



Lunds Universitet

Företagsekonomiska Institutionen

17 januari 2008

## **Frivilliga VD-avhopp**

**- En signal på förändring i aktiekurs?**

Författare:

Niclas Carlsson

Erik Johanson

Handledare:

Maria Gårdängen

<b>Examensarbetets titel:</b>	Frivilliga VD-avhopp, - En signal på förändring i aktiekurs?
<b>Seminariedatum:</b>	2008-01-17
<b>Ämne/kurs:</b>	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
<b>Författare:</b>	Niclas Carlsson Erik Johansson
<b>Handledare:</b>	Maria Gårdängen
<b>Fem nyckelord:</b>	Frivilligt VD-avhopp, lönsamhet, effektiva marknadshypotesen, avvikande avkastning, principal-agent teorin
<b>Syfte:</b>	Vi menar att undersöka om vid meddelande att VD avgår benämnt frivilligt i pressmeddelandet, se påverkan på aktiekursen i det berörda företaget både på lång och kort sikt. Om utfallet blir att underavkastning sker i en väsentlig del av händelserna, skulle det ge stöd åt att frivilliga VD-avhopp i de flesta fall vittnar om fallande lönsamhet.
<b>Metod:</b>	Vi genomför en eventstudie där vi analyserar ett visst antal frivilliga VD-avhopp inom två stycken händelsefönster. Där efter ser vi om vi hittar någon avvikande avkastning på grund av dessa frivilliga VD-avhopp.
<b>Teoretiskt perspektiv:</b>	Vår teori som uppsatsen grundas i är den effektiva marknadshypotesen samt teorier som kretsar kring om VD:ns betydelse samt inflytande i företaget.
<b>Empiri:</b>	Vår undersökning syftar på 39 stycken frivilliga VD-avhopp som ägde rum under tidsperioden 2001 till 2006.
<b>Resultat:</b>	Vi kunde inte finna något större signifikant samband mellan ett frivilligt VD-avhopp och en större negativ avkastning. Dock i enskilda fall kan man se stora förändringar i det längre händelsefönstret.

**Title:**

**Seminar date:** 2008-01-17

**Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credit Points (UPC) or ECTS-cr)

**Authors:** Niclas Carlsson  
Erik Johansson

**Advisor:** Maria Gårdängen

**Key words:** unforced CEO-withdrawal, profitability, effective market hypothesis, abnormal return, principal-agent theory

**Purpose:**

**Methodology:**

**Theoretical perspectives:**

**Empirical foundation:**

**Conslusions:**

# Innehållsförteckning

<b>Kapitel 1</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Tidigare forskning	6
1.4 Problemformulering	7
1.5 Syfte	7
1.6 Avgränsningar	8
1.6.1 Innebörden av frivilligt VD-avhopp	8
1.7 Disposition	10
<b>Kapitel 2</b>	<b>11</b>
2.1 Metodval	11
2.1.1 Inledande datainsamling	11
2.2 Eventstudie	12
2.2.1 Händelsefönster	13
2.2.2 Urvalskriterier	15
2.2.3 Skattning av normal avkastning	17
2.2.4 Skattning av parametrar	18
2.2.5 Överavkastning	20
2.2.6 Analys och resultat	20
2.3 Validitet	21
2.4 Reliabilitet	22

<b>Kapitel 3</b>	<b>23</b>
3.1 Effektiva marknadshypotesen	23
3.2 Spelar VD roll?	25
3.3 Agentteorin	26
<b>Kapitel 4</b>	<b>28</b>
4.1 Resultat från eventstudien kort sikt	28
4.2 Resultat från eventstudien lång sikt	29
<b>Kapitel 5</b>	<b>31</b>
5.1 Analys	31
5.2 Tillförlitlighet i resultatet	32
<b>Kapitel 6</b>	<b>34</b>
6.1 Slutsats	34
6.2 Förslag på vidare forskning	34
<b>Kapitel 8</b>	<b>36</b>
8.1 Publicerade källor	36
8.2 Artiklar	37
8.3 Elektroniska källor	38
<b>Bilagor</b>	<b>40</b>
Bilaga 1: Sammanställning av VD-förändringar 2001-2006	40
Bilaga 2a: Sammanställning AAR kort sikt	42
Bilaga 2b: Sammanställning CAR kort sikt	43

**Bilaga 2c: Sammanställning AAR lång sikt** \_\_\_\_\_ **43**

**Bilaga 2d: Sammanställning CAR lång sikt** \_\_\_\_\_ **44**

# Kapitel 1

## Inledning

---

---

*I det första kapitlet ges en bakgrund till problemet. Som sedan diskuteras i problemdiskussionen som mynnar ut i en problemformulering samt ett syfte. Tidigare forskning tas upp för att få en bättre förstå hur långt dagens forskningen är kommen.*

---

---

### 1.1 Bakgrund

Den 3 september år 2007 meddelade gruvbolaget Boliden att Jan Johansson lämnar bolaget efter sex år på VD-posten. Förklaringen till avgången löd att han erhållit ett erbjudande av pappersföretaget SCA som han inte kunde tacka nej till. Det gjordes för att klargöra att han inte självmant sökt sig bort från Boliden. Den 25 september meddelades det att Jan Johansson sålt av hela sitt aktieinnehav i Boliden. Hans totala innehav i Boliden uppgick till 50 000 aktier och hade ett marknadsvärde på 6,5 miljoner kronor räknat på försäljningskursen. Händelsen ägde rum cirka två veckor innan bolaget skulle avsluta räkenskaperna för den innevarande kvartalsperioden<sup>1</sup>.

Den 30 oktober kom kvartalsrapporten för perioden juli-september och aktien hade backat med nio procent vid stängning, rapporten var en besvikelse där fallande dollar, zinkpriser och utvinning av basmetaller i gruvorna var anledningarna till den fallande lönsamheten<sup>2</sup>.

