

Södertörns högskola | Institutionen för ekonomi och företagande  
Kandidatuppsats 15 hp | Finansiering | Vårterminen 2013

# **En eventstudie om VD-bytets påverkan på aktiekursen**

Av: Cansel Köylüoglu och Zuher Rajpar  
Handledare: Ogi Chun

## Sammanfattning

<b>Titel</b>	En eventstudie om VD-bytets påverkan på aktiekursen
<b>Ämne</b>	Företagsekonomi C, finansiering 15 hp
<b>Författare</b>	Cansel Köyluoğlu och Zuher Rajpar
<b>Handledare</b>	Ogi Chun
<b>Examinator</b>	Cheick Wagué
<b>Nyckelord</b>	VD-byte, eventstudie, abnormal avkastning, effektiva marknadshypotesen, agentteorin
<b>Syfte</b>	Syftet med uppsatsen är att genom en eventstudie undersöka vilken påverkan VD-byten har haft på aktiekursens upp- och nedgångar beroende på företagsstorlek samt frivillig eller ofrivillig avgång.
<b>Metod</b>	Undersökningen utgår ifrån en eventstudie där urvalet består av 63 företag som är tagna ur OMX Nordic där det har skett ett VD-byte mellan åren 2005-2013. Eventstudiens estimeringsfönster innefattar 60 dagar innan eventfönstrets 11 dagar. En hypotesprövning har gjorts för att beräkna om det finns ett samband mellan händelsen och aktiekursen.
<b>Teori</b>	Studien är baserad på den effektiva marknadshypotesen, agent teori och CEO turnover teorin.
<b>Slutsats</b>	Undersökningen visar att samband inte kan dras utifrån hypotesprövningarna vid ett tillkännagivande av ett VD byte och aktiekursen.

## **Abstract**

<b>Title</b>	An event study on the impacts of CEO turnovers on the share price
<b>Subject</b>	Bachelor thesis in Business administration
<b>Authors</b>	Cansel Köyluoğlu and Zuher Rajpar
<b>Advisors</b>	Ogi Chun
<b>Examiner</b>	Cheick Wagué
<b>Keyword</b>	CEO Turnover, event study, abnormal returns, efficient capital market hypothesis, agent theory
<b>Purpose</b>	The purpose of this study is that through an event study examines the impact of CEO departure has on the stock price depending on company size and if the departure was voluntary or not.
<b>Methods</b>	The study is based on an event study where the sample consists of 63 firms which are taken from the OMX Nordic, where there has been a change of CEO turnover between 2005 and 2013(first quarter). The event study is based on an estimated window which includes 60 days before the event and an event window which is based on 11 days. A hypothesis testing has been done to calculate if there is a connection between the event and the share price.
<b>Theoretical</b>	The study is based on the efficient capital market hypothesis, agent theory and CEO turnover.
<b>Conclusion</b>	The survey shows that the link can't be drawn from the hypothesis between an announcement of a CEO turnover and the stock price.

## Begreppsdefinitioner och förkortningar

- *OMX Nordic* – ett börsindex för den Nordiska börsen.
- *ARit* – Den abnormala avkastningen för eventstudien
- *Rit* – Den verkliga/faktiska avkastningen
- *Rmt* – Den förväntade avkastningen
- *CAR* – Den kumulativa abnormala avkastningen
- *CAAR* – Den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen
- $\alpha$  – Alfa
- $\beta$  – Beta
- *H0* – Nollhypotes
- *H1* - Mothypotes

## Förord

Studien är en kandidatuppsats inom finansiering, skriven vid Södertörns högskola. Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Ogi Chun som har bidragit med värdefulla tips under uppsatsens gång. Dessutom vill vi tacka våra opponenter som tagit sin tid att läsa uppsatsen ett flertal gånger där de har bidragit med konstruktiv kritik för genomförandet av studien.

Institutionen för Ekonomi och företagande, Södertörns högskola  
2013-05-29

*Cansel Köylüoglu*

---

Cansel Köylüoglu

*Zuher Rajpar*

---

Zuher Rajpar

## Innehållsförteckning

1. Inledning .....	8
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemdiskussion .....	9
1.3 Problemformulering .....	10
1.4 Syfte .....	10
1.5 Avgränsning .....	10
2. Metod .....	12
2.1 Tillvägagångssätt .....	12
2.1.1 Datainsamling .....	12
2.1.2 Frivilligt/Ofrivilligt .....	12
2.1.3 Small-, Mid- och Large Cap .....	12
2.2 Eventstudie.....	13
2.2.1 Eventfönster .....	13
2.2.2 Estimeringsfönster .....	13
2.3 Modeller för beräkning av överavkastning .....	14
2.3.1 Abnormal avkastning .....	14
2.3.2 Beräkning av faktisk avkastning .....	14
2.3.3 Beräkning av marknadens förväntade avkastning .....	15
2.3.4 Justerad avkastningsmodell.....	15
2.4 Överavkastning .....	16
2.4.1 Genomsnittlig abnormal avkastning .....	16
2.4.2 Beräkning av CAAR .....	16
2.5 Hypotesprövning .....	17
2.6 Metoddiskussion .....	18
2.6.1 Reliabilitet.....	18
2.6.2 Validitet.....	18
2.6.3 Bortfall .....	19
2.7 Metod- och källkritik .....	19
3. Teorier.....	21
3.1 Den effektiva marknadsteorin (Efficient capital markets).....	21
3.1.1Svag Effektivitet .....	21
3.1.2 Semistark Effektivitet .....	21
3.1.3 Stark effektivitet.....	21
3.2 CEO turnover .....	22
3.3 Agent teorin.....	23
3.4 Tidigare forskningar.....	24
3.5 Tidigare uppsatser .....	24
4. Empiri.....	26
4.1 Resultatredovisning.....	26
4.1.1 Resultat för hypotes 1 .....	27
4.1.2 Resultat för hypotes 2 .....	29
4.1.3 Resultat för hypotes 3 .....	31
5. Analys.....	33
5.1 Samtliga företag .....	33
5.2 Frivillig och ofrivillig avgång .....	33
5.3 Företagssektor .....	34
6. Slutsats .....	36
6.1 Slutdiskussion .....	37
6.2 Förslag till vidare forskning .....	37

7. Källor .....	38
7.1 Litteratur.....	38
7.2 Artiklar .....	38
7.3 Otryckta källor .....	39
7.4 Tabellförteckning .....	41
8. Bilagor .....	42
8.1 Bilaga 1 – VD-byte för samtliga företag.....	42
8.2 Bilaga 2 .....	44
8.3 Bilaga 3 – Normal avkastning.....	46
8.4 Bilaga 4 – Abnormal avkastning för samtliga företag .....	47
8.5 Bilaga Pressmeddelanden .....	50
8.5.1 Small-cap .....	50
8.5.2 Mid-cap .....	50
8.5.3 Large-cap .....	51

# 1. Inledning

---

*I detta avsnitt behandlas bakgrunden till det valda ämnet, problemdiskussionen, problemformuleringen för att därefter beskriva syftet med studien liksom de avgränsningar som gjorts. Inledningskapitlet avslutas med en dispositionsdel som beskriver uppsatsens uppbyggnad.*

---

## 1.1 Bakgrund

Verkställande direktören representerar företagets ansikte utåt och utses av organisationens styrelse, vilket gör att ledarskapet mellan VD:n och styrelsen fördelas. I och med att VD:n har ett brett ansvarsområde är det viktigt att denne förmedlar ett gott intryck till aktieägarna. Ansvaret för VD:n är även att se till att organisationen kan anpassa sig till olika situationer såsom konjunktursvängningar.<sup>1</sup>

Beroendepå vilket intryck VD:n ger, kan det leda till framgångar för företaget men även osäkerheter vilket gör att det kan påverka framtida kursutvecklingar. Numera handlar det inte bara om att leda företagen utan att även se till att stärka aktiekursen.<sup>2</sup> Om VD:n inte uppfyller de förväntningarna som ställs, finns det risk att denne blir tvungen att lämna sin post. Några anledningar till att ett VD-byte sker kan vara allt ifrån att VD:n är inblandad i skandaler till att denne inte uppnått de uppsatta finansiella målen. En annan orsak kan vara att styrelsen vill ha generationsväxlingar, d.v.s. få in nytt tänk i företaget och kan därför välja att byta ut nuvarande VD.<sup>3</sup>

I dagsläget har majoriteten av samtliga företag i Sverige som är börsnoterade en skyldighet att offentliggöra all information som har kurspåverkande effekt till allmänheten.<sup>4</sup> Detta kan relateras till den effektiva marknadshypotesen som nämner att olika former av nyheter påverkar aktiekursen. Det kan vara allt ifrån ett VD-byte till andra faktorer som har aktiekurspåverkande effekter som en investerare bör känna till, vilket förklaras utförligare under CEO turnover teorin. Syftet med detta är att aktörerna på marknaden skall få en rättvis och trovärdig bild av företaget där informationen är tillförlitlig.<sup>5</sup> Reglerna för börsnoterade företag är att ge snabb, tydlig och relevant information för att investerare ska kunna värdera företaget.<sup>6</sup> Enligt den effektiva marknadshypotesen reagerar aktörer på marknaden utifrån informationen som finns offentligt och på så sätt kan man se dess effekt på aktiekursen.<sup>7</sup>

Under de senaste decennierna har VD:ns roll förändrats och det har blivit allt vanligare att VD:n byts ut med jämna mellanrum. Under 2001 var snitttiden för en VD att sitta på sin post på ungefär tre och ett halvt år jämfört med sjuttioalet då en VD satt på sin post i närmare tio år.<sup>8</sup> Mellan juni 2010 och maj 2011 ökade andelen VD-byten från 12 till 17,3 procent.<sup>9</sup> Ett företag där aktiekursen påverkades hårt av ett VD-byte är Securitas. VD-bytet inträffade år 2006 och medförde en nedgång på aktiekursen med 15 kronor vilket motsvarar en sänkning med 12,7 procent.<sup>10</sup> Varför sjönk aktiekursen så avsevärt? En fråga

---

<sup>1</sup> [http://www.expowera.se/mentor/foretaget/styrelsearbete\\_vd.htm](http://www.expowera.se/mentor/foretaget/styrelsearbete_vd.htm) (2013-04-02)

<sup>2</sup> Veckans affärer, Vd-karusellen skadar företaget (2013-04-03)

<sup>3</sup> <http://www.hhs.se/se/BusinessAndSociety/Press/pressmeddelanden/Pages/press20100616.aspx> (2013-05-16)

<sup>4</sup> [http://www.fi.se/upload/30\\_Regler/60\\_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning\\_2011\\_111219.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/60_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning_2011_111219.pdf) (2013-04-18)

<sup>5</sup> Ibid (2013-04-17)

<sup>6</sup> [http://www.fi.se/upload/30\\_Regler/60\\_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning\\_2011\\_111219.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/60_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning_2011_111219.pdf) (2013-04-06)

<sup>7</sup> Eugene F Fama , 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol 46

<sup>8</sup> DN, Vd-byte ingen garanti för bra kursutveckling (2013-04-04)

<sup>9</sup> Chef, Vd-stolen har blivit allt mer av en katapultstol (2013-04-04)

<sup>10</sup> [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE401](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE401) (2013-04-27)

som dyker upp är om ett VD-byte alltid leder till en nedgång i aktiekursen eller finns det vissa undantag då ett VD-byte leder till positiva effekter i aktiekursen?

I en artikel<sup>11</sup> lyfter forskaren upp de faktorer som är avgörande för om det är en frivillig eller ofrivillig avgång, samtidigt som forskarna Dedman och Lin<sup>12</sup> presenterar hur aktiekursen reagerar vid tillkännagivandet av ett VD-byte beroende på orsaken till avgången. Dessa artiklar behandlas vidare i uppsatsen.

## 1.2 Problemdiskussion

Då företagen är olikartade vad gäller mål och struktur, gäller de att ta reda på vilka mekanismer som är avgörande för aktiekursen. I en studie beskriver forskarna Kaplan et al<sup>13</sup> vilken påverkan amerikanska bolag haft på aktiekursen vid ett eventuellt VD byte. Då ett VD-byte uppstår ger detta upphov till förändringar vilket bidrar till reaktioner. Även externa effekter i form av valutakursförändringar, ränteförändringar och lågkonjunktur har en avgörande roll vad gäller aktiekursen.

Företagets finansiella resultat före ett VD-byte resulterar i en förklaring till hur aktiekursen påverkas efter avgången. En åtgärd som styrelsen kan ta till är att byta ut VD:n för att se förbättrat resultat eller om det har uppstått konflikter inom organisationen men även för att en annan kandidat anses som mer lämplig för tjänsten.<sup>14</sup> Ett VD-byte behöver inte alltid leda till positiva förändringar i aktiekursen. En VD som har haft ett stort inflytande och tilltro uppfattats som tillförlitlig av aktieägarna kan vara en anledning till att aktiekursen fått negativa marknadsreaktioner.<sup>15</sup> Forskarna Dedman och Lin<sup>16</sup> konstaterar att oavsett om VD:n avgått frivilligt eller ofrivilligt så leder det till en sjunkande aktiekurs, till skillnad från tidigare studier där forskarna poängterar att avgångar som sker pga. uppsägning eller att VD:n får ett nytt jobb tenderar att ge negativa marknadsreaktioner. I studien benämner forskarna även att företagen kan ge information i form av goda nyheter till allmänheten för att motverka att VD-avgången skall påverka aktiekursen.<sup>17</sup>

Då de tidigare studierna skiljer sig åt med tanke på att de har tagit hänsyn till andra variabler, exempelvis VD-byten i samband med big bath eller genusperspektiv där könsrelaterade frågeställningar ställts, ger detta en möjlighet till författarna att studera VD-byten utifrån andra faktorer. Variablerna som denna studie kommer att behandla är frivillig eller ofrivillig avgång samt företagets storlek. De tidigare studierna har behandlat den svenska aktiemarknaden under tidigare år vilket ger ett tillfälle för författarna till denna studie att behandla den nordiska aktiemarknaden under senare åren d.v.s 2005-2013 (första kvartalet). Med tanke på att tidigare studier av bl.a. Dedman och Lin som har studerat liknande ämne men där studien har behandlat avgångarna i Storbritanien under tidigare år så medför detta att resultatet jämförs med tidigare studier<sup>18</sup> för att kunna dra en generell slutsats.

---

<sup>11</sup> Mark R. Huson, Robert Parrino, Laura T. Starks, 2002, *Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective*, The Journal of Finance Vol 56

<sup>12</sup> Elisabeth Dedman, Stephen W.-J Lin, 2011, *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, Vol 8

<sup>13</sup> Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2008). *How Has CEO Turnover Changed?* University of Chicago, Ohio State University.

<sup>14</sup> Elisabeth Dedman, Stephen W.-J Lin, 2001, *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, vol 8

<sup>15</sup> Stewart D. Friedman, Harbir Singh, 1989, *CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content*, The Academy of Management Journal, vol 32

<sup>16</sup> Elisabeth Dedman, Stephen W.-J Lin, 2001, *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, vol 8

<sup>17</sup> Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2008). *How Has CEO Turnover Changed?* University of Chicago, Ohio State University.

<sup>18</sup> Helen Öz, Helen Khasho, 2012, *VD bytets påverkan på aktiekursen: Beroende på företagets finansiella resultat, avgångstyp samt företagsstorlek*, Södertörn högskola

### 1.3 Problemformulering

- Finns det något samband mellan aktiekursen och VD-byten.
- Påverkas aktiekursen beroende på:
  - Frivillig eller ofrivillig avgång
  - Företagets storlek (small, mid-, och large Cap)

### 1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att genom en eventstudie undersöka vilken påverkan VD-byten har haft på aktiekursens upp- och nedgångar beroende på företagssektor samt frivillig eller ofrivillig avgång.

### 1.5 Avgränsning

Studien grundas på totalt 63 företag där historisk data för samtliga företag är tagna från Nasdaq OMX Nordic under perioden 2005-2013 (första kvartalet). Fokuset i uppsatsen skildras utifrån företagssektorsamt avgångstyp för respektive företag. I och med att det finns både öppningskurs och stängningskurs bland historisk data, har stängningskursen tagits i beaktning då öppningskursen för aktierna inte finns tillgängliga mellan åren 2005-2007.

## 1.6 Disposition

### Kapitel 1 - Inledning

- I detta avsnitt behandlas bakgrunden till det valda ämnet, problemdiskussionen, problemformuleringen för att därefter beskriva, syftet med studien liksom de avgränsningar som gjorts. Inledningskapitlet avslutas med en dispositionsdel som beskriver uppsatsen som uppbyggnad.

