning grundar sig på att ett längre tidsintervall lättare påverkas av andra händelser som kan tänkas påverka företaget. Vi har även definierat att en avvikande avkastning som understiger 1 procent inte är avvikande då vi anser att dessa avvikelser är så pass små att de inte kan härledas till VD-bytet.

Om kursen påverkas markant kring tidpunkten för tillkännagivandet om ett VD-byte är det rimligt att anta att förändringen beror på informationen om VD-bytet. Det går dock inte att utesluta att andra faktorer som utkommer i samband med tillkännagivandet, t ex information om en stor order eller vinstprognoser ligger till grund för kursförändringen.

För att få en högre giltighet till vårt resultat av VD:ns egenskapers påverkan på aktiekursutvecklingen har vi använt oss av programmet RDS som är ett Dataminingprogram. Dagens ökande datorkraft medför att program som RDS kan användas för att mer omfattande söka samband. Programmet möjliggör för ett betydligt snabbare och enklare sätt att kunna hitta korrelationer i stora datamängder. Vi anser därför att RDS kan vara ett mycket intressant verktyg för framtida forskning. För att programmet till fullo ska komma till sin rätt krävs egentligen en större datamängd än den data vi använt oss av i vår undersökning. Ju mindre datamängd desto större är risken att resultatet i större utsträckning kan påverkas av slumpfaktorn.

8 Litteraturförteckning

8.1 Skriftliga källor

Campbell John Y, Lo Andrew W, MacKinley Craig A, (1997), *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, New Jersey

(Elton Edwin J, Gruber Martin J, Brown Stephen J, Goetzmann William N, (2003), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Inc.)

Holme Idar Magne, Solvang Bernt Krohn, (1997), *Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur

Hartman Jan, (1998), *Vetenskapligt tänkande*. Lund: Studentlitteratur

Ross Stephen. A, Westerfield Randolph. W, Jaffe Jeffrey, *Corporate Finance*, Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2002.

Joachimsson, Robert & Thorell, Per (1988). *Delning av företag: fissioner i företags- och ägarperspektiv*. 1uppl. Stockholm: SNS förlag

8.2 Elektroniska källor

Hammarström, Martin (051217) Snabbare vd-byten på börsen [Elektronisk] Dagens Industri. Tillgänglig <Affärsdata> [2006-03-17]

Ericsson, Bengt (060213) VD-katapulten slår blint [Elektronisk] Veckans Affärer. Tillgänglig <Affärsdata> [2006-03-17]

Blecher, Simon (060118) Vilken vd får sparken härnäst [Elektronisk] Dagens nyheter. Tillgänglig <Affärsdata> [2006-03-17]

SOU 2004:130. Svensk kod för bolagsstyrning – koden,
<http://www.regeringen.se/content/1/c6/03/55/92/1f8085a7.pdf>

Data Mining – Översikt, 2002 [elektronisk] Tillgänglig
<<http://www.statistics.su.se/modernsurveys/sem/ml0203.pdf> > [2006-05-21]

Compumine [elektronisk] Tillgänglig < <http://www.compumine.se/rds/features.jsp> > [2006-05-21]

8.3 Årsredovisningar

ABB årsredovsing 2004, 2005
Academediå årsredovsing 2004, 2005
Addnode årsredovsing 2004, 2005
Anoto årsredovsing 2004, 2005
AssaAbloy årsredovsing 2004, 2005
AstraZeneca årsredovsing 2004, 2005
Axfood årsredovsing 2004, 2005
Biolin årsredovsing 2004, 2005
Bossmedia årsredovsing 2004, 2005
Cardo årsredovsing 2004, 2005
Castellum årsredovsing 2004, 2005
Confidence årsredovsing 2004, 2005
Custos årsredovsing 2004, 2005
DisplayIT årsredovsing 2004, 2005
Elekta årsredovsing 2004, 2005
Feelgood årsredovsing 2004, 2005
Fenix outdoor årsredovsing 2004, 2005
Gunnebo årsredovsing 2004, 2005
Haldex årsredovsing 2004, 2005
HL-display årsredovsing 2004, 2005
Höganås årsredovsing 2004, 2005
Investor årsredovsing 2004, 2005
Karobio årsredovsing 2004, 2005
Ledstiernan årsredovsing 2004, 2005
Mandator årsredovsing 2004, 2005
Modul1 årsredovsing 2004, 2005
New Science årsredovsing 2004, 2005
Nexus årsredovsing 2004, 2005
Note årsredovsing 2004, 2005
Observer årsredovsing 2004, 2005
One2Com årsredovsing 2004, 2005
Oriflame årsredovsing 2004, 2005
Paynova årsredovsing 2004, 2005
Pergo årsredovsing 2004, 2005
Proact IT Group årsredovsing 2004, 2005
ScanMining årsredovsing 2004, 2005
SEB årsredovsing 2004, 2005
Studsvik årsredovsing 2004, 2005
Switchcore årsredovsing 2004, 2005
Teligent årsredovsing 2004, 2005
Thalamus årsredovsing 2004, 2005
Tivox årsredovsing 2004, 2005
Trelleborg årsredovsing 2004, 2005