Direkt efter kvartalsrapporten publicerades svensk finansmedia många kritiska artiklar angående avhoppet och avyttringen; ”Sålde före ras”<sup>3</sup>, ”Hur mycket visste du,

---

<sup>1</sup> www.di.se, Publicerad 071101, ”Han sålde före raset”, 2007-11-20

<sup>2</sup> www.Boliden.se, ”Kvartalsrapporten Juli-September”, 2007-11-20

<sup>3</sup> www.di.se, publicerad 071101, 2007-11-20

Jan?"<sup>4</sup>, "Ex-*vd sålde före kursras*"<sup>5</sup>. Många aktieägare och fondförvaltare var upprörda över det oväntade avhoppet, de menade att Jan Johansson borde ha varit fullt medveten om den negativa lönsamhetsutvecklingen och valde därför att lämna företaget och sälja av för att gynna sig själv. Detta med tanke på att Boliden rapporterar verksamhetens resultatsiffror månadsvis till VD:n<sup>1</sup>.

Jan Johansson dementerade alla misstankar om att han faktiskt agerat vårdslöst mot aktieägarna. Enligt honom hade han bara vetskap om siffror för juli månad och att dessa siffror; "*inte såg märkvärdigt ut på något sätt..., hade jag vetat det här hade jag kanske tänkt på ett annat sätt*"<sup>1</sup>. Vidare i intervjun förklarade han avyttringen som en naturlig del i ett bolagsskifte: "*Jag sålde i Boliden och köpte SCA. Jag sålde inte för att casha in. Eftersom jag sagt upp mig och slutat flyttade jag över till det nya bolaget. Det kändes naturligt för mig*"<sup>1</sup>.

Enligt anmälningsskyldigheten ska personer vilka innehar insynsställning i aktiebolag meddela finansinspektionen vid ändringar i aktieinnehav 35 dagar före affärsdagen. Detta har Jan Johansson gjort enligt finansinspektionen<sup>7</sup>. Istället är Jan Johansson av många, med tanke på den svaga kvartalsrapporten, misstänkt för att ha brutit mot marknadsmissbrukslagen,<sup>6</sup> denna lag reglerar att handel inte får baseras på insiderinformation.<sup>7</sup> I det här fallet har det inte framgått att personen i fråga erhållit sådan information.

Det här är bara ett av flera exempel på hur en VD kan agera för egen vinning inom ett företag. Nedan diskuterar vi vidare hur ett frivilligt VD-avhopp kan påverka aktiekursen samt olika motiv till varför det kan ske.

---

<sup>4</sup> www.dagensps.se, publicerad 071101, 2007-11-21

<sup>5</sup> www.ekonmomyheter.se, publicerad 071101, 2007-11-21

<sup>6</sup> www.di.se, Publicerad 071101, "*Han sålde före raset*", 2007-11-23

<sup>7</sup> www.fi.se, 2007-11-21



## 1.2 Problemdiskussion

Omsättningen av VD:s har ökat kraftigt det senaste decenniet, detta, som följd av att aktieägare och styrelse har valt att bedöma VD:s prestationer på en kortsiktigt basis. Booz Allen Hamiltons årliga studie påvisar att det årliga avskedandet av verkställande direktörer tydligt ökat under det senaste decenniet<sup>8</sup>. VD:s har blivit medvetna om det ökade kortsiktiga perspektivet på deras prestation, därför uppmuntras åtgärder som motverkar trenden. Telekombolaget Ericssons VD Carl Henric Svanberg diskuterade kring möjligheten att endast redovisa resultat- och balansslut för halvår och bortse från kvartalen. Han argumenterar för att *”aktiemarknaden riskerar till att fokusera sig på kvartalsekonomin istället för den långsiktiga utvecklingen”*<sup>9</sup>.

Rakesh Khurana skriver om det moderna VD-yrket i sin bok *Searching for corporate savior* om hur stora internationella företag som bl.a. Gillette, Coca Cola, och American Express sparkade sin VD för att hitta en bättre ersättare, trots att vissa av företagen uppvisade en stabil lönsamhetsutveckling och personerna suttit som VD över en relativt kort tid. Ingen VD kan alltså vara säker på sin plats, styrelse och aktieägare är ständigt på jakt efter den optimala ledaren<sup>10</sup>. Det skulle kunna bidra till att VD:s skulle avgå frivilligt vid en vetskap om sämre lönsamhet i framtiden. För att fortfarande framstå som en bra ledare och fortfarande vara attraktiv på jobbmaknaden, när perioden som de sitter har blivit kortare. Det kan även vara så att de avgår frivilligt när de vet att en sämre period för företaget är i antågande, för att på lösa in sina optioner eller aktier och utnyttja tillfället för att få högsta möjliga avkastning. Därav kommer författarna att undersöka på kort sikt som gjorts innan men även på lång sikt för att se om man här kan urskilja en avvikande avkastning.

---

<sup>8</sup> www.boozallen.se, *”Årlig Booz Allen Hamilton undersökning 2005,2006”*, 2007-11-21

<sup>9</sup> www.dn.se, publicerad 071118, *”Ericsson vill slippa kvartalsrapporter”*, 2007-11-23

<sup>10</sup> Khurana Rakesh, *”Searching for a corporate The Irrational quest for charismatic CEOs”*, 2002

### 1.3 Tidigare Forskning

Det har gjorts omfattande undersökningar kring VD-avgångar och dess effekt på aktievärdet. Forskningen har i stort sett handlat om fyra olika frågor:<sup>11</sup>

1. Kommer avgång att inträffa?
2. Hur kommer det inträffa? Vad är det som ska leda till avgången?
3. Vem kommer efterträda?
4. Vad kommer konsekvenserna av avgången att bli?

Vår undersökning handlar om frivilliga avgångar. Dessa avgångar är en följd av VD:ns eget initiativ. Forskningen kring frivilliga VD-avhopp och kort sikt har inte varit ett populärt forskningsscenario bland forskarna. Författarna till uppsatsen finner detta intressant då det ej har gjorts mycket forskning kring just den korta sikten. Därför vill vi se om marknaden reagerar direkt på ett frivilligt VD-avhopp och därmed anar en försämrad lönsamhet.

I denna uppsats mäter vi kursrörelse på kort och lång sikt knutna till frivilliga VD-avhopp. Den korta sikten handlar om hur nyheten av ett frivilligt VD-avhopp har konsekvens för aktieägarnas framtidsutsikter för företaget kassaflöden<sup>12</sup>. Därför blir således forskningsfråga fyra relevant.

Den längre sikten mäter däremot om det finns något bakomliggande motiv till frivilliga VD-avhopp. Vår hypotes är att VD:ns framtidsutsikter av fallande lönsamhet i företaget varit anledningen till avhoppet. Det handlar således om opportunistisk beteende från VD:ns sida.