### Kapitel 2 - Metod

- I detta avsnitt beskriver författarna studiens tillvägagångssätt för att uppfylla syftet och en beskrivning över hur datainsamlingen samlats in samt en förklaring av eventstudien.

### Kapitel 3 - Teori

- I det här kapitlet tas den effektiva marknadsteorin, CEO turnover, agent teorin upp. Vidare presenteras även tidigare forskningar som är relaterat till ämnet.

### Kapitel 4 - Empiri

- I detta kapitel presenteras en sammanställning av undersökningens resultat som följs av hypoteser som ligger till grund för analysdelen. Resultatet redogörs i form av diagram och beskrivande text.

### Kapitel 5 - Analys

- I det här avsnittet analyseras datan som presenterades under empirin. Jämförelser kommer att dras från resultatet av empirin till teorierna och tidigare studier som introducerades i teorikapitlet.

### Kapitel 6 - Slutsats

- I det här kapitlet presenteras slutsatsen utifrån undersökningen som har gjorts där analysen ligger till grund för att kunna dra paralleller mellan syfte och empiri. Avslutningsvis ges ett antal förslag för fortsatta studier som kan vara intressanta att genomföra.

## 2. Metod

---

*I detta avsnitt beskriver författarna studiens tillvägagångssätt för att uppfylla syftet och en beskrivning över hur datainsamlingen samlats in samt en förklaring av eventstudien.*

---

### 2.1 Tillvägagångssätt

#### 2.1.1 Datainsamling

Undersökningen innefattar 63 företag som är börsnoterade på OMX Nordic. Studien utgår ifrån sekundärdata i form av information och pressmeddelanden från företagens hemsidor, årsredovisningar och tidningsartiklar. För att en eventstudie skall vara relevant i detta sammanhang så har författarna valt att använda sig av följande kriterier:

- Företagen ska vara börsnoterade på OMX Nordic
- Information om historiska aktiekurser samt historiska index skall vara tillgängligt från Nasdaq OMX
- VD-bytet skall ha skett under intervallet 2005-2013 (första kvartalet)
- Anledningen till VD-bytet skall finnas tillgängligt för allmänheten

Ett annat krav som ställs av författarna är att företagets handelsvaluta skall utgå ifrån svenska kronor (SEK) då valutaförändringar kan påverka resultatet och har därmed förbisetts.

Utifrån databaserna och pressmeddelanden ska studien urskilja tre faktorer till de bakomliggande orsakerna till att ett VD-byte sker. Informationen förutsätter om VD-bytet skett frivilligt eller ofrivilligt samt beroendepå företagssektor. Studien är av kvantitativ metod då datainsamlingen är mätbar och grundas på hård data för att fastställa statistiska former med utgångspunkter från testbara hypoteser för att sedan tillämpas vid en eventstudie.<sup>19</sup>

#### 2.1.2 Frivilligt/Ofrivilligt

En VD avgång kan förekomma i två former, nämligen frivillig eller ofrivillig avgång. Med frivillig avgång så menar författarna att VD:n har begärt att få lämna sin post eller att denne har andra anledningar till att byta tjänst. Det kan även innebära att VD:n går i pension, blir sjukskriven etc.

Det som kännetecknar en ofrivillig avgång är att ledningen är missnöjd med Vd:ns prestanda vilket kan vara i form av att denne inte uppnått de uppsatta finansiella målen som ledningen satt upp. Även när VD:n lämnat in sin egen avskedsansökan, betraktar författarna det som en ofrivillig avgång då denne haft bakomliggande skäl till detta i och med att det oftast inte står i pressmeddelanden om att t.ex. en VD tvingats avgå. Det förekommer att företagen vinklar VD-avgången till sin egen fördel och får det att låta som att VD:n avgick frivilligt. Detta har författarna tagit hänsyn till och utgått från att informationen som finns i pressmeddelanden är sann.

#### 2.1.3 Small-, Mid- och Large Cap

Företagen som behandlas i undersökningen grundar sig på vilkensektor de tillhör utifrån OMX Nordic, vilket är small, mid- och large Cap. Detta har tillämpats för att kategorisera företagen utifrån företagets marknadsvärde. Som tidigare nämnts har företagen valts utifrån svensk handelsvaluta men däremot de företag som inte har svensk handelsvaluta betraktar författarna det som bortfall.

---

<sup>19</sup>Olsson & Sörensen, 2007, sid 14

## 2.2 Eventstudie

Eventstudier används främst inom ekonomi och härleds utifrån finansiell marknadsdata för att mäta effekterna av händelser som påverkar marknadsvärdet.<sup>20</sup> Några tidigare exempel på när en eventstudie används är vid sammanslagningar eller för att se om det förekom överavkastningar vid ett företagsförvärv. Med hjälp av eventstudien kan man få fram ett samband av ett antal händelser. Fokuset i undersökningen ligger på att mäta huruvida händelsen d.v.s. VD-bytet påverkar aktiekursen. På det sättet skall en abnormal avkastning beräknas.<sup>21</sup> Med detta menar författarna ifall aktiekursen påverkas positivt eller negativt.

Eventstudien i denna undersökning innefattar ett händelsefönster och ett estimeringsfönster. Syftet med studien är att uppskatta aktiekursen under eventfönstret, d.v.s. fem dagar före och fem dagar efter eventdagen. Dagarna innan händelsedagen är viktiga att ta med i beaktning då marknaden kan få tag på informationen om VD-bytet innan offentliggörandet.<sup>22</sup>

### 2.2.1 Eventfönster

Eventfönstret innefattar dagarna innan och efter offentliggörandet av VD-bytet. Händelsedagen innefattar dagen då pressmeddelandet om VD-bytet har offentliggjorts och detta betecknas som dag noll (0). Som tidigare nämnts är det viktigt att ta hänsyn till att marknaden kan få tag i informationen tidigare än offentliggörandet om att ett VD-byte skett.<sup>23</sup> Med hänsyn till detta har därför eventfönstret breddats ut så långt som möjligt och som är relevant för studien, då andra aktiekurspåverkande faktorer inte skall inkluderas i detta fönster.<sup>24</sup> Studiens eventfönster sträcker sig fem dagar före till fem dagar efter händelsedagen och detta ger ett underlag för att kunna beräkna den verkliga avkastningen för varje dag inom eventfönstret.

### 2.2.2 Estimeringsfönster

Estimeringsfönstret behandlar ett tidsperspektiv före händelsen och skall på så sätt ange den normala avkastningen. Estimeringsfönstret omfattar antalet fler dagar gentemot händelsedagen då den ska visa aktiekursen innan händelsen har skett. Strong<sup>25</sup> skriver i sin artikel att tidigare studier har baserat sitt estimeringsfönster på 60 till 600 dagar. Författarna bedömer att ett estimeringsfönster på 60 dagar är en relevant tidsperiod för att avspegla den normala avkastningen. Nackdelen med att ta ett för långt estimeringsfönster är att resultaten kan påverkas av mindre betydelsefulla och aktiekurspåverkande faktorer som kan vara tätt inpå tillkännagivandet av ett VD-byte. I estimeringsfönstret beräknas den förväntade avkastningen som sedan jämförs med den verkliga avkastningen.<sup>26</sup>

---

<sup>20</sup> MacKinlay Craig A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Mar 1997, vol. 35

<sup>21</sup> Ibid

<sup>22</sup> Michael H. Lubatkin, Kae H. Chung, Ronald C. Rogers, James E. Owers, 1989, *Stockholders reaction to CEO changes in large corporations*, The Academy of Management Journal, vol 32

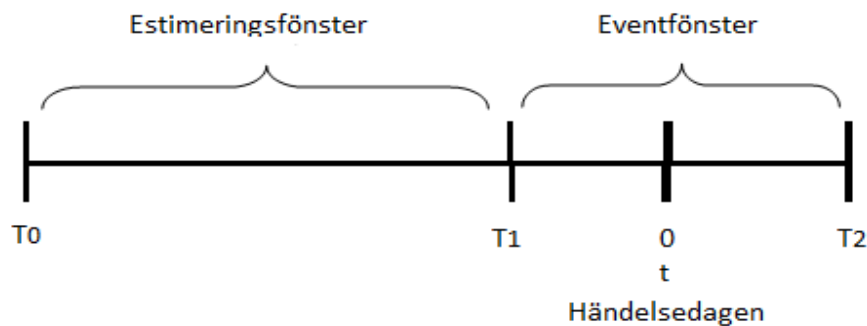
<sup>23</sup> Michael H. Lubatkin, Kae H. Chung, Ronald C. Rogers, James E. Owers, 1989, *Stockholders reaction to CEO changes in large corporations*, The Academy of Management Journal, vol 32

<sup>24</sup> MacKinlay Craig A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Mar 1997, vol. 35

<sup>25</sup> Norman Strong, 1992, *Modelling Abnormal Returns: a review article*, Journal of Business Finance & Accounting, 19 (4)

<sup>26</sup> MacKinlay Craig A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Mar 1997, vol. 35

Figur 2.1 Tidslinje. Egen figur



Där:

- T0 till T1 är estimeringsfönstret, i studiens fall 60 dagar
- T1 till T2 är eventfönstret, alltså 5 dagar före och 5 dagar efter eventdagen
- T=0 är händelsedagen

## 2.3 Modeller för beräkning av överavkastning

### 2.3.1 Abnormal avkastning

Den abnormala avkastningen värderar hur en specifik händelse påverkar aktiekursen. För att beräkna normal avkastning har författarna valt att använda sig av marknadsmodellen. Beräkningen av den normala avkastningen har skett varje dag inom estimeringsfönstret. Utifrån detta kan ett geometrisk medelvärde beräknas. Efter kalkyleringen av det geometriska medelvärdet kan skillnaden av den verkliga avkastningen och det geometriska medelvärdet visa den abnormala avkastningen för de 11 eventdagarna.<sup>27</sup>

Formel 2.1 Abnormal avkastning

$$AR_{i,t} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})^{28}$$

$AR_{i,t}$  = Abnormal (Onormal) avkastning för undersökt dag

$R_{it}$  = Verklig avkastning för undersökt dag

$R_{mt}$  = Förväntad avkastning för undersökt dag

$\alpha_i$  = Alfa 0

$\beta_i$  = Beta 1

### 2.3.2 Beräkning av faktisk avkastning

Den verkliga avkastningen har beräknats utifrån antalet dagar som innefattar eventfönstret vilket i det här fallet består av 11 dagar. Den verkliga avkastningen skall visa huruvida händelsen har påverkat aktiekursen.

<sup>27</sup> Seth Armitage, 1995, *Event Study methods and evidence on their performance*, Journal of Economic Surveys, vol. 8

<sup>28</sup>Ibid

### Formel 2.2 Faktisk avkastning

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - (P_{it} - 1))}{P_{it} - 1}$$

$R_{it}$  = Faktiska avkastningen för undersökt dag

$P_{it}$  = Stängningskursen för aktien vid tidpunkten t

$P_{it-1}$  = Stängningskursen för aktien dagen innan t

### 2.3.3 Beräkning av marknadens förväntade avkastning

För att beräkna den normala avkastningen, har studien utgått ifrån ett estimeringsfönster. Perioden för estimeringsfönstret bör vara längre än själva eventfönstret och i studiens fall är den 60 dagar. För att undvika att andra faktorer ska influera mätningen är det viktigt att estimeringsfönstret och eventfönstret inte överlappar varandra.<sup>29</sup>

Marknadsindexet avspeglar kategoriernas genomsnittliga aktiekurs. Mängden på olika index förekommer som exempelvis bransch, storlek på företag etc.<sup>30</sup> Indexet till de stora bolagen är hämtade från OMXS Large Cap PI och på liknande sätt har det gjorts på Mid- och Small Cap.

### Formel 2.3 Förväntad avkastning

$$R_{mt} = \frac{((Index) - (Index_{t-1} - 1))}{Index_{t-1} - 1}$$

$R_{mt}$  = Förväntad avkastning för undersökt dag

Index = Indexets värde för undersökt dag

Index t-1 = indexets värde dagen innan undersökt dag

### 2.3.4 Justerad avkastningsmodell

I en artikel<sup>31</sup> finns det en förenklad version av marknadsmodellen vilket är den marknadsjusterade modellen. Modellen har skapats i och med att det inte alltid finns komplett data om ett specifikt företag. Formeln förutsätter att alfa är noll och beta är ett. Denna modell har tillämpats i studien då tillräcklig information inte finns att tillgå.<sup>32</sup>

### Formel 2.4 Marknadsjusterade modellen

$$AR_{i,t} = R_{it} - R_{mt}$$
<sup>33</sup>

$R_{mt}$  = avkastningen för indexet för undersökt dag

$R_{it}$  = Faktiska avkastningen för undersökt dag

---

<sup>29</sup> MacKinlay Craig A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Mar 1997, vol. 35

<sup>30</sup> [www.nasdaqomxnordic.com/index](http://www.nasdaqomxnordic.com/index) (Hämtad 2013-05-02)

<sup>31</sup> MacKinlay Craig A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Mar 1997, vol. 35

<sup>32</sup> Ibid

<sup>33</sup> Seth Armitage, 1995, *Event Study methods and evidence on their performance*, *Journal of Economic Surveys*, vol. 8

## 2.4 Överavkastning

### 2.4.1 Genomsnittlig abnormal avkastning

För att se hur en information påverkar aktiekursen sker en uträkning av AR (överavkastningen). AR beräknas genom att ta den abnormala avkastningen ( $AR_{i,t}$ ) för en dag under eventfönstret och dividera det med medelvärdet av  $AR_{i,t}$ . Den abnormala avkastningen är skillnaden mellan den förväntade och verkliga avkastningen.<sup>34</sup> Den genomsnittliga abnormala avkastningen beräknas utifrån en aggregation av AR inom eventfönstret för alla företag och det görs genom att använda  $AR_{i,t}$ . Därefter divideras det med antalet företag som i undersökningens fall består av 63 företag.

*Formel 2.5 Genomsnittlig abnormal avkastning*

$$AAR_t = \sum \frac{AR_{i,t}}{n}$$

$AAR_t$  = Genomsnittlig abnormal avkastning vid tidpunkt t

$AR_{i,t}$  = Abnormal avkastning för aktien t vid tidpunkt t

n = Antal företag

### 2.4.2 Beräkning av CAAR

För att beräkna den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen så adderar man den genomsnittliga abnormala avkastningen för de 11 dagarna som finns i eventfönstret.<sup>36</sup> CAAR innebär summan av den genomsnittliga kumulativa avkastningen under tidsperioden för alla aktiers genomsnittliga överavkastning. CAAR ger en bild över hur marknaden har reagerat under eventfönstret.<sup>37</sup>

I uppsatsen har en genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning räknas ut för samtliga företag. Beräkningen har även gjorts för företag med frivillig och ofrivillig VD-byte samt för de tre sektorerna, small, mid- och large Cap. Därefter kan man se om det uppstår någon skillnad mellan de olika gruppernas abnormala avkastning.

*Formel 2.6 Genomsnittlig kumulativ avkastning*

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{T=T_1}^{T_2} AR_{i,t}$$

Där

$T_1$  = Eventfönstrets början

$T_2$  = Eventfönstrets slut

---

<sup>34</sup> Warner & Brown (1980), Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8

<sup>35</sup> MacKinlay Craig A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Mar 1997, vol.