Wedins årsredovsing 2004, 2005
Willhem Sonesson årsredovsing 2004, 2005

8.4 Vetenskapliga artiklar

Fama, E. F (1991). *Efficient Capital Markets II*. Journal of Finance, vol 46 , nr 5 (Dec),
ss. 1575 – 1617

Dedman E, Lin S. W-J (2000). *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*. Department of Economics, University of Bristol & Department of Accounting and Finance, Manchester University, s. 1-42.

Lubatkin, Michael H. Chung, Kae H. Rogers, Ronald C. Owers, James E. *Stockholder Reactions to CEO changes in Large Corporations*, The Academy of Management Journal 1989.

Warner, Jerold B. Watts, Ross L. Wruck, Karen H. *Stock prices and top management changes*, Journal of Financial Economics 20, 1988.

Marc R. Reinganum, *The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth*, Administrative Science Quarterly 1985, Cornell University, s. 46-60.

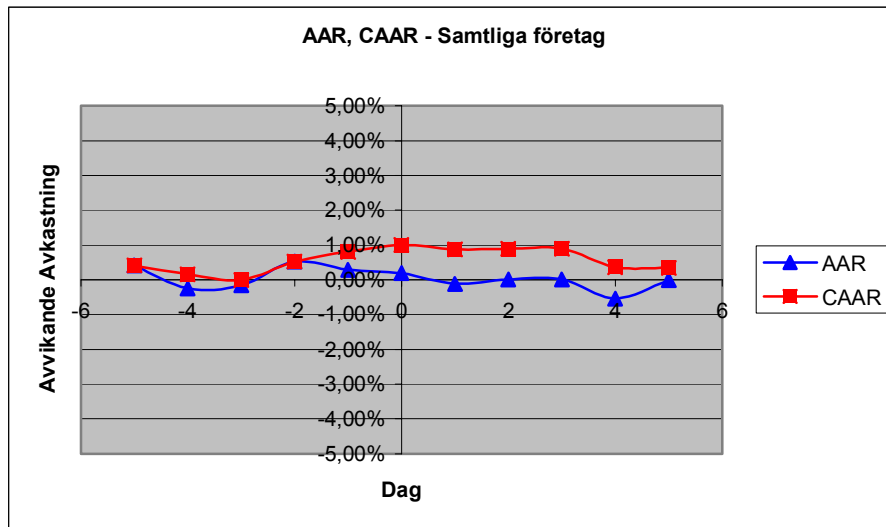
Shleifer A, Vishny W. Robert, *A survey of corporate governance*, Harvard University and University of Chicago, June 1995.

Sirmans G. Stacey, Friday H. Swint, Price M. Russell, *Do Management Changes Matter? An Empirical Investigation of REIT Performance*, Florida State University, Texas A&M University, s.1-30