---

<sup>11</sup> Hambrick, D.C. and S. Finkelstein, "Managerial Discretion: A Bridge Between Polar Views of Organizations,"

<sup>12</sup> Bromiley Philip, "On the Use of Finance Theory in Strategic Management" forthcoming in Advances in Strategic Management, Volume 6.

## 1.4 Problemformulering

Det undersökningen kommer att omfatta är som diskuterats ovan hur marknaden ser på ett frivilligt VD-avhopp på kort sikt, samt om marknaden prissätter denna information korrekt på lång sikt. Det finns bakomliggande orsaker till frivilliga VD-avhopp som man kan ana i fallet med Boliden. Skulle så vara fallet att aktiekursen går ner efter ett sådant avhopp är det möjligt att de flesta frivilliga VD-avhopp beror på en föraning om sämre lönsamhet och att VD:s därför väljer att avgå med flaggan i topp. Därmed definierar vi inte lönsamhet som faktiskt prestation, resultat, i den här undersökningen, utan som aktiemarknadens framtidsutsikter för prestationen. Därför ställer vi oss följande fråga:

Tolkar den svenska aktiemarknaden frivilliga VD-avhopp korrekt på längre sikt och avgår en VD frivilligt för att på så sätt rädda sitt eget anseende och även sälja av eventuella andelar i företaget innan aktien börjar reagera på den försämrade lönsamheten på kort sikt?

## 1.5 Syfte

Vi menar att undersöka om vid meddelande att VD avgår enligt vår definition frivilligt, se påverkan på aktiekursen i det berörda företaget både på lång och kort sikt. Om utfallet blir att underavkastning sker i en väsentlig del av händelserna, skulle det ge stöd åt att frivilliga VD-avhopp i de flesta fall vittnar om fallande lönsamhet.

## 1.6 Avgränsningar

Vi har för avsikt att undersöka den svenska aktiemarknaden under åren 2001 till 2006. Fokuseringen ligger enbart på Large Cap då det är den största marknaden i Sverige<sup>12</sup>. Motiveringen till denna avgränsning är att det är en välbevakad marknad i Sverige och att tiden inte räcker till för att även gå in på de mindre svenska aktiemarknaderna. Large Cap har även ett visst krav på antalet aktieägare samt andel av aktiekapital som

ska vara tillgängligt för köpare, därför ska inte enskilda aktieägare påverka aktiekursen i för stor utsträckning<sup>12</sup>. Avgränsningen åren 2001 till 2006 grundas på att detta har varit ett relativt stabilt ekonomiskt klimat i Sverige under dessa år, dock med ett undantag för år 2001 samt första halvan av år 2002<sup>13</sup>. Avgränsningen kommer endast innefatta frivilliga VD-avhopp och en definition på ett frivilligt VD-avhopp diskuteras i steg två i vårt metodavsnitt där urvalet för våra undersökningar diskuteras utförligare samt nedan..

### **1.6.1 Innebörden av frivilligt VD-avhopp**

Vid annonsering av ett VD-avhopp lämnar företaget ett pressmeddelande till en av de rapporterande nyhetsbyråerna kring OMX-börsen<sup>14</sup>. I detta pressmeddelande ska det gå att utläsa om VD har avgått frivilligt eller fått sparken. Problematiken ligger till stor del i att det är mycket svårt att uppskatta sanningen i det annonserade meddelandet. Att företaget annonserar att avhoppet är frivilligt innebär inte att marknaden har samma uppfattning, vad som är sant är ofta omöjligt att urskilja för betraktaren.

Ur den förre VD:ns synvinkel är det ur olika perspektiv positivt att lämna företaget frivilligt då han/hon behåller ett gott rykte gällande nästkommande anställningar. En sparkad VD anses troligen inte lika attraktiv som en frivilligt gående VD. Ur företagets synvinkel är en frivilligt avgående VD oftast ett billigare alternativ då en ofrivillig VD är dyr att lösa ut. Det kan t.ex. vara nödvändigt att betala för att häva kontraktet samt betala avgångsvederlag m.m. Att ett företag sparkar en VD kan tolkas av marknaden och av övriga intressenter som att företaget inte presterar sitt allra bästa. Detta kan resultera i fallande aktiekurs och dyrare kostnader i underhåll av intressenter.

---

<sup>13</sup>[http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell\\_utveckling/Borsutveckling\\_i\\_Sverige\\_och\\_USA/?from=2001&to=2006](http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell_utveckling/Borsutveckling_i_Sverige_och_USA/?from=2001&to=2006)

<sup>14</sup>[www.omx.se](http://www.omx.se), 2007-11-29

Hur marknaden reagerar på annonserat VD-avhopp skiljer sig från fall till fall. Beroende på premisserna med företagets annonsering av VD-avhoppet, dvs. företaget kan möjligtvis samtidigt annonsera tillträdande VD. Marknaden kan då reagera på den avgående VD:n, den tillträdande VD:n eller en kombination av de båda händelserna. För att enklare förstå marknads reaktion är det att föredra att annonseringen sker vid skilda tillfällen. Vid en alltför lång väntan på en annonsering av nästkommande VD kan marknaden reagera på oroligheter kring posten i sig, möjligheterna till att beröra alla möjliga utfall är mycket svårt.

## **1.7Disposition**

I kapitel ett har vi nu redogjort för de förhållanden som ligger till grund för undersökningen samt problemformulering och syfte. Kapitel två ger en överblick av metoden som används för att beräkna avkastningar. Det ges även en diskussion gällande validiteten och reliabiliteten i undersökningen. Vidare i kapitel tre presenteras de teorier som används för att analysera informationen som fås fram genom metoden. I kapitel fyra presenteras mätningarna som hämtats från Six Trust och därefter sammanställts genom att använda metoden. Kapitel fem består av en analys av resultaten. I det efterföljande kapitlet alltså kapitel sex presenteras slutsatsen samt ett avsnitt om förslag på vidare forskning.