35

<sup>36</sup> Ibid

<sup>37</sup> Ibid

## 2.5 Hypotesprövning

”En hypotes är en språklig sats i vilken olika begrepp sätts i relation till varandra”.<sup>38</sup>

Förutsättningen för att en undersökning ska vara hypotesprövande är att kunskapen inom ett visst område skall vara tillräcklig och att genom teorier kunna härleda antaganden till verkligheten. Det centrala med att pröva hypoteser är att minimera riskerna för att andra faktorer inte ska påverka resultatet. En hypotes ska vara simpel och ska ha stor räckvidd som ska täcka andra företeelser som vanligtvis kan förekomma.<sup>39</sup>

Genomförandet av en hypotesprövning har skapats för denna studie då en nollhypotes ( $H_0$ ) och en mothypotes ( $H_1$ ) utformats. Nollhypotesen visar att det inte föreligger något samband mellan VD-bytet och aktiekursen samtidigt som mothypotesen visar det motsatta, att det finns ett samband mellan VD-bytet och aktiekursen. Utifrån detta kan man antingen godkänna nollhypotesen eller förkasta den.<sup>40</sup>

Ett statistiskt instrument som används för att testa hypoteserna är normalfördelningen och den används då man har ett urval som är större än 30 enheter.<sup>41</sup> Då uppsatsen behandlar ämnet om hur aktiekursen påverkas vid tillkännagivandet av ett VD-byte så kommer testet att vara tvåsidigt. Det innebär att ett resultat kan ha en positiv eller negativ inverkan på hypotesprövningen. Testet visar om de beräknade testvärdena ligger inom gränsvärdet. Om testvärdet ligger inom gränsvärdet så godtas nollhypotesen och om den befinner sig utanför gränsvärdet, förkastas nollhypotesen.<sup>42</sup>

I allmänhet betraktas ett konfidensintervall på 95 procent som tillräckligt tillförlitligt och innebär då att ett slumpmässigt stickprov med 95 procents sannolikhet kan beskriva hela populationen. Det ger då ett gränsvärde på 1,96 och -1,96 i varje sida av svansen. Värdet på resterande 5 procentenheterna kallas för signifikansnivå, vilket är ett relativt lågt värde och är alltså det värde som kännetecknas av den risk som finns för att felaktigt förkasta nollhypotesen.<sup>43</sup>

### Hypotes 1

$H_0 = 0$  Inget samband mellan tillkännagivandet av VD byte och aktiekursen.  
 $H_1 \neq 0$  Ett samband mellan tillkännagivandet av VD byte och aktiekursen

### Hypotes 2

$H_0 = 0$  Inget samband mellan frivillig eller ofrivillig VD-avgång på företagets aktiekurs  
 $H_1 \neq 0$  Samband mellan frivillig och ofrivillig VD-avgång på företagets aktiekurs.

### Hypotes 3

$H_0 = 0$  Inget samband mellan företagets sektor och VD-avgång på aktiekursen  
 $H_1 \neq 0$  Samband mellan företagets sektor och VD-avgång på aktiekursen

<sup>38</sup> Patel & Davidson, 2011, s.20.

<sup>39</sup> Ibid, s.20.

<sup>40</sup> Körner & Wahlgren, 2005, s 122

<sup>41</sup> Ibid, s. 137

<sup>42</sup> Ibid, s. 122-145

<sup>43</sup> Ibid, s.122-145

Beräkning av standardavvikelsen anges nedan:

*Formel 2.7 Standardavvikelse*

$$S = \sqrt{\sum \frac{(X-\bar{X})^2}{n-1}}^{44}$$

$$X = \overline{\text{CAAR}}$$

$\bar{X}$  = Medelvärdet av  $\overline{\text{CAAR}}$

$n$  = Antal företag

Efter beräkningen av standardavvikelsen, har ett z-värde beräknats, då valet för formeln av hypotesprövningen utgår ifrån att stickprovet är tillräckligt stort.<sup>45</sup> Enligt Körner och Wahlgren är ett stickprov relativt stort då antalet observationer är oberoende och när det finns minst 30 observationer i varje stickprov.<sup>46</sup>

*Formel 2.8 Z-värde*

$$Z = \frac{\bar{X} - \mu}{s/\sqrt{n}}^{47}$$

$\mu$  = Det förväntade värdet enligt  $H_0$

$\bar{X}$  = Medelvärdet av  $\overline{\text{CAAR}}$

$S$  = standardavvikelsen

$n$  = antalet dagar i eventfönstret

## 2.6 Metoddiskussion

### 2.6.1 Reliabilitet

*Reliabilitet* handlar om graden av hur tillförlitlig och stabil den presenterade och bearbetade datan är, d.v.s. att få samma resultat vid ny mätning av liknande undersökning.<sup>48</sup> Reliabiliteten blir hög om undersökningen får samma resultat vid upprepning av samma studie av andra forskare. Data som är insamlad och är bearbetade i studien är från historiska aktiekurser som är baserad på OMX Nordic och dess företagssektor, nämligen small-, mid- och large Cap. Författarna antar därför att reliabiliteten är hög med anledningen av att vid en upprepning av studien, kommer andra forskare med stor sannolikhet att få ett likartat resultat då tidigare studiers empiriska material inte har skiljt sig avsevärt. Vid framställningen av beräkningarna av modellerna ovan har författarna använt sig av Excel programmet vilket gör att några felberäkningar med miniräknaren inte har skett.

### 2.6.2 Validitet

*Validitet* är hur väl den insamlade datan som ska representera det som undersöks är lämplig, d.v.s. att mäta rätt sak.<sup>49</sup> Med tanke på att studien har ett brett urval av företag, så riskerar undersökningen att få

---

<sup>44</sup> Körner & Wahlgren, 2005, sid. 122

<sup>45</sup> Ibid, sid. 137

<sup>46</sup> Ibid, sid. 140

<sup>47</sup> Körner & Wahlgren, 2005, sid. 122

<sup>48</sup> Olsson & Sörensen, 2007, sid. 75

<sup>49</sup> Patel & Davidson, 2011, sid 101

lägre validitet då ett antal andra faktorer kan avspeglas och påverka aktiekursen vid tidpunkten då ett VD-byte har skett. Eventfönstret har avgränsats till fem dagar före och fem dagar efter eventdagen och detta för att minimera risken för att andra variabler skall påverka aktiekursen. Antalet dagar i eventfönstret är relativt stort gentemot estimeringsfönstret men då det har varit svårt att påvisa att händelsedagen har skett vid dag noll så har eventfönstret breddats ut så långt som möjligt. Eventfönstret hade kunnat reduceras med antalet dagar för att undvika att andra händelser skall influera händelsen om att ett VD-byte har skett.

### 2.6.3 Bortfall

Vid genomförandet av studien så har företag med utländsk valuta klassats som bortfall. Anledningen kring detta är för att kunna generalisera resultatet och öka reliabiliteten. Dessutom så har företag med tillfälliga VD:n också klassats som bortfall då de inte ger någon rättvisande bild och motsäger validiteten.

Företagen som klassas som bortfall är:

- *Capman* – Utländsk valuta
- *Hansen Holding* – Utländsk valuta
- *Aspo* – Utländsk valuta
- *RTX* – Utländsk valuta
- *Net Entertainment* – Tillfällig VD
- *Biohit* – Utländsk valuta
- *Artimplants* – Tillfällig VD
- *Skipti* – Utländsk valuta
- *Outokompus* – Utländsk valuta
- *Outotec* – Utländsk valuta
- *Bang o Olufsen* – Utländsk valuta
- *Icebank* – Utländsk valuta
- *Iceland Air group* – Utländsk valuta
- *Carlsberg* – Utländsk valuta

## 2.7 Metod- och källkritik

”Oavsett vilket motstånd vi har mot tabeller och siffror, kan vi inte förneka att kvantitativa tillvägagångssätt idag utgör en mycket stor och viktig del av det samhällsvetenskapliga forsknings- och utredningsarbetet.”<sup>50</sup>

Holme och Solvang beskriver i sin bok vad kvantitativ forskning handlar om. Förutsättningen är att påvisa ett samband med hjälp av ett z-test för att därefter generalisera det i verkligheten. Det huvudsakliga problemet med den kvantitativa metoden är tilltron till människor då resultatet tolkas med siffror, vilket kan leda till komplikationer och feltolkning av resultatet.<sup>51</sup>

I undersökningen har alla historiska kurser samt index blivit tagna från OMX Nordic då all historisk data finns tillgängligt för allmänheten. Dessutom så har författarna tagit del av pressmeddelandet vilket har underlättat att hitta eventdagen för respektive företag då alla företag är skyldiga att dela med sig av

---

<sup>50</sup> Holme & Solvang, 1997, sid. 149

<sup>51</sup> Ibid sid. 149

informationen.<sup>52</sup> Problematiken uppstår i samband med att vissa företag vinklar informationen till sin egen fördel vilket författarna fått ta del av. Detta leder till vissa enstaka felmarginaler då det gäller grupperingen av frivilliga och ofrivilliga avgångar. De källor som studien har använt sig av är främst otryckta källor där majoriteten härstammar från OMX Nordic, vilket i sin tur har lett författarna till de pressmeddelanden kopplade till VD-byten. Även vetenskapliga artiklar samt litteraturer har använts flitigt då de vetenskapliga teorierna beskrivs mer ordagrant i litteraturen samtidigt som de vetenskapliga artiklarna ger stöd åt resonemangen.

Undersökningen av VD-bytets påverkan på aktiekursen kan i sannolika skäl kritiseras då det inte går att med 100 procents sannolikhet påstå att det var VD-bytet som bidrog till att aktien ökade eller minskade. Det kan föreligga andra faktorer som skapat effekten vid eventdagen vilket resulterar i felmarginaler i samband med resultatet.

---

<sup>52</sup>[http://www.fi.se/upload/30\\_Regler/60\\_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning\\_2011\\_111219.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/60_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning_2011_111219.pdf) (2013-05-08)

## 3. Teorier

---

*I det här kapitlet tas den effektiva marknadsteorin, CEO turnover, agent teorin upp. Vidare presenteras även tidigare forskning som är relaterat till ämnet.*

---

### 3.1 Den effektiva marknadsteorin (Efficient capital markets)

Eugene Fama som är en känd nationalekonom beskriver i sin artikel,<sup>53</sup> hur informationen berör investerarna vilket även resulterar i deras beslutsfattande. Vad gäller investeringsbesluten så förutsätts det att informationen som nått investerare skall vara allmänt känd. Olika signaler i form av nyheter präglar aktiekursen beroende på om det är bra eller dåliga nyheter. Benämningen effektiv kännetecknas av att tre kriterier måste bli uppfyllda:

- Aktörerna på marknaden ska inte kunna påverka kursen<sup>54</sup>
- Aktörerna på marknaden ska vara oberoende av varandra<sup>55</sup>
- Priset ska regleras snabbt beroende på informationens innefattande<sup>56</sup>

Teorin förutsätter att det är nyhetsflödena som är den grundläggande faktorn vilket leder till kursutveckling i samband med ett VD-byte. Då man pratar om den effektiva marknadsteorin, finns det tre undergrupper som relateras i samband med detta, nämligen *svag*-, *semistark*- samt *stark effektivitet*.<sup>57</sup>

#### 3.1.1 Svag Effektivitet

Den svaga effektiviteten visar endast grundläggande information som är lätt att få tag i och som är riktad mot allmänheten. Ett exempel på svag effektivitet är informationen om priset på en specifik produkt eller tjänst. Med tanke på detta gynnas investerarna då informationen är lättillgänglig. Dessvärre så visar den svaga effektiviteten ingen koppling mellan kursutvecklingen vilket tenderar att öppna upp för en hel del osäkerheter som kan uppstå.<sup>58</sup>

#### 3.1.2 Semistark Effektivitet

Den semistarka effektiviteten grundas på det som den svaga effektiviteten förespråkar om, nämligen historiska data, men även offentlig information som gör det möjligt för en investerare att hitta ett samband mellan kursutvecklingarna. Den här typen av information delges i börsrapporter, årsredovisningar, kvartalsrapporter samt andra finansiella instrument som en investerare kan ta del av.<sup>59</sup>

#### 3.1.3 Stark effektivitet

Det som utmärker den starka effektiviteten gentemot den svaga och semistarka effektiviteten är att den innehåller privatinformation i form av insider information.<sup>60</sup> Insider information är den information som inte har offentliggjorts och som kan beröra ett värdepappers värde. Om informationen har en väsentlig

---

<sup>53</sup> Eugene F. Fama, 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol 46

<sup>54</sup> De Ridder, Adri, 2002, *Effektiv Kapitalförvaltning*, sid. 83

<sup>55</sup> Ibid, sid. 83

<sup>56</sup> Ibid, sid. 83

<sup>57</sup> Eugene F. Fama, 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol 46

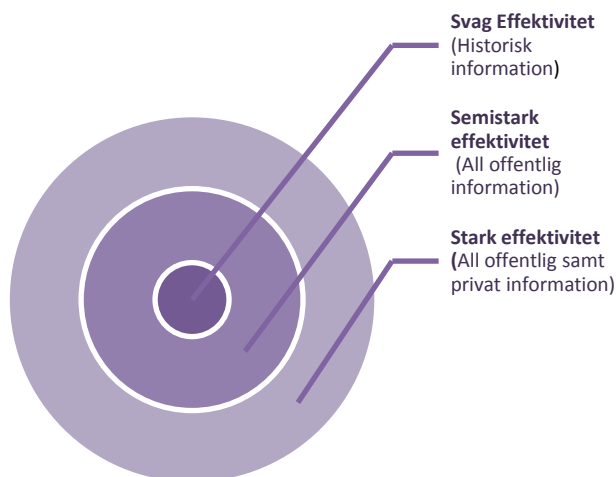
<sup>58</sup> Ross., Westerfield & Jaffe, 2002, sid. 345-346

<sup>59</sup> Ibid, sid. 345-346

<sup>60</sup> Ibid, sid. 345-346

betydelse, kan en investerare använda det här som ett underlag för ett investeringsbeslut och ta del av vinsten som uppstår.<sup>61</sup>

Figur 3.1. Den effektiva marknadsteorin



62

### 3.2 CEO turnover

Under det senaste årtiondet har bolagstyrning varit ett ämne som är lätt förknippad med VD:n där man påstår att denne är överbetald.<sup>63</sup> Khurana som är en veteran vad gäller ämnet, berättar i sin artikel<sup>64</sup> att det finns tre konsekvenser som orsakas vid ett eventuellt VD-byte. Företagets prestanda kan antingen öka, minska eller stanna kvar vid ursprungsläget där den befann sig innan VD-bytet ägde rum. I en annan artikel<sup>65</sup> har man forskat vidare på detta fenomen där den centrala utgångspunkten ligger i att det medför förändringar i beslutsfattandet då en VD avgår, vilket även kan kopplas till ledningen. All historisk data vad gäller aktiekursens mönster före och efter ett VD-byte finns tillgängligt och dokumenterat, men trots detta är sambandet relativt outforskat.<sup>66</sup> Investerare tenderar att överreagera på oförutsedda händelser vilket resulterar i att de endast väljer att ta del av den senaste informationen samtidigt som den tidigare basinformation går förlorad. En central roll vad gäller VD-byte är att undersöka om ett sådant beteende påverkar aktiekursen, som dessutom behandlas vidare i undersökningen.<sup>67</sup>

<sup>61</sup>[http://www.finanssivalvonta.fi/se/Noterade\\_bolag/Insiderregler/Vad\\_ar\\_insiderinformation/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/se/Noterade_bolag/Insiderregler/Vad_ar_insiderinformation/Pages/Default.aspx) (2013-03-02)

<sup>62</sup>Ross., Westerfield & Jaffe, 2002, sid. 345-346

<sup>63</sup>Steven N. Kaplan, Bernadette A. Minton, 2011, How Has CEO Turnover Changed? International Review of Finance vol 12

<sup>64</sup>Rakesh Khurana, 2000, *The Performance Consequences of CEO Turnover*

<sup>65</sup>Michael S. Weisbach, 1992, *Department of Finance*, University of Arizona

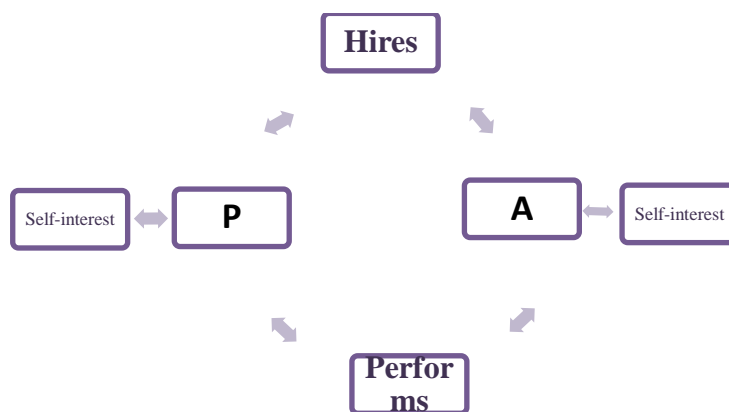
<sup>66</sup>Ibid

<sup>67</sup>Werner F. M. De Bondt, Richard Thaler, 1985, Does the Stock Market Overreact? The Journal of Finance vol 46