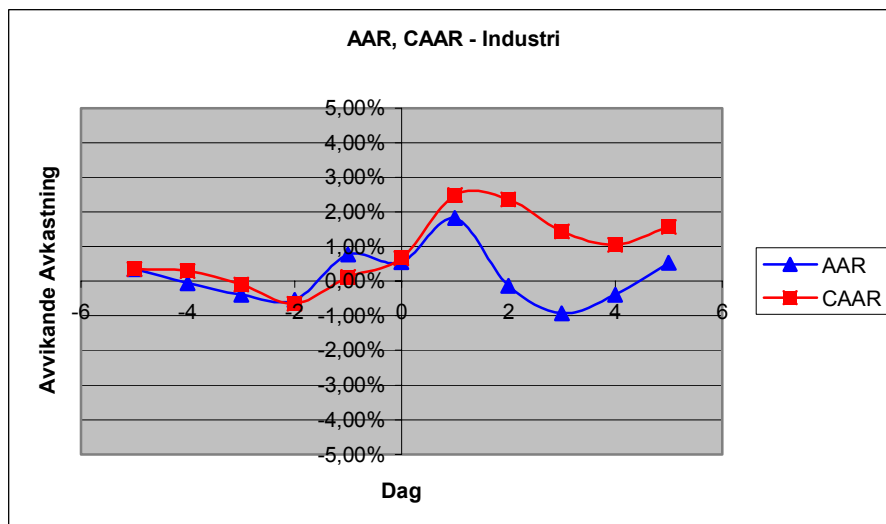
9 Bilagor

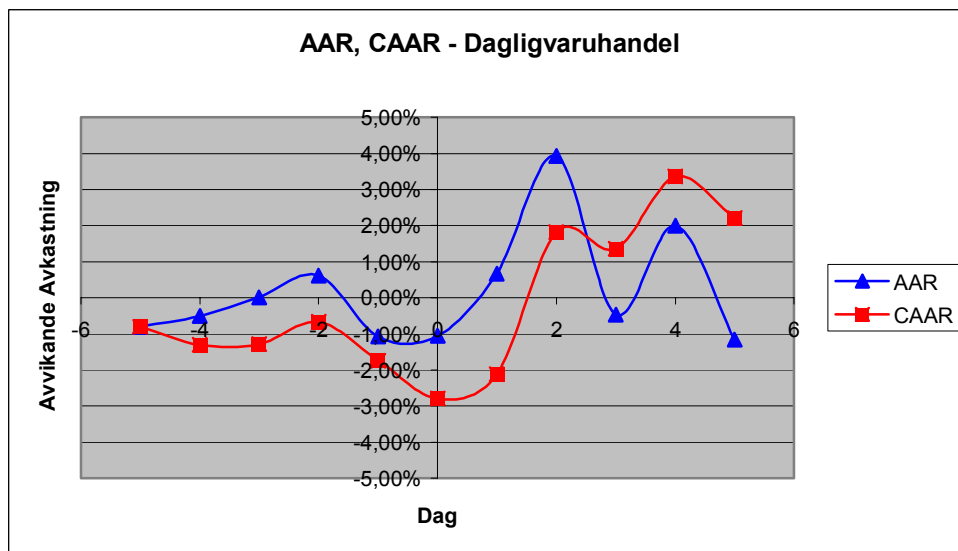
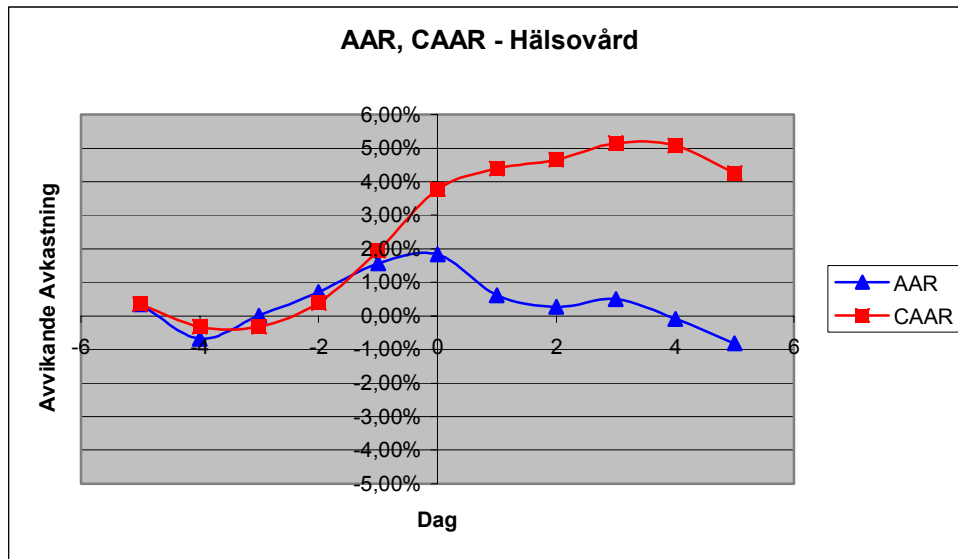
9.1 Bilaga 1