**Kapitel 1 - Inledning**

**Kapitel 2 - Metod**

**Kapitel 3 - Teoretisk referensram**

**Kapitel 4 - Resultat**

**Kapitel 5 - Analys**

**Kapitel 6 - Slutsats**

## Kapitel 2

### Metod

---

---

*Här presenteras tillvägagången i uppsatsen. Val av metod och varifrån informationen hämtas följer nedan. Ställningstagandet till insamlad information beskrivs även i nedanstående kapitel.*

---

---

#### 2.1 Metodval

För att kunna jämföra många enheter väljs den kvantitativa metoden. Enligt Holme och Solvang lämpar sig kvantitativ metod då undersökaren vill kunna dra slutsatser ur statistiskt material<sup>15</sup>. Det är just antalet undersökta enheter som i vår undersökning medför relevans. Antalet kommer även att ha betydelse då hypotesprövning görs. För att senare kunna göra beräkningar på det insamlade materialet används en eventstudie<sup>16</sup>. En närmare genomgång av denna följer nedan.

##### 2.1.1 Inledande Datainsamling

Datainsamlingen inleds med att identifiera företag som har haft VD-förändringar under den valda undersökningsperioden. Perioden som undersöks är 2001-01-01 till 2006-12-31. Informationen söks i böckerna Ägarna och Makten för åren 2001 till 2003 då de kommer ut årligen. VD-förändringar slutade publiceras i Ägarna och Makten<sup>17</sup> efter upplagan 2003, därefter publiceras informationen i litteraturen

---

<sup>15</sup> Holme och Solvang (1997), Forskningsmetodik om kvalitativa och kvantitativa metoder

<sup>16</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

<sup>17</sup> Daniel Fristedt, Anneli Sundin, Sven-Ivan Sundqvist,; Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2002-2004; SIS Ägarservice AB

Styrelser och Revisorer<sup>18</sup> som ges ut av SIS Ägarservice årligen i juni. Författarna har från 2004 års VD-förändringar använt Styrelse och Revisorer för åren 2004 till 2006. Publikationen av de båda litteraturerna sker i juni året efter, det vill säga att information om 2003 års VD-förändringar finner man i 2004 års upplaga. År 2007 används inte då det endast hade varit möjligt att använda första halvan då lång sikt är bestämt till 150 dagar. Därav studeras endast frivilliga VD-avhopp fram till årsskiftet 2006/2007.

Tillägg till de VD-förändringarna som hittas i Ägarna och Makten<sup>19</sup> respektive Styrelser och Revisorer<sup>20</sup> används då författarna söker efter relaterat pressmeddelande på Waymaker's hemsida<sup>21</sup> för respektive företag. Waymaker är en leverantör av pressmeddelande från företag och är den leverantör som bland annat Stockholmsbörsen, Affärsvärlden och Dagens Industri använder<sup>22</sup>. Det datum som företaget anger i sitt pressmeddelande är det datum vi använder oss av då det är vår händelsedag. De företag som inte använder sig av Waymaker för rapportering och därav inte funnit något pressmeddelande har vi använt oss av respektive företags hemsida för att finna informationen.

De funna pressmeddelandena har analyserats bolag för bolag enligt egna ställda kriterier som beskrivs nedan i eventstudien, och därefter har VD-avgångarna klassificerats som frivilliga eller ofrivilliga. De funna friviliga VD-avgångarna används sedan för fortsatt insamling av data för de berörda företagen och de aktuella datumen.

---

<sup>18</sup> Daniel Fristedt, Sven-Ivan Sundqvist; Styrelse och Revisorer i Sveriges Börsföretag 2007-2008; SIS Ägarservice AB

<sup>19</sup> Daniel Fristedt, Anneli Sundin, Sven-Ivan Sundqvist; Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2002-2004; SIS Ägarservice AB

<sup>20</sup> Daniel Fristedt, Sven-Ivan Sundqvist; Styrelse och Revisorer i Sveriges Börsföretag 2007-2008; SIS Ägarservice AB

<sup>21</sup> [www.waymaker.se](http://www.waymaker.se)

<sup>22</sup> [www.waymaker.se](http://www.waymaker.se)

De företag som klarat våra kriterier och således inte sållats bort i urvalet används SIX Trust Money Chart för att hämta specifik information för de aktuella företagen. Datorprogrammet SIX Trust Money Chart har använts på ekonomihögskolan i Lunds finanslab. De företag vi finner söker vi för en specifik tidsperiod före och efter händelsedagen. För företagen hämtas en indexserie för samma tidsperioder inom vilken aktiekursen hämtas för att skatta nödvändiga parametrar, vilket beskrivs utförligt i eventstudien som följer nedan.

## 2.2 Eventstudie

Metoden genomförs med hjälp av en eventstudie då detta är den som används av annan liknande forskning vilket gör att vi ser detta som en bra modell på vägen till att uppfylla vårt syfte och besvara vår problemställning.

Modellen som används kommer från Campbell samt MacKinlay och är en sju-stegsmodell som vilken här nedan ska modifieras för att passa syftet och problemformuleringen. I korthet hjälper denna eventstudie att mäta den avvikande avkastningen<sup>23</sup>. Nedan kommer det även diskuteras hur skattningen av de olika parametrarna fortskrider, samt vilka formler som används för att beräkningarna ska bli korrekta. Samtidigt kommer även urvalskriterierna att diskuteras nedan vilket kan ses som en tydligare diskussion av den kortfattade underrubriken avgränsningar i föregående kapitel.

---

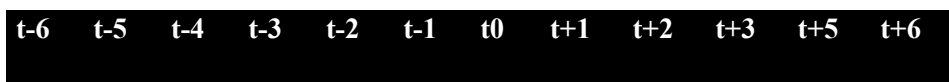
<sup>23</sup> MacKinlay, G, (1997) "Eventstudies in Economics and finance", s 13-39



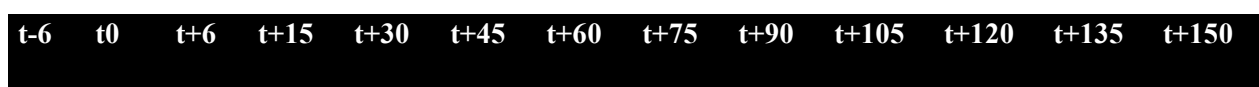
## 2.2.1 Händelsefönster

*Det första steget som genomförs i modellen består av att bestämma vilken testperiod som ska användas. Det innefattar bland annat att bestämma ett händelsefönster och definiera händelsedagen. Det görs för att på så sätt senare kunna användas vid beräkning av bl.a. avkastningarna för de enskilda aktierna<sup>24</sup>.*