### 3.3 Agent teorin

Teorin har en central roll för de flesta företagen då den behandlar hur parterna i ett företag förhåller sig till varandra. Det väsentliga med denna teori är att den fokuserar från ägarnas, investerarnas och de externa intressenternas synvinkel där relationen mellan ägarna d.v.s. ledningen och cheferna står i fokus. Mary Jo Hatch beskriver agentteorin som ”ett sätt att kontrollera agenternas egennyttiga beteende för att säkerställa att principalernas intressen skyddas”.<sup>68</sup> Cheferna i denna teori kallas för agenter samtidigt som principaler är ledningen/styrelsen. Agenterna ska utefter principalens intressen agera, men vid konflikter påstår principalerna att agenter agerar utefter egen vinning. Utformningen av agent teorin är skapad för att kontrollera att agenten utför arbetet som principalen beordrat, samtidigt som principalens intressen är skyddad. För att säkerställa att agenten fullföljer sitt arbete så använder man sig av ett kontrakt som specificerar åtgärder i form av belöningar där agenten får sina intressen uppfyllda.<sup>69</sup>

Figur 3.2. Agentteori



70

Fokuset i denna teori ligger i att bestämma den mest effektiva överenskommelsen mellan parterna i ett företag. Ett VD-byte påverkar agenten på ett negativt sätt, vilket leder till höga kostnader för företaget med tanke på att företaget måste betala en viss ersättning till VD:n och därmed hitta en ersättare. Forskarna har lagt stor vikt i att studera relationer som de anser är viktiga samt själva innebörden med relationen. Relationerna kan bestå av flera former men några vanliga exempel är:

*Arbetsgivare – Arbetstagare*

*Advokat – klient*

*Köpare – säljare*

Forskarna har även försökt identifiera och analysera situationer där huvudmannen och agenten har motstridiga mål vilket öppnar upp för en hel del konflikter. Teorin kan sammanfattas med att huvudmannen ingår ett avtal med agenten där huvudmannen ger order samtidigt som agenten utför handlingen.<sup>71</sup>

<sup>68</sup> Mary Jo Hatch. (2002) ”organisationsteori-moderna, symboliska och postmoderna perspektiv”, Studentlitteratur, sid.366-368

<sup>69</sup> Ibid

<sup>70</sup> Egen bild (Agency theory)

<sup>71</sup> Schneeweiss, 2003, sid. 1-2

### 3.4 Tidigare forskning

Det finns många forskning som har gjorts inom området VD-byten. I artikeln<sup>72</sup> beskrivs relationen mellan påtvingade VD-avgångar och företagets resultat mellan åren 1971-1994. Undersökningen visar att trots att VD-byten har ökat dramatiskt under åren så har förhållandet mellan den påtvingade VD-avgången och företagets resultat inte ändrats markant. Även om egenskaperna hos en VD är unik så har detta inte avspeglats till företaget.<sup>73</sup>

Om man jämför med en annan forskning<sup>74</sup> där författarna har gjort en liknande studie som föregångarna men där undersökningen är grundad på den brittiska marknaden för 251 företag som har undersökts mellan åren 1990-1995. Deras slutsats grundas på att se vilka de bakomliggande faktorerna för ett VD-byte är, men det de kan konstatera är att marknaden reagerar negativt. En VD som lämnat sin post på ett negativt sätt eller om denne fått ett annat jobberbjudande tenderar det i att ge negativa marknadseffekter.<sup>75</sup>

Dessa artiklar behandlar påtvingade VD-avgångar men deras slutsatser skiljer sig åt. Mark R Huson et al<sup>76</sup> nämner att företaget inte påverkas av ett VD-byte till skillnad från Dedman och Lin<sup>77</sup> som nämner det motsatta och menar att det finns en signifikant relation i samband med att ett VD-byte sker. Varför dessa artiklar skiljer sig åt i sina slutsatser kan diskuteras, men överlag är empirin i artiklarna tagna från två olika marknader vilket kan förklara slutsatserna.<sup>78</sup>

James A Brickley skriver i sin artikel hur företagets resultat påverkas vid en VD-avgång. Då andra forskare studerat VD-byten i förhållande till företagets resultat, har forskaren fokuserat på små men betydande faktorer såsom åldersrelaterade frågor. I sin undersökning finner han att känsligheten av olika variabler varierar mellan olika företag. Åldern är en viktig och konsekvent variabel och har haft en potentiell kraft att förklara orsaken kring VD-avgångar och sambandet därtill. Pensionsåldern varierar allt från 55-70 år mellan olika företag. Sammanfattningsvis skriver James A Brickley att åldern är en viktig punkt för att uppskatta logiska modeller som rör VD-byten och prestationsmått.<sup>79</sup>

### 3.5 Tidigare uppsatser

#### ***Vd-bytets påverkan på aktiekursen: Beroende på företagets finansiella resultat, avgångstyp samt företagsstorlek***

Studien tar hänsyn till historiska kurser där samtliga aktiekurser och index är tagna från OMX. De valda teorierna i undersökningen är den effektiva marknadshypotesen och agent teorin där även författarna till denna studie har valt att använda sig av dessa. Deras hypotesprövningar består av frivilliga och ofrivilliga avgångar samt att de tar hänsyn till hur stort företaget är. Resultatet för studien visar ett negativt samband mellan aktiekursen och tillkännagivandet av ett VD-byte. Dessutom så uppvisar den

---

<sup>72</sup> Mark R. Huson, Robert Parrino, Laura T. Starks, 2002, Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective, The journal of finance Vol 56

<sup>73</sup> Ibid

<sup>74</sup> Elisabeth Dedman och Stephen W.-J LIN, 2011, *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, Vol 8

<sup>75</sup> Ibid

<sup>76</sup> Mark R. Huson, Robert Parrino, Laura T. Starks, 2002, Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective, The journal of finance Vol 56

<sup>77</sup> Elisabeth Dedman och Stephen W.-J LIN, 2011, *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, Vol 8,

<sup>78</sup> Ibid

<sup>79</sup> James A. Brickley, 2003, Empirical research on CEO turnover and firm-performance, Journal of Accounting and Economics 36

ett negativt samband mellan storleken på företaget där de små företagen visar upp något högre volatilitet än de större företagen och att aktiekursen sjunker mer under publiceringsdagen.<sup>80</sup>

### ***VD karusellen***

Även denna studie studerar sambandet mellan frivillig och ofrivillig avgång för att se vilken effekt den har på aktiekursen. Studien är baserad på 67 VD-avgångar från 53 olika företag mellan åren 1999-2005. Studien resulterar i att en VD-avgång inte ger upphov till osäkerheter över aktiens framtida utveckling då VD-byten är relativt vanliga på stockholmsbörsen. Av VD-avgångarna visade det sig att 87,3 procent inte var signifikanta vilket leder till att ett samband inte kan relaterats.<sup>81</sup>

De tidigare studier kring ämnet kopplas och relateras till denna studie då de behandlar VD-bytets påverkan på aktiekursen. Något som särskiljer denna studie jämfört med de resterande är att det empiriska materialet skiljer sig åt i form av årtal samt gruppering av sektorer. Tillämpningen av tidigare forskning kommer ha en stor inverkan på uppsatsen då de tidigare forskningarna har i vissa fall hittat ett samband mellan ett VD-byte och aktiekursen och i andra fall har det inte gått att se någon signifikant skillnad. De ovanstående uppsatserna har en stor inverkan på denna studie då resultaten jämförs med varandra.

---

<sup>80</sup> Helen Öz, Helen Khasho, 2012, VD bytets påverkan på aktiekursen: Beroende på företagets finansiella resultat, avgångstyp samt företagsstorlek, Södertörns högskola

<sup>81</sup> Sabina Du Rietz, Lotta Gullstrand, 2006, VD karusellen - och dess påverkan på aktieprisets volatilitet, Stockholms universitet

## 4. Empiri

---

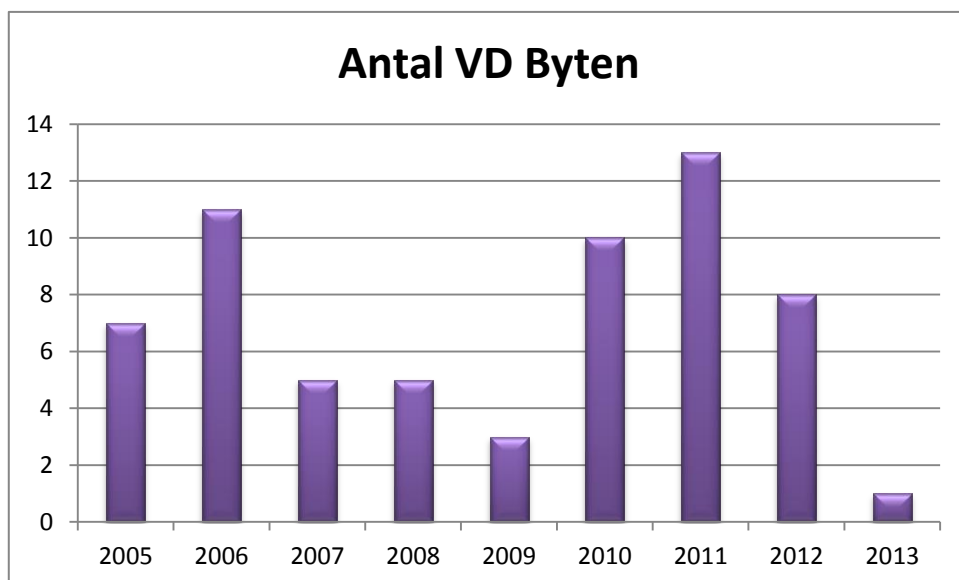
*I detta kapitel presenteras en sammanställning av undersökningens resultat som följs av hypoteser som ligger till grund för analysdelen. Resultatet redogörs i form av diagram och beskrivande text.*

---

### 4.1 Resultatredovisning

Studien innefattar företag som är listade på OMX Nordic på samtliga sektorer. Undersökningen består av 63 företag mellan åren 2005-2013 (första kvartalet) där det har skett ett VD-byte på OMX Nordic. Diagrammet nedan visar hur fördelningen sett ut för varje år under undersökningsperioden. Man kan se att under år 2011 så skedde det hela 13 VD-byten jämfört mellan åren 2007-2009 där det uppgick totalt 13 VD-byten.

*Diagram 4.1 Antal VD-byten*

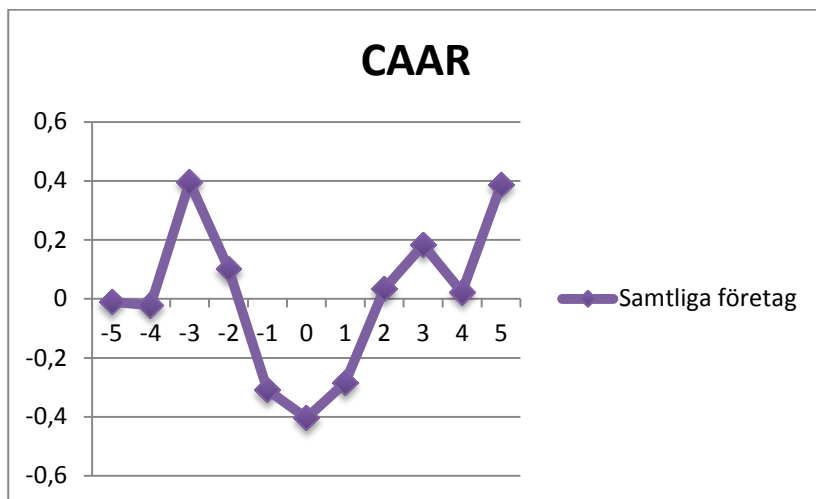


### 4.1.1 Resultat för hypotes 1

Diagrammet nedan visar hur aktiekursen förhåller sig då ett VD-byte har skett för samtliga 63 företag. Från dag -3 till eventdagen då offentliggörandet av VD-bytet har publicerats sjunker aktiekursen med 0,8 procent för att sedan återgå till den kurs som den befann sig vid dag -3 på femte dagen efter eventdagen.

Diagram 4.2 CAAR för hypotes 1

Tabell 4.1. Egna beräkningar

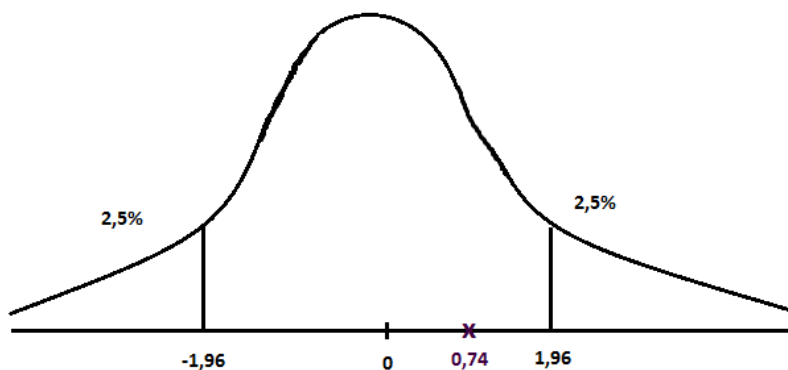


T	Samtliga företag
-5	-0,009733
-4	-0,021478
-3	0,396501
-2	0,101727
-1	-0,308468
0	-0,4040224
1	-0,284928
2	0,0338879
3	0,1834676
4	0,0226331
5	0,3858841

Den första hypotesen grundar sig på om det finns något samband mellan tillkännagivandet av ett VD-byte och aktiekursen. I samband med detta så beräknas den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen (CAAR) för att hitta en signifikant skillnad mellan dem.

Hypotes 1	
$H_0 = 0$	Inget samband mellan tillkännagivandet av VD byte och aktiekursen.
$H_1 \neq 0$	Ett samband mellan tillkännagivandet av VD byte och aktiekursen

Figur 4.1. Normalfördelningskurva 1



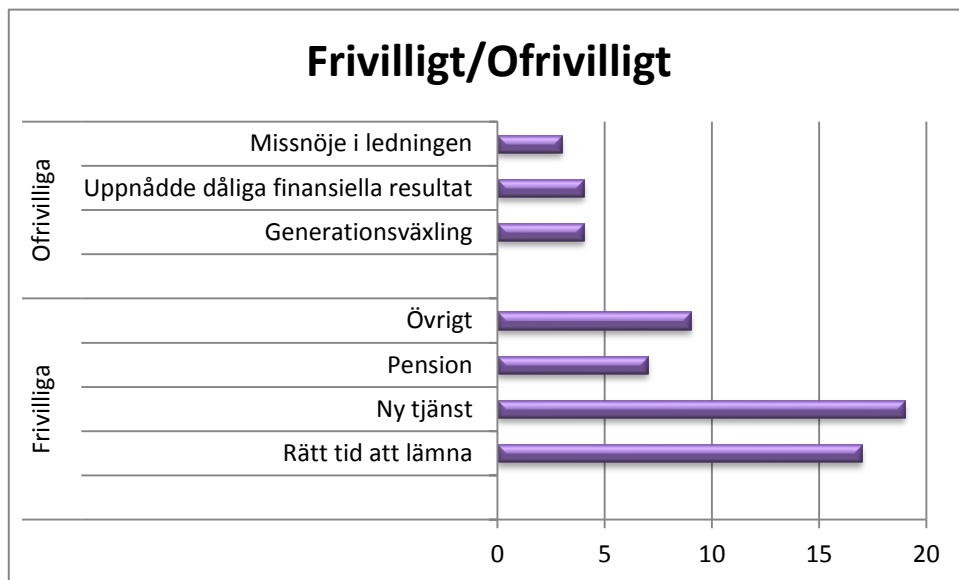
Den första hypotesen prövar om det finns ett signifikant samband mellan den genomsnittliga abnormala avkastningen (CAAR) för tillkännagivandet av VD-byte och aktiekursen. Vid beräkningen av standardavvikelsen uppgick den till 0,09 och det beräknade Z-värdet uppgick till 0,74. Z-värdet ligger inom den kritiska gränsen vilket leder till att nollhypotesen accepteras. Man kan därför dra slutsatsen att det inte finns något samband mellan tillkännagivandet av VD-bytet och aktiekursen.