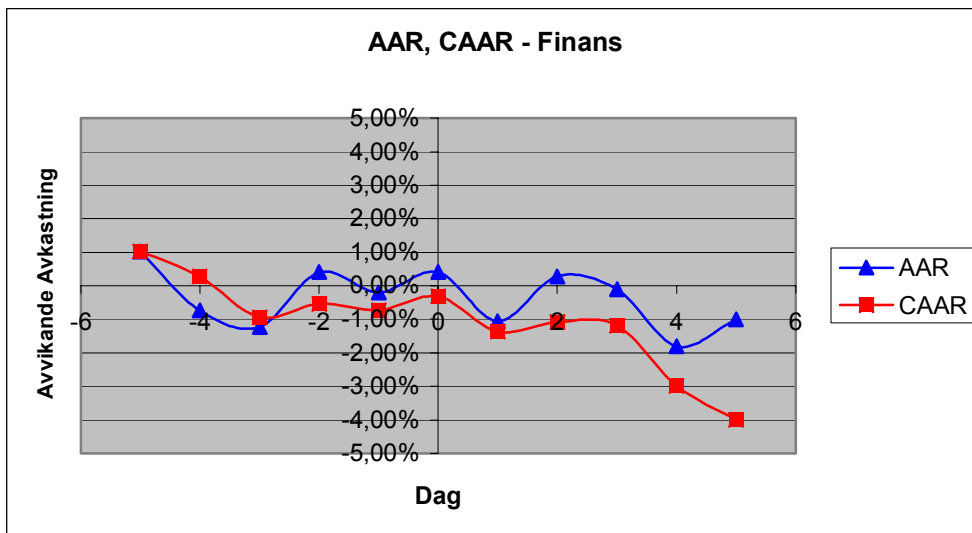
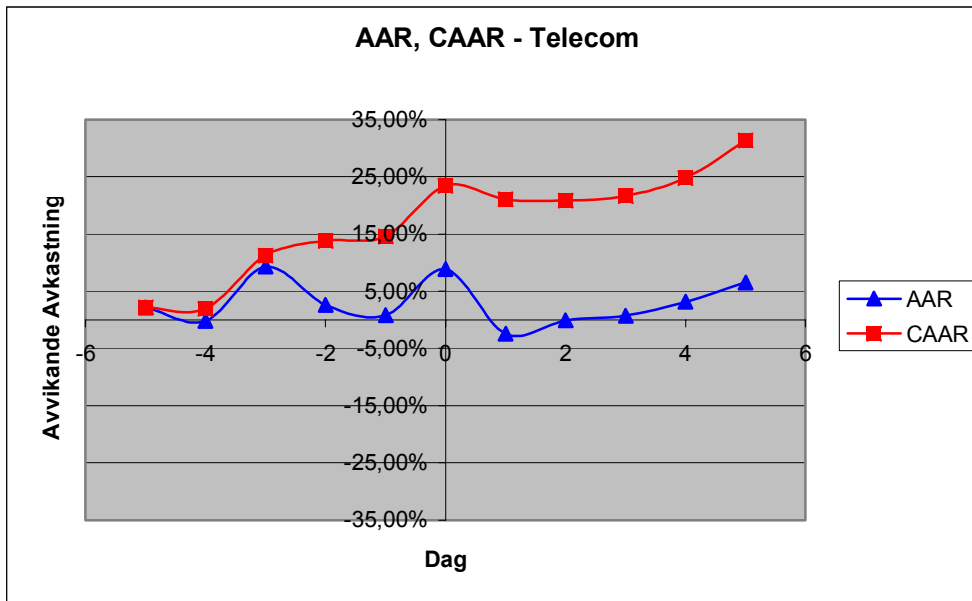
AAR & CAAR för samtliga företag sammantaget