Det första händelsefönstret, det vill säga tiden för händelserna, är sex dagar innan till sex dagar efter händelsedagen, alltså dag noll. Det andra händelsefönstret är det på längre sikt som omfattar 150 dagar framåt i tiden. I modellen nedan är sex arbetsdagar innan händelsedagen  $t_{-6}$ , medan  $t_0$  kommer att vara händelsedagen alltså dag noll. Nästa är sex arbetsdagar efter händelsedagen  $t_{+6}$  och till sist kommer dag 150 att bli  $t_{+150}$ . Den sistnämnda parametern kommer att mätas 150 handelsdagar efter händelsedagen. I klarspråk används två händelsefönster, det första sex dagar innan händelsen och sex handelsdagar efter händelsedagen, det andra händelsefönstret sträcker sig sex handelsdagar innan händelsedagen till 150 handelsdagar efter händelsedagen. I det första händelsefönstret kan vi då se den avvikande avkastningen varje dag d.v.s. för  $t_{-6}$ ,  $t_{-4}$  osv. fram till  $t_6$ . För den längre mätperioden ackumuleras avkastningarna vid dag 150 för att se hur stor den avvikande avkastningen är vid denna dag. Vi tar också och ser för avkastningarna dag  $t_{15}$ ,  $t_{30}$ ,  $t_{45}$  osv. till  $t_{150}$ .



*Figur 2.1 Händelsefönster 1.*



<sup>24</sup> MacKinlay, G, (1997) "Eventstudies in Economics and finance", s 13-39

### Figur 2.2 Händelsfönster 2

Anledningen till att tiden sex dagar valts är för att författarna anser att marknaden då har absorberat informationen vid pressmeddelandets release och bearbetat denna information, vilket i sin tur kan ha påverkat aktiekursen. Motiveringen till valet att använda oss av ett intervall på sex dagar innan nyheten släpps är att på så sätt minskar risken att information redan kan läckt ut och då ha absorberats av en del på marknaden och på så sätt påverkat aktiekursen. Därför kommer dessa sex dagar att minimera risken att aktien redan skulle vara påverkad av läckt information om den aktuella händelsen.

Motiveringen till 150 handelsdagar används grundas på att marknaden nu har inhämtat mycket annan information som har påverkat aktiepriset. Det kan vara information som t.ex. kvartalsrapporter eller uttalanden. Det som kommer med i en längre mätperiod är om marknaden tar hänsyn till VD-avhoppet och om marknaden justerar aktiepriset för detta. Alltså kan författarna se om det frivilliga avhoppet påverkar på lång sikt eller om det blir en anpassning ju längre tiden går. Vilket det borde bli enligt den effektiva marknadshypotesen<sup>25</sup>. Denna teorin diskuteras i teorikapitlet.

Enligt Campbell är en av svårigheterna när man tar information från externa källor att bestämma den specifika händelsedagen, alltså dag noll( $t_0$ ).<sup>26</sup> Händelsedagen i vårt fall är när det frivilliga VD-avhoppet annonseras i ett pressmeddelande av företaget. Vi söker efter händelserna på Waymaker<sup>27</sup> för att se på respektive företags pressmeddelande om den inträffade händelsen. Här kan vi då se om det stämmer

---

<sup>25</sup> Eugene F. Fama, "Random Walks in Stock Market Prices" Selected Papers No 16. Graduate school of Business University of Chicago

<sup>26</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

<sup>27</sup> [www.waymaker.se](http://www.waymaker.se)

överens med våra kriterier för ett frivilligt VD-avhopp som följer nedan i steg två där urvalskriterier diskuteras. Stämmer det med kriterierna kommer dagen då pressmeddelandet släpptes vara händelsedagen, det vill säga den dag då VD-avhoppet annonserades av företaget. Ofta presenteras även en ersättare vid VD-avhoppet men fallet är inte alltid så utan en ersättare kommer att presenteras vid ett senare tillfälle. Författarna ser det som dagen då pressmeddelandet om den verkställande direktörens avhopp presenteras som dag noll även om ingen ersättare presenteras. Det motiveras genom att marknaden då reagerar på VD-avhoppet och någon reaktion på vem den nya VD:n är kommer inte att vara relevant då det är frivilliga VD-avhopp som är det som studeras i denna uppsats.

### 2.2.2 Urvalskriterier

*I steg två bestäms urvalskriterierna<sup>28</sup>. Det är alltså dessa undersökningar som ska ingå i eventstudien och vara till grund för beräkningarna i senare steg. Avgränsningarna beskrevs i kapitel ett och det kan vara bra att ha dessa i åtanke när urvalskriterierna går igenom.*

Som diskuterats tidigare under rubriken avgränsningar koncentrerar vi oss på åren 2001 till 2006. Vi inriktar oss på Large Cap och tidigare A-listan med motiveringen som följde ovan i avgränsningar. Urvalet ska enbart vara frivilliga VD-avhopp och dett definieras närmare för att få ett korrekt urval. Nedan följer det vi anser vara riktiga kriterier för att det ska falla i kategorin frivilliga VD-avhopp. Självklart kommer inte alla dessa kriterier att kunna uppfyllas i varje pressmeddelande men något av nedanstående ska finnas med i berörda pressmeddelande.

---

<sup>28</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

1. Det ska gå att utläsa i pressmeddelandet att berörda VD lämnat sin post. Vad författarna anser som frivilliga anledningar kan vara att ett attraktivare jobb (vanligt att tidigare VD fortsätter som styrelseordförande i företaget) har dykt upp eller andra privata skäl.
2. Som diskuterats ovan i steg ett har det inte någon betydelse om en ny VD utses i samma pressmeddelande.
3. Avhoppet ska inte vara påtvingat av styrelsen samt att det får inte vara någon tydlig bakomliggande konflikt mellan styrelse och VD. Svårigheten här är att se dessa bakomliggande konflikter. Det är mycket sällsynt att man går ut med att en konflikt ligger bakom ett avhopp. Här är författarna mycket kritiska till informationen och försöker hitta så mycket bakomliggande information som möjligt för att kunna skaffa sig en bild av varför avhoppet ägt rum. Står vi osäkra till informationen även efter närmare granskning exkluderar vi VD-avhoppet.
4. Uppköp eller fusioner får inte vara orsaken till avgång. Skulle något av detta framkomma i ett pressmeddelande kommer det avhoppet att exkluderas från urvalet.