<b>Standardavvikelse</b>	<b>Kritiskt värde</b>	<b>Z-värde</b>	<b>Hypotesprövning</b>
<b>0,09</b>	-1,96 +1,96	<b>0,74</b>	Acceptera H0

#### 4.1.2 Resultat för hypotes 2

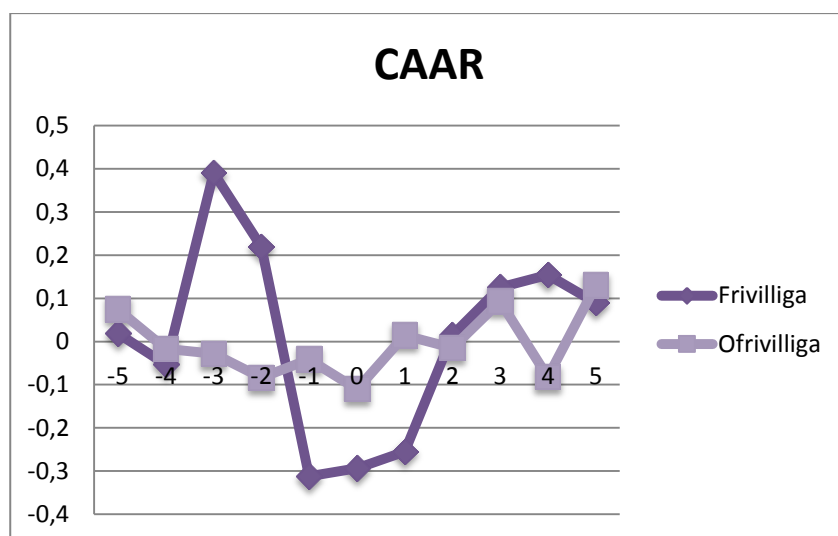
VD-avgångarna har enligt hypotes två delats in i två olika kategorier, frivilliga och ofrivilliga VD-byten. Dessutom så har de grupperats in i vilken orsak som var avgörande. Nedan presenteras resultaten på utvecklingen beroende på om VD-avgångarna var frivilliga respektive ofrivilliga.

Diagram 4.3 Antalet frivilliga och ofrivilliga avgångar



Så som diagrammet förmedlar så har de frivilliga avgångarna uppgått till 53 stycken samtidigt som de ofrivilliga avgångarna uppgår till 11 stycken totalt. Majoriteten av alla VD byten befinner sig i small Cap, nämligen 27 stycken. Den största orsaken som har lett till de frivilliga avgångarna är att en VD fått ett annat jobberbjudande som denne tackat ja till. Dessutom är även "rätt tid att lämna över" en stor kategori där 17 VD:n kände att de hade gjort sitt och att de var dags att någon annan tog över verksamheten. Pensions avgångar uppgick till sju stycken. När det kommer till de ofrivilliga avgångarna varierar orsakerna vad gäller VD-bytet då generationsväxling och att VD:n uppnådde dåliga finansiella resultat var vanligast.

Diagram 4.4 CAAR för hypotes 2



Tabell 4.2 Egna beräkningar

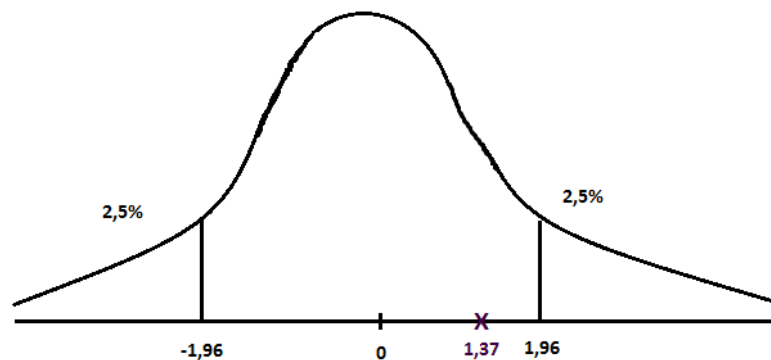
T	Frivilliga	Ofrivilliga
-5	0,018335	0,0743295
-4	-0,053616	-0,017402
-3	0,3903545	-0,028277
-2	0,2192409	-0,083666
-1	-0,311603	-0,041399
0	-0,293422	-0,110601
1	-0,254801	0,014408
2	0,0150028	-0,01496
3	0,1255352	0,092356
4	0,1544461	-0,08227
5	0,0897956	0,129362

I de frivilliga VD-bytena sker det en sänkning med 0,7 procent från dag -3 till dag -1. Under eventdagen är aktiekursen relativt stabil för att en ökning med 0,4 procent skall ske från dag ett till dag tre. Däremot kan man se att aktiekursen i de ofrivilliga VD-byten är någorlunda stabil i jämförelse med de frivilliga då aktiekursen rör sig i intervaller mellan 0,2 procent.

Den andra hypotesen visar relationen mellan frivilliga respektive ofrivilliga VD-avgångar i förhållande till aktiekursen. Den grundar sig på om det finns något samband mellan tillkännagivandet av ett VD-byte och aktiekursen.

Hypotes 2
$H_0 = 0$ Inget samband mellan frivillig eller ofrivillig VD-avgång på företagets aktiekurs
$H_1 \neq 0$ Samband mellan frivillig och ofrivillig VD-avgång på företagets aktiekurs.

Figur 4.2 Normalfördelningskurva. 2



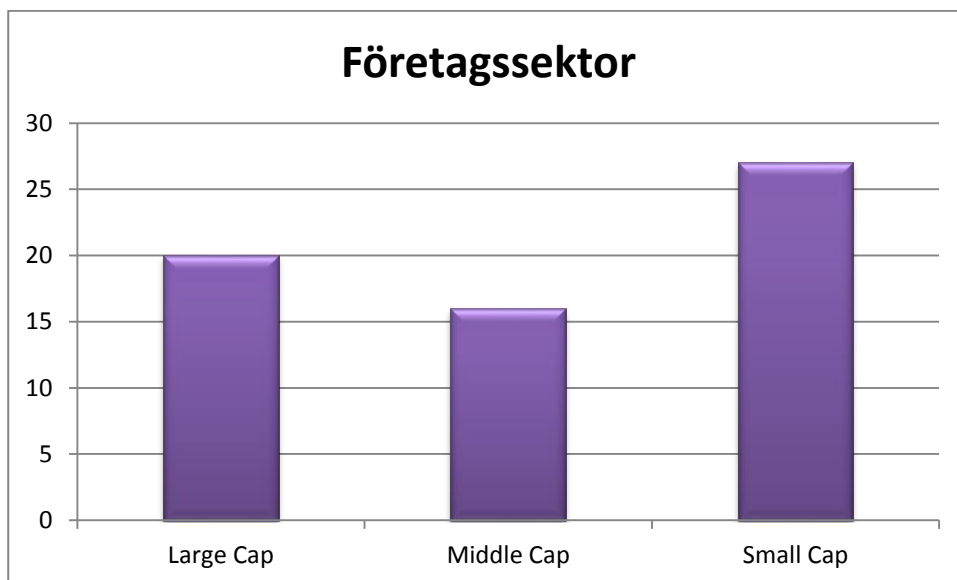
För hypotes två uppgick standardavvikelsen till 0,09 och det beräknade Z-värdet till 1,37. Då z-värdet ligger inom ramen för kritiska gränsen, så accepteras nollhypotesen. Man kan dra slutsatsen att det inte finns något samband mellan frivillig och ofrivillig avgång gentemot aktiekursen.

Standardavvikelse	Kritiskt värde	Z-värde	Hypotesprövning
0,085	-1,96 +1,96	1,37	Acceptera $H_0$

### 4.1.3 Resultat för hypotes 3

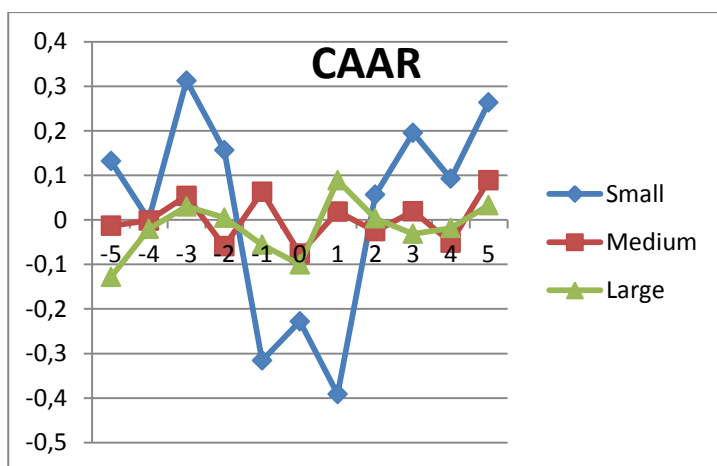
Företagssektorn består av sektorerna, small-, mid- och large Cap. Diagrammet nedan visar antalet företag för respektive grupp samt hur de förhåller sig till varandra i antal.

Diagram 4.5 Antalet avgångar beroende på sektorerna



Som diagrammet ovan visar består det av 20 företag i large Cap, 16 företag i mid- Cap samt 27 företag i small Cap. Diagrammet nedan visar sektorernas genomsnittliga kumulativa abnormala avkastning under eventdagen.

Diagram 4.6 CAAR för hypotes 3



Tabell 4.3 Egna beräkningar

T	Small	Middle	Large
-5	0,13195	-0,01338	-0,1283
-4	<b>0,00059</b>	<b>-0,00159</b>	<b>-0,02047</b>
-3	0,31261	0,05375	0,03013
-2	<b>0,15626</b>	<b>-0,0595</b>	<b>0,004964</b>
-1	-0,3158	0,06317	-0,05579
<b>0</b>	<b>-0,2278</b>	<b>-0,07601</b>	<b>-0,10023</b>
1	-0,3912	0,01863	0,088554
2	<b>0,05647</b>	<b>-0,02565</b>	<b>0,003067</b>
3	0,19549	0,01933	-0,03136
4	<b>0,09231</b>	<b>-0,05113</b>	<b>-0,01855</b>
5	0,26378	0,089016	0,03308

*Small Cap:* Kurvan för small Cap är den som avviker allra mest bland kategoriseringen av sektorerna. Från dag -3 till dag -1 sker den en sänkning med 0,7 procent. Kursen ökar med dryga 0,1 procent under eventdagen för att sedan återigen sjunka med 0,2 procent. Därefter ökar kursen till det värde den hade på -3 dagen till femte dagen.

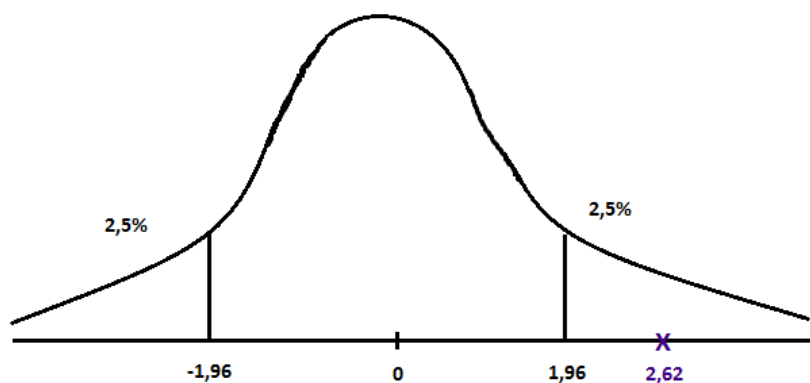
*Mid Cap:* I denna sektor sker det inga drastiska förändringar på kursutvecklingen under eventfönstret. Kursen är någorlunda stabil och förändras med en intervall på 0,1 procent under eventfönstret.

*Large Cap:* Även här sker det inga drastiska förändringar men värt att notera är att kursen stiger med 0,2 procent dagen efter eventdagen, för att sedan återgå till det normala.

Hypotes tre testar om det finns något signifikant samband mellan small-, mid-, och large Cap där ett VD-byte har skett och aktiekursen. Utifrån den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen ska ett signifikant samband påvisas.

Hypotes 3
H0 = 0 Inget samband mellan företagssektor och VD-avgång på aktiekursen
H1 ≠ 0 Samband mellan företagssektor och VD-avgång på aktiekursen

Figur 4.3 Normalfördelningskurva 3



Standardavvikelsen för hypotes tre uppgår till 1,09 medan det beräknade Z-värdet uppgår till 2,62. Då Z-värdet ligger utanför ramen för den kritiska gränsen så förkastas nollhypotesen vilket medför att det finns ett samband mellan ett VD-byte beroende på vilken sektor företaget tillhör och aktiekursen.

Standardavvikelse	Kritiskt värde	Z-värde	Hypotesprövning
1,09	-1,96 +1,96	2,62	Förkasta H0

## 5. Analys

---

*I det här avsnittet analyseras datan som presenterades under empiri kapitlet. Jämförelser kommer att dras från resultatet av empirin till teorierna och tidigare studier som introducerades i teorikapitlet.*

---

Studien är baserad på 63 företag där ett VD-byte har skett mellan åren 2005-2013 (första kvartalet). Under diagram 4.1 kan man se hur VD-byten är fördelade mellan åren, där antalet VD-byten var som högst år 2011.

### 5.1 Samtliga företag

Diagram 4.2 tydliggörs hur aktiekursen rör sig under eventfönstret utifrån den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen. Man kan konstatera att aktiekursen sjunker för samtliga företag avsevärt några dagar innan tillkännagivandet av VD-bytet. En orsak till detta kan vara att marknaden har fått ta del av insiderinformation om att ett VD-byte ska ske före publiceringsdagen. Insiderinformationen kan vara i form av att en anställd i företaget utnyttjar sina befogenheter och därmed delar med sig av information som har aktiekurspåverkande effekt som den starka effektiviteten förespråkar om. Under eventdagen sjunker aktiekursen enormt där man kan se att VD-bytet haft en negativ påverkan på aktiekursen. En anledning till att aktiekursen sjunker under eventdagen kan variera beroende på vem den nya VD:n är eller i vilka omständigheter den tidigare VD:n avgått. Utifrån diagrammet kan man även se att företagets prestanda justeras till eventdagens första dag vilket kan kopplas till CEO turnover teorin där forskningen uttrycker att företagets prestanda kan antingen öka, minska eller stanna kvar i ursprungsläget. Dagarna efter eventdagen stiger aktiekursen och återgår till det normala. Detta kan kopplas till den semi-starka formen i den effektiva marknadshypotesen där marknaden skall reagera direkt när en ny information dyker upp.

Den första hypotesprövningen som utfördes genom att beräkna den kumulativa genomsnittliga avkastningen för samtliga företag och för att sedan sätta in det i ett Z-värde kan man konstatera att det inte uppstod något signifikant samband mellan tillkännagivandet av VD-bytet och aktiekursen. Utifrån diagram 4.2 kan man se att offentliggörandet av ett VD-byte haft en negativ inverkan på aktiekursen under eventdagen. Detta kan kopplas till resultatet av forskningen av Dedman och Lin där även de påvisar att marknaden reagerar negativt beroende på i vilka omständigheter VD:n avgick. Men utifrån hypotesprövningen kan man inte dra slutsatsen om att det finns något signifikant samband och därför accepteras nollhypotesen.

### 5.2 Frivillig och ofrivillig avgång

I undersökningen består VD-byten av totalt 52 frivilliga och 11 ofrivilliga avgångar där fördelningen av orsakerna är tydliggjorda under diagram 4.3. Hypotesprövningen visar att det inte finns något signifikant samband mellan frivillig och ofrivillig avgång i förhållande till aktiekursen. I diagram 4.4 som visar CAAR för hypotes 2 tydliggörs det även att kurvan för de frivilliga avgångarna påverkas negativt av offentliggörandet vid ett VD-byte där kurvan tenderar att röra sig betydligt mer gentemot de ofrivilliga där kurvan är mer stabil. Tidigare uppsatser av Du Rietz och Gullstrand som har studerat frivillig och ofrivillig avgång, kom fram till att de frivilliga avgångarna tenderade att påverka aktiekursen mer negativt jämfört med de ofrivilliga. Vid en frivillig avgång kan marknaden betrakta det som att en värdefull ledare lämnar företaget och kan resultera till negativa effekter på aktiekursen. I agentteorin

förutsätter teorin att VD:n står i fokus för i värsta fall leder det till kostnader för företaget och det kan vara en anledning till varför VD:n avskedas. Avgången kan betraktas som positiv av marknaden och kan leda till att aktiekursen stiger som även diagram 4.4 påvisar. Efter eventdagen steg aktiekursen för de frivilliga och återgick till hur kursen såg ut underdag -5. En anledning till att aktiekursen sjönk betydligt mer vid frivilliga avgångar kan bero på att de flesta avgångar var att VD:n kände att det var rätt tid att lämna över till någon annan kandidat eller fick en ny tjänst och detta genererade till att påverka aktiekursen med både upp- och nedgångar. Som forskarna Dedman och Lin även har kommit fram till, att företagen kan välja att släppa ut en nyhet i samband med VD-bytet för att inte få negativa marknadsreaktioner. De kan täcka för nyheten om avgången genom att släppa ut nyheter i form av att företaget delar ut högre utbetalningar eller liknande.