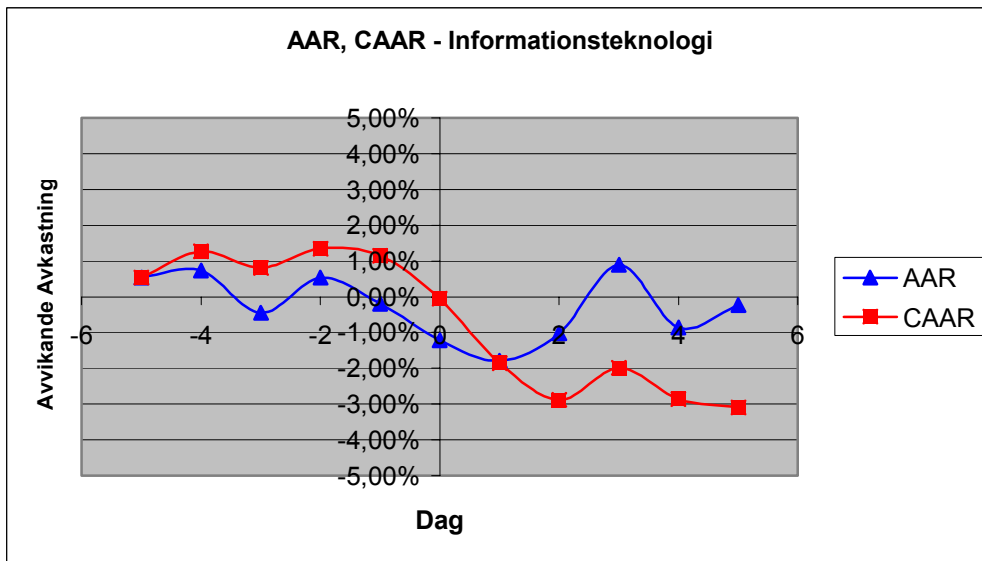
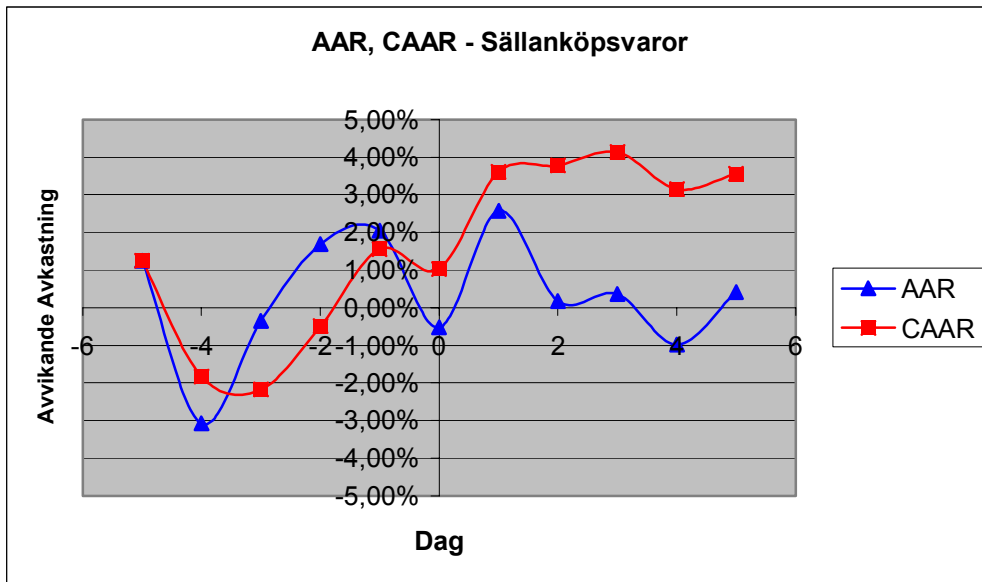