Det största problemet när författarna bestämmer vilka avhopp som är frivilliga eller ej är att veta om respektive VD fått sparken. Det är mycket ovanligt att det står i pressmeddelandet att VD:n får sparken. Det enda görbara är att utgå från att pressmeddelandet är av sanning, övriga ej faktabaserade förningar, gissningar, tolkningar med mera bortses det från, då vi inte anser informationen tillförlitlig.

Informationen hämtas från pressmeddelandena som finns på Waymakers hemsida och därefter noteras datum för pressmeddelandet. De pressmeddelande som inte går att finna via Waymaker sökes det istället efter på respektive företags hemsida där samma information finns att hämta. Utifrån Large Cap har vi hittat 39 stycken frivilliga VD-avhopp som stämmer in med urvalskriterierna ovan.

### 2.2.3 Skattning av normal avkastning

Det **tredje steget** omfattar skattning av den normala avkastningen. I Campbell definieras den normala avkastningen som den avkastningen vilken hade fåtts om den speciella händelsen inte hade ägt rum. Vidare definieras den avvikande avkastningen som skillnaden mellan den förväntade normala avkastningen och den observerade avkastningen<sup>29</sup>.

Det första som utförs är att bestämma de enskilda aktiekurserna. Kurserna hämtas från Six Trust Money Chart och är ett genomsnitt av köp- och säljkursen vid börsens stängning. Nedanstående formel används där  $R_{it}$  är den verkliga avkastningen och beräknas som den procentuella förändringen i den framtagna kursen mellan två tidpunkter.

#### *Ekvation 2.1 Snittkurs*

I formeln är  $P_i(t=1)$  den genomsnittliga kursen idag och  $P_i(t=0)$  visar den genomsnittliga kursen igår. Den normala avkastningen beräknas med hjälp av marknadsmodellen som förklaras och motiveras nedan.

I Campbell finner vi två modeller för att mäta den normala avkastningen. Dessa två modeller är Constant-Mean-Return och Marknadsmodellen. Modellerna skiljer sig åt på så sätt att Constant-Mean-Return model antar att medelavkastningen på aktien är

---

<sup>29</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

konstant över tiden. Medan marknadsmodellen antar en stabil linjär relation mellan marknadens avkastning och aktiens avkastning. Den del av avkastningen som är relaterad till variationen i marknadens avkastning har tagits bort. Det medför att variansen i den avvikande avkastningen är reducerad<sup>30</sup>. Det sistnämnda är anledningen till att marknadsmodellen används i våra uträkningar.

I modellen nedan måste avkastningen på marknaden mätas alltså  $R_{mt}$ . För det ändamålet används marknadsindex under vår mätperiod. Framst för att vi inte har tillräckligt med företag i olika branscher för att kunna använda branschindex i beräkningarna, resultat skulle i sådana fall inte bli tillförlitligt. Marknadsindexet som används är Stockholm OMX 30. Tanken var att använda AFGX Large Cap men då det inte fanns längre tillbaka än till år 2003 var vi tvungna att ta det förstnämnda indexet då det anses vara det näst bästa alternativet. Stockholm OMX 30 är index för de 30 största bolagen vid Stockholmsbörsen<sup>31</sup>, indexet stämmer bra överens med våra undersökta bolag som tillhör de största på Stockholmsbörsen.

### *Ekvation 2.2 Marknadsmodellen*

Den förväntade avkastningen  $R_{eit}$  för en enskild tillgång  $i$  uttryckt som en funktion av avkastningen på marknaden ( $R_{mt}$ ) under de olika tidpunkterna  $t$ . Vidare är  $\alpha_i$  interceptet om  $R_{mt}$  är lika med noll.  $\beta_i$  mäter hur marknaden påverkar den enskilda

---

<sup>30</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

<sup>31</sup> [www.sixtrust.se](http://www.sixtrust.se)

tillgången. Det sista som görs är att beräkna överavkastningen (**AR**) som en residual mellan den förväntade och verkliga avkastningen.<sup>32</sup>

### *Ekvation 2.3 Överavkastning*

#### **2.2.4 Skattning av parametrar**

*I det fjärde steget skattas parametrarna som finns i modellerna. I MacKinlay rekommenderas det att ett skattningsfönster används som befinner sig innan händelsefönstret<sup>33</sup>.*

$\beta$  skattas för varje aktie med hjälp av Six Trust<sup>34</sup>. Vidare säger MacKinlay<sup>32</sup> att man bör använda koefficienter från en speciell kontrollperiod som ligger tidigare än händelsefönstret. Det görs för att öka studiens validitet<sup>32</sup>. Med det i åtanke beräknas en historiskt skattad  $\beta$  20 dagar före VD-avhoppet samt 260 handelsdagar tillbaka, alltså skattas beta i intervallet t-20 till t-260. Varför vi sätter tiden tjugo dagar beror på att vi inte riskerar att någon information har läckt ut om det kommande VD-avhoppet och därmed påverkat  $\beta$ . Beta skattas med nedanstående formler som kommer från MacKinlay<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

<sup>33</sup> MacKinlay, G, (1997) "Eventstudies in Economics and finance", s 13-39

<sup>34</sup> [www.sixtrust.se](http://www.sixtrust.se)

*Ekvation 2.4 Betaskattning*

*Ekvation 2.5  $\mu_i$*

*Ekvation 2.6  $\mu_m$*

Alfa ( $\alpha$ ) skattas med hjälp av tidigare ekvationer som beskrivs ovan. Enligt formeln<sup>34</sup>:

*Ekvation 2.7 alfaskattning*

### **2.2.5 Överavkastning**

*I steg fem beräknas det ifall någonöveravkastning existerar och det görs genom den genomsnittliga dagliga avvikande avkastningen (AAR) beräknas. Det görs för varje period i händelsefönstret och sen ackumuleras dessa genomsnittliga avvikande avkastningar i respektive händelsefönster. Därefter fås den totala påverkan på*



aktiekursen och en aggregering av den avvikande avkastningen görs genom att beräkna "cumulative abnormal return" (CAR)<sup>35</sup>.

Den genomsnittliga dagliga avvikande avkastningen (AAR) beräknas utifrån våra observationer, dels för den kortsiktiga mätningen och dels för den långsiktiga mätningen enligt nedanstående ekvation.