Författaren Brickleys betonar åldern som en väldigt stor faktor när han talar om pensionen i sin artikel. Antalet VD-avgångar som gick i pension i denna studie uppgick till sju stycken vilket klassificeras under kategorin frivilliga avgångar. Då åldern för pensionen varierar mellan olika företag så finns det en möjlighet att företaget har snedvridit informationen till sin fördel. Företaget kan göra detta genom att be VD:n gå i pension för att eventuellt undvika att investerarna skall överreagera på oförutsedda händelser som även nämns i CEO-turnover.

Forskarna Dedman och Lin menar att oavsett anledning så sjunker aktiekursen vid ett VD-byte. Detta överensstämmer med studien då det har resulterat till rörelse i aktiekursen oavsett om det är frivillig eller ofrivillig avgång. Då de ofrivilliga avgångarna är relativt få, är det svårt att dra säkra slutsatser kring hela populationen men med tanke på att alla företag som haft ett ofrivilligt VD-byte med undantag för bortfallen så kan man se att i tabell 3 sjunker aktiekursen under eventdagen men att detta inte stärks i hypotesprövningen då det inte råder något samband. Detta är något som Mark R Huson et al betonar i sin artikel angående påtvingade VD-avgångar då detta inte avspeglas i företagets resultat.

### 5.3 Företagssektor

Fördelningen mellan de olika sektorerna är relativt jämn vad gäller antal VD-avgångar som dessutom tydliggörs i diagram 4.5. Vid tillkännagivandet av ett VD-byte påverkas large och mid- Cap negativt om man jämför med small cap där aktiekursen sjunker avsevärt dagarna innan eventdagen för att sedan öka under eventdagen. Anledningen till detta kan bero på att informationen från de stora företagen är mer lättillgänglig samt allmänt känd då de uppmärksammas mer i media gentemot de små och medelstora företagen. Tidigare studier av Khasho och Öz som behandlar företagets storlek i sin studie, har de i sitt resultat fått ett negativt samband vilket kan relateras till denna studie, då resultatet från hypotesprövningarna visar ett positivt samband. Detta gör att vid ett eventuellt VD-byte i de små företagen påverkas marknaden negativt då de inte fått någon kännedom om detta tidigare och detta avspeglas i aktiekursen.

Hypotesprövningen för sektorerna visar att det förekommer ett samband mellan de olika sektorerna och aktiekursen där ett VD-byte har skett. Man kan dra paralleller till att en aktiekurs påverkas olika beroende på storleken på företagen. Den effektiva marknadshypotesen förutsätter att alla ska få tillgång till samma typ av information. Standardavvikelsen för sektorerna i hypotes 3 klassificeras som relativt högt som kan förklaras av att studien inte benämnt när en ny VD tillsätts. Om en ny VD tillträder vid ett senare tillfälle, minskar dennes chans att påverka företagets resultat. Under diagram 4.6 kan man se att informationen bland aktörerna på marknaden är relativt ojämn vilket även avspeglas i aktiekursen. Kurvan för de mindre företagen påverkas mer med tanke på att informationen inte är lika offentlig som de större företagen samt att när nyheten väl når allmänheten skapar den större effekten. Något som den svaga effektiviteten förespråkar om är att all information skall finnas tillgängligt för allmänheten men

det kan leda till bristande intresse bland investerarna när det gäller de små företagen. Informationen om de små företagen är inte lika "attraktiva" för allmänheten vilket kan förklara orsaken till den högre graden av volatiliteten i aktiekursen då det existerar en större osäkerhet vad gäller företagen i small cap som dessutom visar avvikelsens storlek.

## 6. Slutsats

---

*I det här kapitlet presenteras slutsatsen utifrån undersökningen som har gjorts där analysen ligger till grund för att kunna dra paralleller mellan syfte och empiri. Avslutningsvis ges ett antal förslag för fortsatta studier som kan vara intressanta att genomföra.*

---

Syftet med denna uppsats är att genom en eventstudie undersöka vilken påverkan VD-byte har haft på aktiekursen under tidsperioden 2005-2013 (första kvartalet). Undersökningen bestod av 63 företag på OMX Nordic och dess olika sektorer. För att besvara syftet ställdes tre hypoteser upp:

- Finns det något samband mellan tillkännagivandet av VD-byte och aktiekursen
- Finns det något samband mellan frivilliga eller ofrivilliga avgångar och företagets aktiekurs
- Finns det något samband mellan företagets storlek och VD-avgång på aktiekursen.

Efter att ha analyserat resultatet av empirin med teorierna kom författarna fram till att resultatet för den första hypotesprövningen visar att nollhypotesen kan accepteras, då z-värdet ligger innanför ramen för kritiska gränsen. Slutsatsen kan dras att det inte finns något samband mellan tillkännagivandet av ett VD-byte och aktiekursen.

Enligt hypotesprövningen som behandlar ifall frivilliga respektive ofrivilliga avgångar påverkar aktiekursen kan man se att det inte förekommer något samband mellan avgångstyp och aktiekurs. Däremot kan man se att frivilliga avgångar tenderar att ge mer negativa marknadseffekter.

Den tredje hypotesen uppvisar att det förekommer ett positivt samband mellan företagssektor och aktiekurs. Vid offentliggörandet av ett VD-byte påverkas de små bolagen betydligt mer gentemot mid- och large Cap.

## 6.1 Slutdiskussion

Det signifikanta med denna studie är årtalet då aktiekurserna från 2005 och framåt är aktuella vilket ger upphov till en uppdatering gentemot de tidigare studierna. Ett exempel är Mark R Huson et.al. som behandlar åren 1971-1994 och ett annat exempel är Dedman och Lins artikel som berör årtalen 1990-1995. Då tidigare studier som exempelvis VD karusellen har undersökt vilken påverkan VD-byten har haft på stockholmsbörsen riktar denna studie sig mot hela norden för att generalisera problemformuleringen.

Den starka effektiviteten som ingår i den effektiva marknadsteorin benämner att information som spridits innan händelsen ägt rum kan påverka aktiekursen. Investerares använder informationen till sin egen fördel vid ett investeringsbeslut. Då de två första hypoteserna visar att det inte finns något samband mellan tillkännagivandet av ett VD-byte och aktiekursen, så går det inte att dra några paralleller.

En frågeställning som författarna valt att undersöka var hur aktiekursen påverkas beroende på en frivillig eller ofrivillig avgång. En svårighet har varit att skilja händelserna åt, med tanke på att informationen oftast inte står i klartext då företaget väljer att vinkla informationen till sin egen fördel.

Som problematiserats i tidigare stycken under 2.2.1 Eventfönster har händelsedagen för VD-byten varit svåra att fastställa. Dels på grund av att insamlad information och offentliggörandet sker vid olika tillfällen men dels på grund av att andra faktorer kan ha en avgörande roll i samband med VD-bytet vilket avspeglas i aktiekursen. I vissa enstaka fall kan man se att aktiekursen påverkas under estimeringsdagarna och detta kan härledas till att allmänheten har fått ta del av informationen tidigare. I enlighet med syftet och problemformuleringen har författarna utifrån hypotesprövningarna kommit fram till att det inte finns något samband mellan tillkännagivandet av VD-byte samt avgångstyp på aktiekursen. Däremot har ett samband påvisats mellan företagssektor och VD-byte vilket påvisar att företagets storlek avspeglar sig i aktiekursen då de mindre företagen inte är lika offentliga som de större företagen.

## 6.2 Förslag till vidare forskning

Eftersom undersökningen är lik tidigare studier som har berört samma fenomen skulle det vara intressant att exempelvis minska antalet dagar i händelsefönstret och öka antalet företag för att se om resultatet hade varit likartade. En annan tänkbar variabel som skulle kunna tas med i beaktning är om den nya VD:n är en insider eller outsider vilket i denna studie inte har beaktats.

Möjligheten att applicera denna typ av studie i en forskning med ett stöd av en kvalitativ ansats skulle enligt författarna generera ett mer kompletterande resultat då det varit svårt att bedöma om VD:n avgått frivilligt eller ofrivilligt. En komplettering med en intervju med VD:n skulle förtydliggöra orsaken vilket även skulle visa tydligare resultat. Dessutom hade det varit intressant att nämna när och hur lång tid det tar för en ny VD att inta positionen som verkställande direktör.

## 7. Källor

### 7.1 Litteratur

Bryman, A. & E. Bell 2005. *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (1 ed.). Liber

Hatch, Mary Jo, 2002, *Organisationsteori-moderna, symboliska och postmoderna perspektiv*, Studentlitteratur

Holme & Solvang, 1997, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*, studentlitteratur, Lund,

Körner, Svante och Wahlgren, Lars. 2005, *Statistiska metoder*, studentlitteratur, Lund, 2:a upplagan

Patel, Runa och Bo, Davidson, 2011, *Forskningsmetodikens grunder - att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, studentlitteratur, 4:e upplagan

Olsson, Henny & Sörensen, Stefan, 2007, *Forskningsprocessen – kvalitativa och kvantitativa perspektiv*, Liber, 2:a upplagan

Ross, Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, 2002, *Corporate Finance*, International edition, 6:e upplagan

Adri De Ridder, 2002, *Effektiv kapitalförvaltning*, Norstedts juridik

### 7.2 Artiklar

Armitage, S. 1995, *Event Study methods and evidence on their performance*, Journal of Economic Surveys, vol. 8

Brown, S. J. & J. B., 1980, *Measuring security price performance*. Journal of Financial Economics 8(205-258).

Christoph Schneeweiss, 2003, *Distributed decision making supply chain management*, International journal of production economics, vol 84

Dedman, Elisabeth och Stephen W.-J. LIN, 2011, *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, Vol 8

Eisenhardt, K. 1989, *Agency theory: An Assessment and Review*, The Academy of Management Review, vol 14

Fama, E, 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol 46

Friedman Stewart D., Harbir Singh, 1989, *CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content*, The Academy of Management Journal, vol 32

Khasho, Helen och Öz Helena, 2012, *Vd-bytets påverkan på aktiekursen – beroende på företagets finansiella resultat, avgångstyp samt företagsstorlek*, Södertörns högskola

Kaplan, Steven N., Bernadette A. Minton, 2011, *How Has CEO Turnover Changed?* International Review of Finance vol 12

Lubatkin, Michael H., Kae H. Chung, Ronald C. Rogers, James E. Owers, 1989, *Stockholders reaction to CEO changes in large corporations*, The Academy of Management Journal, vol 32

MacKinlay A Craig, 1997, *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Mar 1997, vol. 35

Mark R. Huson, Robert Parrino, Laura T. Starks, 2002, *Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective*, The journal of finance Vol 56

Michael S. Weisbach, 1992, CEO turnover and the firm's investment decisions, Journal of financial economics, vol. 37

Murphy, K. J., & Zbojnik, J., (2008), *Managerial Capital and the Market for CEOs*, Working paper, USC.

Peggy M. Lee, 2003, *She'-e-os: Gender effects and stock price reactions to the announcements of top executive appointments*, Academy of Management Best Conference Paper

Rakesh Khurana, 2000, *The Performance Consequences of CEO Turnover*, Harvard University

Du Rietz, Sabina och Gullstrand, Lotta, 2006, *VD karusellen – och dess påverkan på aktieprisets volatilitet*, Stockholms Universitet

Werner F. M. De Bondt, Richard Thaler, 1985, *Does the Stock Market Overreact?* The Journal of Finance vol 46

### 7.3 Otryckta källor

Nasdaq OMX  
<http://www.nasdaqomxnordic.com/>  
2013-02-02

Privata affärer  
<http://www.privataaffarer.se/nyheter/VD-byte-ar-positivt-for-kursen-enl-analytiker-71907>  
2013-03-14

Chef  
<http://chef.se/VD-stolen-allt-mer-en-katapult/>  
2013-03-20

Affärsvärlden  
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2529918.ece>  
2013-03-15

Veckan affärer  
[http://www.va.se/Global/Va/magasinet/2006/07/artiklar\\_i\\_pdfformat/0607s05\\_Chefred.pdf](http://www.va.se/Global/Va/magasinet/2006/07/artiklar_i_pdfformat/0607s05_Chefred.pdf)  
2013-04-03

Finansinspektionen

[http://www.fi.se/upload/30\\_Regler/60\\_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning\\_2011\\_111219.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/60_Vagledning/B%C3%B6rsbolag/2011/vagledning_2011_111219.pdf)

2013-04-01

Dagens nyheter

<http://www.dn.se/ekonomi/VD-byte-ingen-garanti-for-bra-kursutveckling>

2013-04-02

## 7.4 Tabellförteckning

Figur 2.1 Tidslinje.....	s. 7
Figur 3.1 Den effektiva marknadsteorin.....	s. 15
Figur 3.2 Agentteori.....	s. 17
Figur 4.1 Normalfördelningskurva 1.....	s. 21
Figur 4.2 Normalfördelningskurva 2.....	s. 24
Figur 4.3 Normalfördelningskurva 3.....	s. 26
Formel 2.1 Abnormal avkastning.....	s. 7
Formel 2.2 Faktisk avkastning.....	s. 8
Formel 2.3 Förväntad avkastning.....	s. 8
Formel 2.4 Marknadsjusterade modellen.....	s. 9
Formel 2.5 Genomsnittlig abnormal avkastning.....	s. 9
Formel 2.6 Genomsnittlig kumulativ avkastning.....	s. 10
Formel 2.7 Standardavvikelse.....	s. 11
Formel 2.8 Z-värde.....	s. 11
Diagram 4.1 Antal VD-byten.....	s. 20
Diagram 4.2 CAAR för hypotes 1.....	s. 21
Diagram 4.3 Antalet frivilliga och ofrivilliga avgångar.....	s. 23
Diagram 4.4 CAAR för hypotes 2.....	s. 23
Diagram 4.5 Antalet avgångar beroende på sektorerna.....	s. 25
Diagram 4.6 CAAR för hypotes 3.....	s. 25
Tabell 4.1 Egna beräkningar.....	s. 21
Tabell 4.2 Egna beräkningar.....	s. 23
Tabell 4.3 Egna beräkningar.....	s. 25

## 8. Bilagor

### 8.1 Bilaga 1 – VD-byte för samtliga företag

Företag SMALL-CAP	VD	Datum	Frivillig/Ofrivillig	Orsak
Cision	Hans Gieskes	2013-02-25	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Proact IT Group	Olof Sand	2012-11-13	Frivilligt	Ny tjänst
Connecta	Per Appelgren	2012-11-12	Ofrivilligt	Generationsomväxling
MicronicMydata	Peter Uddfors	2012-10-16	Ofrivilligt	Generationsomväxling
Phonera AB	Henric Wiklund	2012-02-09	Frivilligt	Ny tjänst
Rejler Group	Peter Rejler	2012-01-12	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Anoto Group AB	Torgny Hellström	2011-09-28	Frivilligt	Rätt tid att lämna
Studsvik AB	Magnus Groth	2011-08-24	Frivilligt	Ny tjänst
Odd Molly	Christina Tillman	2011-06-15	Frivilligt	Rätt tid att lämna
MQ	Johan Elfner	2011-05-03	Ofrivilligt	Missnöje i ledningen
Hemtex	Erik Gumabon	2011-05-03	Ofrivilligt	Uppnådde dåliga finansiella resultat
ReadSofts	Jan Andersson	2011-02-18	Frivilligt	Rätt tid att lämna
ACAP Invest AB	Christer Sjöström	2010-11-08	Frivilligt	Ny tjänst
Poolia AB	Johan Eriksson	2010-08-12	Frivilligt	Ny tjänst
Geveko	Hans Ljungkvist	2009-10-21	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Elanders AB	Patrick Holm	2009-06-26	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Prevas AB	Michael Aoun	2009-02-27	Frivilligt	Övrigt
Lammhults	Johan	2008-12-22	Frivilligt	Ny tjänst
Design Group	Hjertonsson			
BE Group	Håkan Jeppsson	2008-08-25	Frivilligt	Ny tjänst
Beijer Electronics AB	Göran Sigfridsson	2007-08-16	Frivilligt	Pension
FormPipe	Rikard	2007-03-13	Frivilligt	Ny tjänst
Software AB	Akhtarzand			
TradeDoubler AB	Martin Henricson	2006-11-17	Frivilligt	Övrigt
Feelgood	Eva Rooth	2006-09-26	Ofrivilligt	Uppnådde dåliga finansiella resultat
Semcon AB	Hans Johansson	2006-05-17	Ofrivilligt	Missnöje i ledningen
Intellecta AB	Per Granath	2006-02-16	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Net Insight AB	Tomas Duffy	2006-01-16	Frivilligt	Ny tjänst