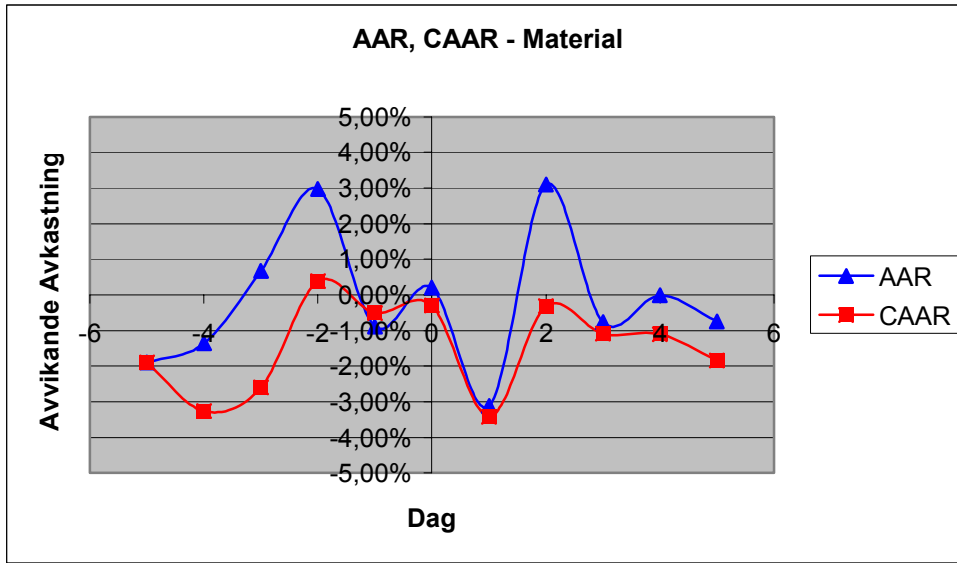
AAR & CAAR för respektive bransch











9.2 Bilaga 2

- Kursutveckling

Företag	Datum	Bransch	Kurs											
			Dag - 6	Dag - 5	Dag - 4	Dag - 3	Dag - 2	Dag - 1	Dag 0	Dag 1	Dag 2	Dag 3	Dag 4	Dag 5
ABB	2004-02-27	Industri	46,4	45,1	45,7	44,8	44,6	46,3	45,1	46,3	46,7	46,5	46,2	46,2
Index			192,16	189,3	189,37	186,67	186,52	186,53	185,94	188,31	190,22	192,55	190,54	189,84
Acadamedia	2005-04-25	Industri	59	56	57,5	57	57	56,25	56	56	54	53	53,5	55
Index			228,33	224,01	226,57	226,89	225,58	229,97	229,86	227,92	220,18	216,78	217,59	219,05
Addnode	2005-09-06	Informationsteknologi	20,7	20,4	20,2	20,7	20,6	20,7	20,4	20,2	20,2	20,3	21,3	21,8
Index			253,76	251,56	256,01	255,92	253,37	254,33	255,67	257,46	259,25	266,08	266,39	266,7
Anoto	2005-09-19	Informationsteknologi	19,2	19,2	19	18,9	19,7	20,8	20	19,5	19,3	19,3	19,2	19,5
Index			259,25	266,39	266,7	266,92	266,19	266,5	267,44	269,14	266,21	266,13	266,36	271,07
AssaAbløy	2005-10-28	Industri	107	106,5	107	107	107,5	107,5	111	114	112	112,5	112	112
Index			258,89	256,24	260,36	262,11	264,37	261,01	261,83	269,39	270,56	271,85	274,55	274,82
AstraZeneca	2005-07-28	Health Care	319,5	320	319	321,5	320	322,5	340	351,5	350,5	351	353	351
Index			214,64	216,79	216,83	217,98	216,88	217,47	223,57	227,46	227,34	227,93	228,55	227,23
Axfood	2005-09-05	Consumer Staples	187	189,5	189	190	192	190	189	190,5	200,5	197,5	201,5	198,5
Index			363,75	365,66	364,77	366,64	368,23	368,34	370,28	370,72	375,58	371,69	370,545	370,545
Billerud	2005-05-13	Materials	75	78,75	76	76,5	84	83,25	84,25	83	83,25	85	85	83,25
Index			199,74	200,22	199,74	200	199,02	200,51	200,06	200,11	200,8	203,62	204,47	203,58
Biolin	2005-09-15	Health Care	15,75	16,02	16,11	16,2	16,29	16,65	17,18	17,45	17,54	17,36	17,45	16,56
Index			235,56	238,48	239,55	239,825	240,1	240,43	239,36	238,32	241,34	237,93	236,1	237,3
Bossmedia	2005-10-26	Informationsteknologi	21,1	20,3	20,3	19,9	21	20,8	23,1	22,2	22,1	22,5	22,2	22
Index			265,71	260,66	257,92	256,51	257,13	258,66	256,41	251,64	251,77	256,99	256,59	257,67
Cardo	2005-04-21	Industri	175	174,5	175	174,5	175	174	175	175,5	175	175	172	172
Index			232,61	233,52	228,33	224,01	226,57	226,89	225,58	229,97	229,96	227,92	220,18	216,78
Castellum	2005-07-19	Financials	336	335,5	335	335,5	335	337	333,5	327	329,5	326	320,5	317,5
Index			338,74	339,33	342,21	343,08	342,81	344,08	345,38	342,31	342,18	343,67	345,23	345,58