#### *Ekvation 2.8 Genomsnittlig daglig avvikande avkastning*

I ekvationen är ***AR<sub>it</sub>*** den beräknade avvikande avkastningen för varje tillgång betecknad ***i*** och ***N*** är antalet event. Med hjälp av det får vi fram AAR som motsvarar de olika dagarna i det korta händelsefönstret samt händelsefönster två för den längre sikten<sup>34</sup>.

En hypotesprövning genomförs på våra data för att se om beräkningarna är karakteristiska för hela dataserien<sup>36</sup>. Det görs med hjälp av ett t-test för att kunna bevisa, ifall överavkastningar uppstår, om de är statistiskt säkerställda eller bara beror på slumpen. Hypoteserna formuleras som följer, nollhypotesen (**H0**) och mothypotesen (**H1**). Samma hypoteser gäller även CAR och hypotesprövning sker på både lång- och kort sikt .

$$H_0: AAR_t=0$$

$$H_1: AAR_t \neq 0$$

---

<sup>35</sup> MacKinlay, G, (1997) "Eventstudies in Economics and finance", s 13-39

<sup>36</sup> MacKinlay, G, (1997) "Eventstudies in Economics and finance", s 13-39

- Den första (H0) säger att ett frivilligt VD-avhopp ej orsakar någon avvikande avkastning i förhållande till marknadsindex (AAR=0) om H0 accepteras.
- Den andra (H1) säger att ett frivilligt VD-avhopp orsakar avvikande avkastning i förhållande till marknadsindex (AAR≠0) om H0 förkastas.

Signifikansnivå sättes till 95 procent. Det är risken att en sann nollhypotes förkastas<sup>37</sup>. Testet genomförs genom ett t-test i statistikprogrammet SPSS.

Nästa del i steg 5 består i att ackumulera de genomsnittliga avvikande avkastningarna enligt följande ekvation.<sup>35</sup>

#### *Ekvation 2.9 Ackumulerad avvikande avkastning*

Vad vi vill få fram med detta är att se om det finns något signifikant samband mellan kursnedgång/kursuppgång vid ett frivilligt VD-avhopp. Kursuppgång respektive kursnedgång likställs med att marknaden tolkar VD-avhoppet negativt eller positivt. Undersökningen kommer att till början utgå från kortsiktigt perspektiv och efteråt fortsätta med kursutvecklingen på längre sikt, vilket i vårt fall är 150 handelsdagar efter händelsedagen, alltså dag noll.

---

<sup>37</sup> Körner och Wahlgren, (2006) "Statistisk dataanalys"

Överavkastningarna ackumuleras från sex dagar innan ( $t_{-6}$ ) dag 0( $t_0$ ) i händelsefönstret, det sker för varje enskild dag fram till dag( $t_{+6}$ ). Därefter sker samma ackumulering av de avvikande avkastningarna vid dag sex( $t_{+6}$ ) och efter 150 dagar( $t_{+150}$ ). Vi kommer då att se resultatet för varje enskild dag. För att få en bättre överblick då det blir för stort att publicera alla 150 dagarna väljer vi ut dagarna på samma sätt som vi gör för den genomsnittliga avvikande avkastningen.

## 2.2.6 Resultat och analys

*Del sex och sju i sjustegsmetoden innefattar redovisning av resultaten en analys av utfallet presenteras<sup>38</sup>. I kapitel fyra redovisas resultaten från mätningarna och i kapitel fem analyseras resultatet.*

## 2.4 Reliabilitet

Reliabilitet innebär att ställning tas till om måttet som används i undersökningen är pålitligt. I vår undersökning måste vi främst ta hänsyn till det som kallas internbedömarreliabilitet. Det innefattar hur information taget från media tolkas samt kategoriseras<sup>39</sup>. Det syns främst i vår tolkning av pressmeddelandena för att se om det rör sig om frivilligt VD-avhopp eller inte. Svårigheten är att kategorisera frivilligt kontra icke frivilligt. Men eftersom att urvalskriterier formulerats i metoden är det enda som är svårverifierbart de bakomliggande motiven till avgången. Genom dessa urvalskriterier tolkas de valda pressmeddelandena på ett entydigt sätt. I de fall vi har varit oense om huruvida det är ett frivilligt avhopp eller ej har vi valt att bortse från avhoppet i vår undersökning och se det som att berörda VD fått sparken.

---

<sup>38</sup> Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay; *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, New Jersey (1997)

<sup>39</sup> Alan Bryman och Emma Bell, (2003) ”Företagsekonomiska forskningsmetoder”

## 2.3 Validitet

Validiteten påvisar ifall de beräkningar som används i metoddelen hjälper oss att få ett tillförlitligt resultat och utifall dessa mäter det som det är tänkt att mäta<sup>40</sup>.

Innebörden av undersökningen är hur ett frivilligt VD-avhopp i ett noterat bolag påverkar aktiekursen på både kort och lång sikt. Att särskilja olika faktorer som ej behöver vara med och som måste rensas för är i princip en omöjlighet då det är väldigt mycket som påverkar. Informationen om ett frivilligt VD-avhopp speglas i mycket av informationen som kommer ut på marknaden. Denna tolkar t.ex. även informationen i kvartalsrapporter där siffror kan vara påverkade av det berörda avhoppet.

Six Trust där de specifika aktiekurserna kommer från kategoriseras som en säker källa och Affärsvärldens årsbok samt Ägarna och makten där vi hittat alla VD-avhopp under vår undersökningsperiod. Alltså beror mycket av validiteten i studien på att dessa meddelanden har tolkats på ett rättvisande sätt.

Då metoden har konstruerat med hjälp av två olika metodböcker, MacKinlay samt Campbell, för att skapa eventstudien, anser vi att metoden ger ett tillförlitligt resultat. Främst därför att tidigare forskning använder denna metod då de utför sina undersökningar.