<b>FöretagMID-CAP</b>	<b>VD</b>	<b>Datum</b>	<b>Frivillig/Ofrivillig</b>	<b>Orsak</b>
Duni AB	Fredrik von Oelreich	2012-11-07	Frivilligt	Övrigt
B&B TOOLS	Stefan Wigren	2012-10-11	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Haldex	Jay Longbottom	2011-11-17	Frivilligt	Övrigt
Nordnet	Carl-Viggo Östlund	2011-11-01	Frivilligt	Ny tjänst
KAPPAHL	Christian W. Jansson	2011-10-17	Frivilligt	Ny tjänst
Klövern	Gustaf Hermelin	2011-08-16	Frivilligt	Ny tjänst
Sobi	Martin Nicklasson	2010-11-25	Ofrivilligt	Generationsomväxling
SAS	Mats Jansson	2010-09-16	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Unibet Group plc	Petter Nylander	2010-07-20	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Bure	Carl Backman	2010-02-01	Frivilligt	Ny tjänst
Lindab AB	Kjell Åkesson	2008-04-28	Frivilligt	Pension
Swedish Match	Sven Hindrikes	2008-02-20	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Nobia	Fredrik Cappelen	2007-10-25	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Addtech AB	Roger Bergqvist	2007-08-27	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
SWECO AB	Wigon Thuresson	2006-10-24	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Proffice AB	Alf Johansson	2005-06-28	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
<b>Företag LARGE-CAP</b>	<b>VD</b>	<b>Datum</b>	<b>Frivillig/Ofrivillig</b>	<b>Orsak</b>
Scania	Leif Östling	2012-06-02	Frivilligt	Ny tjänst
Tieto	Hannu Syrjälä	2011-04-28	Ofrivilligt	Uppnådde dåliga finansiella resultat
Atrium Ljungberg	Anders Nylander	2010-12-01	Frivilligt	Övrigt
Tele2	Niclas Palmstierna	2011-03-07	Frivilligt	Övrigt
TeliaSonera AB	Lars Nyberg	2010-12-02	Ofrivilligt	Missnöje I ledningen
HandelsbankenLiv	Snorre Storset	2010-12-02	Frivilligt	Övrigt
Electrolux	Hans Stråberg	2010-09-23	Frivilligt	Övrigt
Husqvarna AB	Bengt Andersson	2008-05-26	Frivilligt	Pension
Skanska AB	Stuart Graham	2007-12-07	Frivilligt	Rätt tid att lämna över
Nordea	Lars G Nordström	2006-11-29	Frivilligt	Pension
Fabege AB	Erik Paulsson	2006-10-18	Frivilligt	Ny tjänst
Securitas AB	Thomas Berglund	2006-08-10	Frivilligt	Övrigt
NCC AB	Alf Göransson	2006-08-31	Frivilligt	Ny tjänst
Kinnevik	Vigo Carlund	2006-03-13	Frivilligt	Pension
SSAB	Anders Ullberg	2005-12-22	Frivilligt	Pension
Assa Abloy	Bo Dankis	2005-10-28	Ofrivilligt	Uppnådde dåliga finansiella resultat
Axfood AB	Stefan Karlsson	2005-08-17	Frivilligt	Ny tjänst
Castellum	Lars-Erik Jansson	2005-07-19	Frivilligt	Pension
Trelleborg AB	Fredrik Arp	2005-06-09	Frivilligt	Ny tjänst
Investor AB	Marcus Wallenberg	2005-04-11	Frivilligt	Ny tjänst

## 8.2 Bilaga 2

Företag	Eventdag	Aktiekurs på eventdagen	Rit eventdagen	Rmt eventdagen	ARit eventdagen
Cision	2013-02-25	56,25	-0,0044	-0,0011	-0,0034
Proact	2012-11-13	98	-0,01	0,0089	-0,0191
Connecta	2012-11-12	54,75	0,0523	-0,0019	0,0548
Micronic Mydata	2012-10-16	9,95	-0,0197	-0,0012	-0,0185
Phonera	2012-02-09	53	-0,0862	0,005	-0,0912
Rejlers Group	2012-01-12	67	0,0152	0,0115	0,0036
Anoto Group	2011-09-28	2,83	-0,0308	-0,003	-0,0278
Studsvik	2011-08-24	40,1	-0,0074	0,0023	-0,0097
Odd Molly	2011-06-15	58,75	0,1244	-0,0075	0,1319
MQ Holding	2011-05-03	22,9	-0,0026	0,0012	-0,0267
Hemtex	2011-05-03	5,25	-0,1393	0,0012	-0,1406
Readsoft	2011-02-18	14,9	-0,0133	0,0007	-0,0139
ACAP invest	2010-11-08	53,75	-0,0227	0,0036	-0,0264
RNB Retail and Brands	2010-08-26	6,85	0,0379	0,0062	0,0317
Poolia	2010-08-12	30,7	-0,0406	-0,0072	-0,0335
Geveko	2009-10-21	76	0,1176	-0,0085	0,1262
Elanders	2009-06-26	32,6	0,0187	-0,0062	0,0249
Prevas	2009-02-27	24,6	-0,016	-0,0047	-0,0112
Lammhults Design Group	2008-12-22	40	0,0126	-0,0023	0,0149
BE group	2008-08-25	55,25	-0,0595	-0,0009	-0,0586
Beijer Electronics	2007-08-16	146	-0,0217	0,0016	-0,0234
FormPipe Software	2007-03-13	18,5	-0,0314	-0,0059	-0,0255
TradeDoublor	2006-11-17	168,5	-0,0613	-0,0007	-0,0606
Feelgood	2006-09-26	2,12	0,1158	0,0035	0,1123
Semcon	2006-05-17	56,25	-0,1211	-0,0219	-0,0991
Intellecta	2006-02-16	41	0,0327	0,0103	0,0224
Net Insight	2006-01-16	2,36	-0,0597	0,0016	-0,0613
Duni	2012-11-12	57,5	0	-0,0027	0,0028
B&B Tools	2012-10-11	50,5	0,0477	-0,0003	0,0074
Haldex	2011-11-17	26,9	-0,0218	-0,0148	-0,0134
Nordnet	2011-11-01	17,7	-0,0166	-0,0297	-0,013
Kappahl	2011-10-17	14,3	0	-0,0072	-0,0234
Klövern	2011-08-16	26	-0,01515	-0,0125	-0,0323
SAS	2010-09-16	25,7	0	0,0018	0,0008
Sobi	2010-11-25	39,9	-0,0244	0,00468	0,0009
Unibet	2010-07-20	130	-0,0225	-0,0071	-0,00537
Bure	2010-02-01	26,8	-0,0074	0,00333	0,00019
Lindab	2008-04-28	152,5	0,00329	0,00627	-0,0043
Nobia	2007-10-25	58,75	-0,0447	0,0022	0,01033
Addtech	2007-08-27	163	0,0219	0,00607	0,00423

Sweco	2006-10-24	216	-0,0069	0,00153	-0,00236
Proffice	2005-06-28	12,9	0,032	-0,00064	-0,0085
Scania	2012-06-01	118,5	0,0277	-0,02321	0,05096
Tieto	2011-04-28	110,5	-0,0441	0,00425	-0,04837
Atrium Ljungberg	2010-12-01	80	0,01266	0,0249	-0,0123
Tele2	2011-03-07	134,8	-0,0281	0,0029	-0,03102
Teliasonera	2010-12-02	54,65	0,00367	0,01143	-0,00776
Handelsbanken	2010-12-02	213,4	0,01137	0,01143	-0,00005
Electrolux	2010-09-23	160,4	-0,00926	-0,00752	-0,00175
Husqvarna	2008-05-26	63,5	0,00395	0,00026	0,00369
Swedish Match	2008-02-20	144,75	0,04891	-0,01083	0,05974
Skanska	2007-12-07	124,75	0,00605	0,00958	-0,00353
Nordea	2006-11-29	97,5	0,01141	0,01945	-0,00804
Fabege	2006-10-18	170	0,00592	0,01185	-0,00594
Securitas	2006-08-10	118,5	-0,11236	-0,00435	-0,10801
NCC	2006-08-31	151	-0,02581	-0,00215	-0,02366
Kinnevik	2006-03-13	99,75	0,01269	0,0085	0,00419
SSAB	2005-12-22	257,5	-0,00962	0,00371	-0,01332
Assa Abloy	2005-10-28	111	0,03256	0,00183	0,03073
Axfood	2005-08-17	188	0,01622	-0,00081	0,01703
Castellum	2005-07-19	333,5	-0,01039	0,00701	-0,0174
Trelleborg	2005-06-09	113,5	-0,00873	-0,00129	-0,00744
Investor	2005-04-11	102	0,02	-0,00202	0,02202

### 8.3 Bilaga 3 – Normal avkastning

Företag	Summa normal avkastning	Företag	Summa normal avkastning
Cision	0,006215262	Klövern	-0,04678
Proact	-0,18775	SAS	0,00064
Connecta	-0,27611	Sobi	-0,00044
Micronic Mydata	-0,20673	Unibet	0,004362431
Phonera	-0,03267	Bure	-0,00968
Rejlers Group	0,20561	Lindab	0,00275
Anoto Group	-0,08919	Nobia	0,00424387
Studsvik	-0,24563	Addtech	0,00668693
Odd Molly	-0,30682	Sweco	0,00043
MQ	-0,25349	Proffice	0,00321
Hemtex	-0,64992	Scania	0,00983
Readsoft	0,0581	Tieto	-0,17786
ACAP Invest	0,16736	Atrium Ljungberg	0,11866
RNB Retail and Brands	0,01293	Tele2	0,00388
Poolia	-0,11026	Teliasonera	-0,04175
Geveko	-	Handelsbanken	-0,0431212
	0,144114272		
Elanders	0,00753	Electrolux	-0,17533
Prevas	0,33951	Husqvarna	-0,00282
Lammhults Design Group	0,05342	Swedish Match	0,15683
BE Group	-0,09588	Skanska	0,00181
Beijler Electronics	0,09232	Nordea	0,00036
Formpipe Software	0,43808	Fabege	0,09592
TradeDoubler	0,17176	Securitas	0,02646
Feelgood	-0,31311	NCC	-0,04853
Semcon	-0,01848	Kinnevik	0,26691
Intellecta	-0,08474	SSAB	0,08601
Net Insight	-0,07208	Assa Abloy	0,02726
Duni	0,08181	Axfood	-0,03724
B&B Tools	0,002280767	Castellum	0,20029
Haldex	-0,01009	Trelleborg	-0,14429
Nordnet	0,01969	Investor	0,05582
Kappahl	-0,00041839		

## 8.4 Bilaga 4 – Abnormal avkastning för samtliga företag

Företag SMALL	Cision	Proact	Connecta	Micronic Mydata	Phonera	Rejlers Group	Anoto Group	Studsvik
T								
-5	-0,00932	<b>0,02854</b>	0,09794	<b>-0,0151</b>	0,00712	<b>-0,00086</b>	-0,00768	<b>0,07852</b>
-4	0,00069	<b>0,01454</b>	0,03175	<b>-0,00965</b>	0,02373	<b>-0,00131</b>	-0,01249	<b>0,04137</b>
-3	-0,00748	<b>-0,00239</b>	0,01267	<b>0,00231</b>	0,00572	<b>-0,00403</b>	0,0151	<b>-0,04074</b>
-2	0,00068	<b>0,00587</b>	-0,00579	<b>0,00923</b>	0,00982	<b>-0,00726</b>	0,02044	<b>0,01823</b>
-1	-0,00088	<b>0,00933</b>	-0,04403	<b>-0,00146</b>	-0,00051	<b>0,01875</b>	-0,02662	<b>-0,03221</b>
0	-0,00336	<b>-0,01907</b>	0,05483	<b>-0,01852</b>	-0,09121	<b>0,00364</b>	-0,02781	<b>-0,00969</b>
1	0,03343	<b>0,05186</b>	-0,07336	<b>0,00327</b>	-0,00523	<b>0,01493</b>	0,03989	<b>-0,0093</b>
2	-0,00546	<b>-0,01541</b>	0,00995	<b>0,02859</b>	0,01811	<b>-0,00123</b>	-0,02152	<b>0,0105</b>
3	0,00012	<b>0,00402</b>	-0,02539	<b>-0,02817</b>	-0,02398	<b>0,01205</b>	0,01775	<b>-0,01843</b>
4	-0,00885	<b>0,02185</b>	0,00532	<b>0,0176</b>	0,01048	<b>-0,01088</b>	0,02862	<b>-0,00117</b>
5	-0,00954	<b>-0,03026</b>	0,02715	<b>0,02509</b>	-0,00957	<b>-0,00507</b>	-0,02019	<b>0,23802</b>

Företag SMALL	Odd Molly	MQ	Hemtex	Readsoft	ACAP Invest	RNB Retail	Poolia	Geveko
T								
-5	0,00175	<b>-0,01847</b>	0,00689	<b>-0,02673</b>	0,04964	<b>-0,02456</b>	-0,0172	<b>0,01984</b>
-4	0,00763	<b>0,01339</b>	-0,004	<b>0,02022</b>	0,0358	<b>-0,02467</b>	-0,00469	<b>-0,02413</b>
-3	0,01175	<b>-0,00474</b>	-0,02506	<b>0,23823</b>	0,01723	<b>-0,00133</b>	-0,0021	<b>-0,01591</b>
-2	0,06042	<b>-0,00832</b>	0,02959	<b>0,01118</b>	0,03569	<b>-0,02492</b>	0,01335	<b>0,02692</b>
-1	-0,04785	<b>0,01005</b>	-0,01101	<b>-0,01553</b>	0,00511	<b>0,00383</b>	0,00463	<b>0,00217</b>
0	0,13185	<b>-0,02673</b>	-0,14055	<b>-0,01393</b>	-0,02637	<b>0,03167</b>	-0,03347	<b>0,12619</b>
1	-0,05392	<b>-0,00709</b>	0,00601	<b>0,01807</b>	-0,00344	<b>0,00967</b>	0,01229	<b>-0,04617</b>
2	0,03621	<b>0,0106</b>	0,03033	<b>-0,01631</b>	-0,02983	<b>-0,019</b>	0,01446	<b>0,00619</b>
3	-0,02397	<b>0,00532</b>	0,1676	<b>0,00332</b>	0,01836	<b>-0,00475</b>	0,0258	<b>0,01308</b>
4	0,0173	<b>0,0146</b>	-0,09731	<b>0,03056</b>	0,00262	<b>-0,02942</b>	-0,01456	<b>-0,0011</b>
5	-0,01167	<b>0,00063</b>	0,05373	<b>-0,01281</b>	0,0154	<b>0,00616</b>	0,02121	<b>-0,10749</b>

Företag SMALL	Elanders	Prevas	Lammhults Design	BE Group	Beijer Electronics	FormPipe Software	Trade- Doubler	Feelgood
T								
-5	-0,05136	<b>-0,0125</b>	-0,00421	<b>-0,04102</b>	-0,02914	<b>0,0755</b>	0,0203	<b>0,00679</b>
-4	0,06015	<b>0,02113</b>	-0,09488	<b>-0,0363</b>	-0,02958	<b>0,00836</b>	-0,00737	<b>-0,02553</b>
-3	0,03949	<b>-0,03166</b>	0,09101	<b>-0,0166</b>	0,02037	<b>0,02493</b>	0,01846	<b>-0,00489</b>
-2	-0,00614	<b>-0,00377</b>	-0,08218	<b>0,05981</b>	0,00658	<b>0,0007</b>	0,02404	<b>-0,00821</b>
-1	-0,01335	<b>-0,00648</b>	0,02684	<b>0,01006</b>	-0,01156	<b>-0,17195</b>	-0,00582	<b>0,01148</b>
0	0,02497	<b>-0,01123</b>	0,01495	<b>-0,05861</b>	-0,0234	<b>-0,02552</b>	-0,06059	<b>0,1123</b>
1	-0,01821	<b>-0,04428</b>	-0,01272	<b>0,02126</b>	-0,26811	<b>-0,18948</b>	0,03208	<b>-0,02297</b>
2	-0,07511	<b>0,02798</b>	0,02756	<b>-0,01688</b>	-0,01061	<b>0,05066</b>	0,01627	<b>-0,04863</b>
3	0,04927	<b>0,00147</b>	-0,00769	<b>0,03317</b>	0,00071	<b>0,05116</b>	0,01595	<b>0,01172</b>
4	0,0132	<b>-0,03257</b>	0,02001	<b>0,02524</b>	0,02619	<b>0,0476</b>	-0,00277	<b>-0,01677</b>
5	0,02749	<b>0,00201</b>	0,03607	<b>-0,01056</b>	0,01047	<b>-0,0126</b>	0,00599	<b>-0,00956</b>