Confidence	2005-01-10	Informationsteknologi	0,29	0,28	0,28	0,3	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,26	0,28	0,29	0,31
Index			205,17	207,53	207,2	213,07	209,49	207,2	211,05	207,37	199,74	200,41	204,08	209,1	209,1
Custos	2005-12-16	Industri	97	97	96	96,5	96,5	96,25	97,5	95	93	96,75	96	96	96
Index			291,49	294,18	293,49	294,97	292,81	290,64	293,11	294,03	293,73	295,99	296,83	299,31	299,31
Displayit	2005-09-09	Informationsteknologi	3,6	3,7	3,7	3,8	3,7	3,6	3,9	3,9	3,9	4,1	4	3,9	3,9
Index			255,92	253,37	254,33	255,67	257,46	259,25	266,08	266,39	266,7	266,92	266,19	266,5	266,5
Elekta	2004-09-21	Health Care	53,33	52,667	53,16	53,33	53,16	53,33	58	58,33	57,83	57,33	57,5	59	59
Index			182,83	183,35	183,65	183,7	183,69	181,87	183,48	184,3	182,87	183,41	182,42	181,59	181,59
Feelgood	2005-03-29	Health Care	2,3	2,3	2,27	2,25	2,34	2,3	2,3	2,35	2,4	2,45	2,35	2,38	2,38
Index			190,56	190,07	190,71	190,3	190,28	192,39	191,59	190,07	191,17	192,51	191,93	196,47	196,47
Fenix outdoor	2005-02-17	Consumer Discretionary	29,4	29	27	27,4	28,4	31	30,5	31	32,9	33,4	31,8	31,5	31,5
Index			507,3	508,32	509,54	509,31	515,55	518,99	523,86	521,86	522,4	524,21	525,97	529,06	529,06
Gunnebo	2005-12-21	Industri	113	113	113	110,5	110	112	114	114	114	112,5	114	118	118
Index			294,97	292,81	290,64	293,11	294,03	293,73	295,99	296,83	299,31	301,03	300,68	303,35	303,35
Haldex	2005-03-11	Industri	133,5	136	134,5	133	132	131	132	134	136	134	133,5	133,5	133,5
Index			235,98	238,8	237,04	236,37	235,93	233,46	234,71	237,67	239,13	235,34	235,61	234,07	234,07
HL-display	2005-12-20	Industri	124	125	123,5	123	126	135	135	145	149	145	144	144	144
Index			293,49	294,97	292,81	290,64	293,11	294,03	293,73	295,99	296,83	299,31	301,03	300,68	300,68
Höganäs	2005-01-21	Materials	182,5	185	183,5	182,5	184	182	183	183	183	181,5	182,5	182	182
Index			221,33	222,62	223,76	223,9	224,31	221,86	222,62	222,08	221,85	222,4	216,61	214,26	214,26
Investor	2005-04-11	Financials	96,75	96,75	99	100	99,25	100	102	98,5	99,5	100	97,25	95,25	95,25
Index			327,66	327,38	332,35	334,61	334,44	334,17	332,58	331,12	333,58	333,27	328,64	323,03	323,03
Karbio	2005-03-09	Health Care	11,35	11,14	11,14	11,21	11,07	10,79	11,14	10,93	11,07	11,14	11,14	10,93	10,93
Index			185,59	186,34	189,46	189,98	190,08	188,51	189,38	190,03	190,85	190,46	193,08	190,35	190,35
Ledstierman	2005-06-14	Financials	4,32	4,2	4,16	4,05	4,16	4,15	4,12	4,15	4,15	4,13	4,06	4,09	4,09
Index			321,38	324,84	325,1	324,23	324,4	325,93	328,49	327,83	329,05	331,01	331,34	331,46	331,46
Mandator	2005-11-14	Informationsteknologi	1,49	1,47	1,57	1,53	1,54	1,6	1,55	1,54	1,56	1,61	1,66	1,76	1,76
Index			266,51	264,19	262,56	262,63	263,77	265,04	265,93	264,96	266,58	266,27	269,95	270,74	270,74
Modul1	2005-09-08	Informationsteknologi	0,95	0,94	0,94	0,93	0,95	0,95	0,97	0,95	0,95	0,94	0,95	0,95	0,95
Index			256,01	255,92	253,37	254,33	255,67	257,46	259,25	266,08	266,39	266,7	266,92	266,19	266,19
New Science	2005-12-13	Financials	1,47	1,45	1,42	1,38	1,38	1,36	1,38	1,33	1,33	1,36	1,32	1,27	1,27

Södertörns högskola
 Institutionen för ekonomi och företagande
 Företagsekonomi, D-nivå
 Handledare: Curt Scheutz
 Vårterminen 2006

Krister Jakobsson, 820809
 Rasmus Christenson, 781201

Trelleborg	2005-06-09	Industri	115,5	114,5	115,5	115,5	114	114,5	113,5	114	114	114	112,5	113,5
<i>Index</i>			231,12	231,36	229,45	227,52	229,82	232,19	232,43	234,66	236,86	237,42	236,03	238,05
Wedins	2004-11-11	Sällanköpsvaror - och tjänster	14,21	13,804	13,804	13,404	13,604	13,204	13,404	14,204	13,604	13,604	13,804	14,004
<i>Index</i>			445,9	439,52	441,31	444,83	445,42	445,67	451,73	455,01	453,15	455,91	458,66	456,31
Will.Sonesson	2005-03-18	Industri	29,7	29,3	28,6	28,5	28,1	28,3	28,4	28,2	28,3	28	28,1	28,8
<i>Index</i>			233,46	234,71	237,67	239,13	235,34	235,61	234,07	233,96	235,89	234,42	234,9	233,54

9.3 Bilaga 3

– Avgående samt tillträdande VD:s namn och attribut

Företag	Namn tillträdande	Namn Avgående	Alder tillträdande	Alder avgående	Antal år på posten	Ersättning avgående
ABB	Fred Kindle	Jurgen Dormann	47	64	2,3	5523
Academedia	Markus Strömberg	Lars G Mattsson	37	52	3,1	1324
Addnode	Bo Strandberg	Lars Save	49	51	2,5	300
Anoto	Örjan Johansson	Anders Tormod	45	41	1,0	1611
AssaAbløy	Johan Molin	Bo Dunkins	46	51	2,7	15000
AstraZeneca	David R Brennan	Tom McKillop	51	62	6,3	17979
Axfood	Anders Strålmán	Mats Jansson	52	54	4,5	12619
Billerud	Per Lindberg	Peter Davidsson	46	54	0,2	2484
Biolin	Fredrik Lindgren	Per Spångberg	34	39	2,4	1200
Bossmedia	Johan Berg	Peter Bertilsson	46	44	4,1	2567
Cardo	Peter Aru	Kjell Svensson	49	57	8,3	3931
Castellum	Håkan Heiström	Lars Erik Jansson	49	60	5,8	5592
Confidence	Thomas Wahlgren	Peter Richards	46	41	3,3	1008
Custos	Mats Gustafsson	Anders Larsson	39	62	2,9	1588
Displayit	Hans Dahlin	Svante Lundqvist	39	57	0,6	1770
Elekta	Tomas Puusepp	Laurent Leksell	50	53	19,0	7920
Feelgood	Eva Rooth	Morten Werner	57	56	2,5	1497
Fenix outdoor	Ulf Gustafsson	Kjell Apelqvist	50	58	13,0	909
Gunnebo	Göran Gezelius	Bjarne Holmqvist	55	60	12,7	6695
Haldex	Joakim Olsson	Claes Wannander	40	62	17,0	3700
HL-display	Gerard Dubuy	Anders Remius	44	58	23,0	1883
Höganäs	Alrik Danielsson	Claes Lindqvist	43	55	14,0	10201
Investor	Börje Ekholm	Marcus Wallenberg	42	49	6,0	10610
Karbio	Per-Olof Wallström	Björn O Nilsson	54	49	4,1	2743
Ledstjärnan	Alf Blomqvist	Johan Wachmeister	49	56	5,8	1807

Mandator	Anders Velandar	Niklas Flyborg	45	43	7,9	2607
Modul1	Peter Wranéus	Christer Bergqvist	38	53	2,4	2595
New Science	Sverker Littorin	Claes Friberg	50	33	2,2	770
Nexus	Christina Detlefsen	Mikael Jacobsson	56	49	8,0	1171
Note	Kjell-Åke Andersson	Erik Stenfors	59	39	6,0	1118
Observer	Niklas Flyborg	Robert Lundberg	43	57	13,0	6269
Onetocom	Michael Freudental	Ove Kristensen	41	43	1,5	2042
Oriflame	Magnus Brännström	Sven Mattson	39	44	4,2	4258
Paynova	Lars Ekstedt	Johan Waxberg	49	44	0,8	967
Pergo	Anthony Sturuss	Göran Bernhoff	59	59	1,4	4677
Proact IT Group	Olof Sand	Henrik Holm	45	41	1,8	3292
ScanMining	Olof Widigsson	Jan Pettersson	58	48	0,3	0
SEB	Annika Falkengren	Lars H Thunell	43	57	8,0	15897
Studsвик	Magnus Groth	Hans-Bertil Håkansson	42	54	3,7	3508
Switchcore	Per Andersson	Henric Isacson	45	42	4,3	1291
Teligent	Pekka Peltola	Ulf Lindstén	44	45	3,3	1500
Thalamus	Fredrich Dahlman	Johan Bergman	52	45	0,5	1132
Tivox	Jan Orest	Mats Ivarsson	61	42	1,3	1889
Trelleborg	Peter Nilsson	Fredrik Arp	39	52	6,3	12877
Wedins	Ingrid Osmundsen	Roland Nilsson	44	55	2,0	3156
Will.Sonesson	Lennart Nylander	Bo Håkansson	59	59	1,6	1954