Företag SMALL	Semcon	Intellecta	Net Insight
T			
-5	0,00184	<b>0,006</b>	-0,01055
-4	0,03086	<b>-0,01032</b>	-0,02411
-3	-0,01216	<b>-0,01671</b>	-0,00702
-2	-0,04247	<b>0,00059</b>	0,01218
-1	-0,01313	<b>-0,01007</b>	-0,00561
0	-0,09915	<b>0,02241</b>	-0,06137
1	0,10915	<b>-0,00443</b>	0,01469
2	0,0062	<b>0,03777</b>	-0,01489
3	-0,03787	<b>-0,02631</b>	-0,02983
4	-0,00712	<b>-0,00585</b>	0,03951
5	0,02537	<b>0,00093</b>	0,00738

Företag MID	Duni	B&B Tools	Haldex	Nordnet	Kappahl	Klövern	Bure	SAS
T								
-5	0,01018	<b>-0,00033027</b>	0,00514	<b>-0,02087</b>	0,017946	<b>0,06793</b>	0,01259	<b>0,005239</b>
-4	-0,01549	<b>0,007504894</b>	0,02201	<b>0,00227</b>	-0,01742	<b>-0,0204</b>	-0,00951	<b>-0,005159</b>
-3	-0,021	<b>-0,01482754</b>	-0,01312	<b>0,0234</b>	0,015269	<b>0,01247</b>	0,01195	<b>0,007067</b>
-2	0,01964	<b>-0,00058298</b>	-0,01157	<b>-0,01838</b>	-0,01644	<b>0,01612</b>	-0,00473	<b>-0,005604</b>
-1	0,00142	<b>-0,0017397</b>	0,00618	<b>-0,02279</b>	0,017289	<b>-0,00954</b>	0,00253	<b>-0,001219</b>
0	0,00279	<b>0,007428291</b>	-0,0134	<b>-0,01302</b>	-0,02345	<b>-0,03232</b>	0,00019	<b>0,000836</b>
1	0,00658	<b>-0,00051504</b>	0,00657	<b>0,03872</b>	0,007835	<b>0,01214</b>	0,00396	<b>-0,000839</b>
2	0,00062	<b>0,000514733</b>	-0,0183	<b>0,00066</b>	-0,00452	<b>-0,03667</b>	-0,00243	<b>-0,000711</b>
3	0,0105	<b>0,000796622</b>	0,02593	<b>-0,00629</b>	-0,00072	<b>0,01441</b>	-0,01164	<b>0,003631</b>
4	-0,02035	<b>0,006323216</b>	-0,01133	<b>-0,01378</b>	0,012792	<b>0,02259</b>	-0,00319	<b>-0,007665</b>
5	-0,02071	<b>-0,01270056</b>	0,01428	<b>0,01202</b>	0,011538	<b>0,00722</b>	-0,0047	<b>0,001154</b>

Företag MID	Sobi	Unibet	Bure	Lindab	Nobia	Addtech	Sweco	Proffice
T								
-5	0,0106308	<b>0,0031952</b>	0,01259	<b>-0,008317</b>	-0,010016	<b>0,00651</b>	-0,00774	<b>-0,00307</b>
-4	-0,008569	<b>-0,010963</b>	-0,00951	<b>0,0006416</b>	0,000411	<b>-0,01229</b>	0,013161	<b>0,002683</b>
-3	-0,000793	<b>0,0015023</b>	0,01195	<b>0,0060962</b>	-0,012597	<b>0,00907</b>	-0,005815	<b>0,000649</b>
-2	-0,018866	<b>-0,004641</b>	-0,00473	<b>-0,008709</b>	0,029791	<b>-0,00431</b>	0,001182	<b>0,001479</b>
-1	0,0217739	<b>0,0047556</b>	0,00253	<b>0,0181356</b>	-0,019955	<b>-0,00383</b>	0,002689	<b>0,002955</b>
0	0,0009471	<b>-0,005379</b>	0,00019	<b>-0,004328</b>	0,010339	<b>0,00423</b>	-0,002368	<b>-0,008513</b>
1	-0,006917	<b>0,0153105</b>	0,00396	<b>-0,014829</b>	0,000476	<b>-0,01541</b>	0,001988	<b>0,008086</b>
2	-0,01051	<b>-0,002205</b>	-0,00243	<b>0,0077406</b>	0,001628	<b>0,01213</b>	-0,001898	<b>-0,005559</b>
3	0,0101123	<b>-0,003594</b>	-0,01164	<b>0,0141835</b>	-0,007235	<b>0,0032</b>	-0,00419	<b>0,004667</b>
4	0,0179233	<b>0,0100408</b>	-0,00319	<b>-0,013893</b>	0,008919	<b>0,00052</b>	-0,007492	<b>-0,002999</b>
5	-0,008102	<b>-0,007466</b>	-0,0047	<b>-0,003299</b>	-0,008742	<b>-0,00775</b>	0,016664	<b>-0,002777</b>

Företag LARGE	Scania	Tieto	Atrium Ljungberg	Tele2	Teliason era	Handels- banken	Electolux	Husqvarn a
T								
-5	-0,01204	<b>0,00717</b>	-0,01171	<b>0,0033153</b>	-0,00139	<b>-0,00109</b>	-0,00669	<b>-0,0143119</b>
-4	0,00522	<b>-0,01056</b>	-0,00274	<b>0,0062145</b>	0,00189	<b>-0,00967</b>	0,01308	<b>0,0041357</b>
-3	0,01543	<b>0,00313</b>	0,00508	<b>0,0043545</b>	0,00541	<b>0,02282</b>	0,00449	<b>-0,0018747</b>
-2	-0,00282	<b>-0,0038</b>	0,01673	<b>-0,022766</b>	-0,01029	<b>0,00308</b>	0,03255	<b>0,0006762</b>
-1	-0,00074	<b>-0,01128</b>	0,00066	<b>-0,022647</b>	-0,02036	<b>-0,0081</b>	-0,01414	<b>-0,0129456</b>
0	0,05096	<b>-0,04837</b>	-0,01231	<b>-0,031026</b>	-0,00776	<b>-0,00005</b>	-0,00175	<b>0,0036973</b>
1	-0,0075	<b>0,00434</b>	0,07046	<b>0,0288384</b>	-0,01048	<b>0,008046</b>	0,00373	<b>-0,0135592</b>
2	0,00238	<b>0,00193</b>	0,00139	<b>0,0055449</b>	0,00219	<b>-0,005692</b>	-0,00327	<b>0,0004914</b>
3	0,01744	<b>-0,0056</b>	-0,02019	<b>-0,0019719</b>	-0,00205	<b>-0,007118</b>	0,01985	<b>-0,0183179</b>
4	-0,01026	<b>0,02794</b>	-0,00114	<b>-0,001527</b>	0,00026	<b>0,003067</b>	-0,00064	<b>-0,0091029</b>
5	0,00277	<b>0,00305</b>	-0,00252	<b>0,00417689</b>	0,00519	<b>0,007874</b>	0,0012	<b>-0,0027772</b>

Företag LARGE	Swedish Match	Skanska	Nordea	Fabege	Securitas	NCC	Kinnevik
T							
-5	-0,01548	<b>-0,022089</b>	-0,0115865	<b>-0,00411</b>	0,00355	<b>-0,04434</b>	0,000007
-4	-0,02484	<b>-0,000352</b>	0,00174224	<b>-0,00953</b>	0,000029	<b>-0,01258</b>	0,005385
-3	0,02826	<b>-0,011139</b>	-0,0033919	<b>-0,0017</b>	-0,015722	<b>-0,01156</b>	-0,017699
-2	-0,03153	<b>0,01428</b>	-0,0066081	<b>0,00076</b>	-0,002334	<b>0,01612</b>	0,00986
-1	-0,03249	<b>-0,00068</b>	0,01706593	<b>0,02594</b>	-0,005737	<b>-0,01945</b>	0,012695
0	0,05974	<b>-0,003532</b>	-0,0080403	<b>-0,00594</b>	-0,108011	<b>-0,02366</b>	0,004193
1	-0,00802	<b>0,031211</b>	0,00255685	<b>-0,01147</b>	-0,014704	<b>0,00183</b>	0,036495
2	-0,0084	<b>0,001689</b>	-0,0023661	<b>0,01666</b>	0,019442	<b>0,01644</b>	-0,018727
3	-0,00855	<b>-0,020271</b>	0,01075439	<b>0,00092</b>	-0,014511	<b>-0,00512</b>	0,006889
4	0,015	<b>-0,007432</b>	0,00309681	<b>0,00159</b>	0,004517	<b>-0,0035</b>	-0,009553
5	0,00203	<b>0,015517</b>	-0,001369	<b>-0,01604</b>	-0,01977	<b>-0,02512</b>	0,001965

Företag LARGE	SSAB	Assa Abloy	Axfood	Castellum	Trelleborg	Investor
T						
-5	-0,00521	<b>0,00259</b>	-0,00129	<b>0,00375</b>	-0,01615	<b>0,00397</b>
-4	0,0021	<b>-0,0123</b>	0,00399	<b>-0,00644</b>	0,01207	<b>0,01273</b>
-3	0,01566	<b>-0,00282</b>	-0,00153	<b>0,00156</b>	0,00294	<b>0,00531</b>
-2	0,0121	<b>0,00018</b>	0,00915	<b>-0,00143</b>	-0,01813	<b>-0,01135</b>
-1	0,01564	<b>0,01274</b>	-0,00188	<b>0,00559</b>	-0,00108	<b>0,00539</b>
0	-0,01332	<b>0,03073</b>	0,01703	<b>-0,0174</b>	-0,00744	<b>0,02202</b>
1	0,01438	<b>0,00278</b>	-0,00172	<b>-0,01291</b>	-0,00518	<b>-0,03041</b>
2	-0,00603	<b>-0,02662</b>	-0,00593	<b>0,01389</b>	-0,00741	<b>0,00546</b>
3	0,02012	<b>0,00143</b>	0,00555	<b>-0,00859</b>	-0,00515	<b>0,00314</b>
4	0,01116	<b>-0,01529</b>	0,00603	<b>-0,0142</b>	-0,00957	<b>-0,00899</b>
5	-0,00203	<b>0,00066</b>	0,01012	<b>-0,0121</b>	0,00268	<b>-0,00858</b>

## 8.5 Bilaga Pressmeddelanden

### 8.5.1 Small-cap

<http://news.cision.com/se/cision/r/peter-granat-utsedd-till-ny-vd-for-cision,c9374806> (Cision)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=529759&lang=en>  
(Proact IT Group)  
<http://www.idg.se/2.1085/1.476416/per-appelgren-far-lamna-connecta> (Connecta)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=525346&lang=sv>  
(MicronicMydata)  
[http://www.affarsvarlden.se/hem/it\\_telekom/article3404557.ece](http://www.affarsvarlden.se/hem/it_telekom/article3404557.ece) (Phonera)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=485736&lang=en>  
(Rejlers group)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=471453&lang=sv>  
(Anoto Group AB)  
[http://www.svd.se/naringsliv/studsviks-vd-gar-till-sca\\_6093331.svd](http://www.svd.se/naringsliv/studsviks-vd-gar-till-sca_6093331.svd) (Studsvik)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=458059&lang=sv>  
(Odd Molly)  
<http://www.market.se/Brancher/Mode/Elfner-lamnar-MQs-vd-stol/> (MQ)  
[http://www.bt.se/nyheter/naringsliv/hemtex-vd-avgar\(2750668\).gm](http://www.bt.se/nyheter/naringsliv/hemtex-vd-avgar(2750668).gm) (Hemtex)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=439324&lang=sv>  
(Readsoft)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=425018&lang=sv>  
(ACAP Invest AB)  
[http://www.realtid.se/ArticlePages/201008/12/20100812185848\\_Realtid199/20100812185848\\_Realtid199.dbp.asp](http://www.realtid.se/ArticlePages/201008/12/20100812185848_Realtid199/20100812185848_Realtid199.dbp.asp) (Poolia AB)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=369690&lang=sv>  
(Geveko)  
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2592106.ece> (Elanders AB)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=313984&lang=sv>  
(Prevas)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=305040&lang=sv>  
(Lammhults Design Group)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=286084&lang=sv>  
(BE Group)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=232791&lang=sv>  
(Beijer)  
[http://www.bequoted.com/investor/company/documents/formpipe\\_press\\_070312.pdf](http://www.bequoted.com/investor/company/documents/formpipe_press_070312.pdf) (FormPipe Software AB)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=155204&lang=sv>  
(TradeDoubler AB)  
<https://www.avanza.se/aza/press/news.jsp?newsArticleId=N415571> (Feelgood)  
<http://www.gp.se/ekonomi/1.150774-semcons-vd-slutar-efter-schism?m=printSemcon> (Semcon)  
<https://www.avanza.se/aza/press/news.jsp?newsArticleId=N313139Intellecta> (intellecta)  
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article166169.ece> (Net Insight)

### 8.5.2 Mid-cap

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=528901&lang=sv>  
(Duni AB)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=524750&lang=sv>  
(B&B TOOLS)

<http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/foretagsmeddelanden/> (Haldex)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=476082&lang=sv>  
(Nordnet)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=473806&lang=sv>  
(Kappahl)  
<http://www.fastighetsvarlden.se/notiser/gustaf-hermelin-ny-vd-for-brinova/> (Klöver)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=427508&lang=sv>  
(Swedish Orphan Biovitrum)  
[https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=157384](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=157384) (SAS)  
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article796501.ece> (Unibet Group plc)  
[http://www.realtid.se/ArticlePages/201004/19/20100419095724\\_Realtid148/20100419095724\\_Realtid148.dbp.asp](http://www.realtid.se/ArticlePages/201004/19/20100419095724_Realtid148/20100419095724_Realtid148.dbp.asp) (Bure)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=269986&lang=sv>  
(Lindab)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=257814&lang=sv>  
(Swedish Match)  
<http://www.nobia.com/sv/Media/Pressmeddelanden/2007/Fredrik-Cappelen-avgar-som-VD-for-Nobia-vid-arsstamman-2008/> (Nobia)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=234153&lang=sv>  
(Addtech)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=154499&lang=sv>  
(Sweco)  
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2542695.ece> (Proffice)

### 8.5.3 Large-cap

<http://lt.se/nyheter/1.1682297-lamnar-scania-for-volkswagen> (Scania)  
[http://www.affarsvarlden.se/hem/it\\_telekom/article3164119.ece](http://www.affarsvarlden.se/hem/it_telekom/article3164119.ece) (Tieto)  
<http://www.fastighetsvarlden.se/notiser/atrium-betalar-284-mkr-for-byggratt-vid-slussen/> (Atrium Ljungberg)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=441815&lang=sv>  
(Tele2)  
[http://www.svd.se/naringsliv/branscher/teknik-och-telekom/teliavarvan-styrelsen-slangsut\\_7879584.svd](http://www.svd.se/naringsliv/branscher/teknik-och-telekom/teliavarvan-styrelsen-slangsut_7879584.svd) (TeliaSonera AB)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=428682&lang=sv>  
(Handelsbanken Liv)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=418743&lang=sv>  
(Electrolux)  
<http://www.di.se/#!/artiklar/2010/8/26/mikael-solberg-lamnar-rnb/> (RNB, Retail and Brands)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=274676&lang=sv>  
(Husqvarna)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=247605&lang=sv>  
(Skanska)  
<http://newsroom.nordea.com/sv/2006/11/29/lars-g-nordstrom-slutar-som-koncernchef-i-april-2007-christian-clausen-utsedd-till-eftertradare/> (Nordea)  
<http://www.fastighetsvarlden.se/notiser/erik-paulsson-avgar-som-vd-i-fabege/> (Fabege)  
<http://www.securitas.com/sv/Nyheter/Pressmeddelanden/2006/Thomas-Berglund-avgar-som-Securitas-VD/> (Securitas)  
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=151929&lang=sv>  
(NCC)

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=12515&lang=sv>(Kinnevik )

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=9986&lang=sv>  
(SSAB)

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2578695.ece> (Assa abloy)

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=5629&lang=sv>  
(Axfood)

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=5003&lang=sv>(Castellum)

<http://sverigesradio.se/sida/artikel.aspx?programid=83&artikel=636715> (Trelleborg AB)

<http://www.sydsvenskan.se/ekonomi/marcus-wallenberg-lamnar-investor/>(Investor)