---

<sup>40</sup> Alan Bryman och Emma Bell, (2003) ”Företagsekonomiska forskningsmetoder”

## Kapitel 3

### Teoretisk referensram

---

---

*I nedanstående kapitel ges den teoretiska referensramen. Det är utifrån dessa teorier som analysen kommer ha sin grund.*

---

---

#### 3.1 Effektiva marknadshypotesen

*Den här undersökningen diskuterar huruvida nyheten gällande frivilligt VD-avhopp inom svenska företag noterade på Large Cap, Stockholmsbörsen, innehar kurspåverkande informationsvärde.*

Den här forskningen genomförs som tidigare diskuterats med hjälp av en eventstudie där rörelse i aktiekurser mäts på kort och lång sikt. Vad är det man egentligen mäter när man observerar rörelser i aktiekurs och hur kan detta kopplas till företagets lönsamhet? Syftet med en eventstudie, enligt Philip Bromiley, är att mäta hur nyttillgänglig information påverkar bolagets aktie. Vidare förklaras att en aktiekurs är värdet av investerarnas samlade framtidsutsikter av bolaget. Det kan förklaras utifrån Net present value (NPV) då aktuella aktievärdet är nuvärdessumman av verksamhetens förväntade kassaflöden. Information som offentliggörs och tros ha betydelse för bolagets framtida kassaflöde kommer därför först korrigeras i aktiekursen.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> Philip Bromiley, "On the Use of Finance Theory in Strategic Management".

Det förutsätter att antagandet om att marknaden prissätter de berörda aktierna på ett effektivt sätt är korrekt, annars blir inte resultatet rättvisande. Den effektiva marknadshypotesen förklarar att priset på ett finansiellt instrument till fullo reflekterar all marknadstillgänglig information, i alla tidpunkter;<sup>42</sup>

*"An 'efficient' market is defined as a market where there are large numbers of rational, profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants. In an efficient market, competition among the many intelligent participants leads to a situation where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which, as of now, the market expects to take place in the future. In other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value."<sup>45</sup>*

Vidare säger denna teori att över- eller underavkastningar endast ska ske om någon ny information offentliggörs, först då revideras investerarnas framtidsutsikter om bolaget.

Fama grundade dessa uttalanden på vissa antaganden. Ett antagande är att alla inblandade aktörer i handel med värdepapper ska eftersträva maximal avkastning på sina investeringar. Det andra antagandet är om en snabb informations spridning, att nyheten når ut till så många som möjligt. Andra antaganden är att det finns tillräckligt många investerare (omsättning) på marknaden för att påverka kursen, vidare antas det att marknads aktörer är kapabla till att tolka informationens innebörd på rätt sätt.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Eugene F. Fama, "Random Walks in Stock Market Prices". Graduate school of Business University of Chicago Selected Papers No 16

<sup>43</sup> Eugene F. Fama, "Random Walks in Stock Market Prices"s.4.

En tidigare artikel kring samma ämne gjordes av Louis Bachelier som skriver att aktiekursutveckling inte har något mönster, att historiska rörelser inte har någon betydelse för framtida kursrörelser. Hans slutsatser var att det inte finns något definierbart som normal- och avvikande avkastningar eftersom den förväntade avkastningen för investeraren är noll och därav väljer han att benämna aktiehandeln som ett "rättvist spel".<sup>44</sup>

Många har kritiserat att marknader med finansiella instrument skulle vara perfekt effektiva i alla lägen, därför har vissa forskare enats om att istället prata om graden av effektivitet. Styrkan bestäms av hur väl en aktiekurs speglar den tillgängliga informationen .

1. **Svag effektivitet:** Innebär att priset bara är ett resultat av företagets unika historik, därmed är teknisk analys inte till någon nytta.
2. **Mellan effektivitet:** Innebär att utöver historisk data, reflekteras all ny tillgänglig information i priset till fullo, därmed anses fundamental analys inte spela någon roll för framtidsutsikterna.
3. **Stark effektivitet:** Innebär att all värdefull information som finns om bolaget speglas i kursen, både offentlig data men även insider information är inkorporerat i kursen och är inte till något värde för aktiemarknaden.<sup>45</sup>

### 3.2 Spelar VD roll?

*I det här avsnittet redogörs teori kring VD:ns begränsningar och möjligheter för att påverka en negativ lönsamhetstrend.*

Media brukar alltid lyfta fram enskilda ledare som representanter för ett företag, framgångsrika företag brukar ha hyllade ledare medan de mindre lönsamma sparkar

---

<sup>44</sup> Louis Bachelier "The theory of speculation" Princeton University Press",2006

<sup>45</sup> Fama, Eugene F. (1969). "Efficient Capital Markets: A Review of theory and Empirical Work"

sina för att ersätta denne med en förhoppningsvis bättre VD<sup>46</sup>. Det förmår dock att diskuteras i hur stor del den enskilde VD:n har i företagets prestationer.

VD:ns uppgifter inom organisationen är många, nedan har några sammanfattats:

- Ansvara för att nya produkter och/eller tjänster utvecklas.
- Fastställa mål för olika avdelningar och tillsammans med ansvariga chefer komma fram till hur de bäst nås
- Anpassa verksamheten i förhållande till konjunktursvängningar.
- Vara ansvarig för att sortimentet anpassas till efterfrågan
- Att på olika sätt entusiasmera medarbetarna och skapa en positiv anda i företaget.
- Representera företaget utåt mot olika intressenter och allmänhet.
- Delegera arbetsuppgifter och beslutsrätt.<sup>47</sup>

Vissa framstående teorier inom organisationslära har dock använts för att begränsa verkställande direktörers möjligheter till att utföra dessa uppgifter och uppnå full effekt.

En förklaring till ledarens begränsade roll i helheten är genom teorin om populationsekologin. Organisationer är enligt denna teori begränsade av deras historik, deras produkter och den miljö som de verkar i.<sup>48</sup>

Rakesh Khuran skriver varför VD:s anses vara överskattade i betydelsen för lönsamheten. Han anger två anledningar till detta. Först anser han medias och styrelsens fixering av VD:ns karisma vara ett överskattat kriterium, det uppmärksammas mycket i VD:n när det gäller bedömningen av dennes skicklighet.

---

<sup>46</sup> Rakesh Khurana 2002 *“Searching for a corporate savior”* kap1

<sup>47</sup> [http://www.expowera.com/mentor/foretaget/styrelsearbete\\_vd.htm](http://www.expowera.com/mentor/foretaget/styrelsearbete_vd.htm)

<sup>48</sup> Hannan and Freeman 1977 *“The population ecology of organizations”*



Det trots att denne för övrigt inte besitter någon realistisk och konsekvent handlingsplan<sup>49</sup>.

Andra orsaken till VD:ns begränsade betydelse är kopplad till organisationens storlek. Ju större företag, desto mindre viktig blir VD:ns roll i företaget. Det beror på att större företag vanligtvis består av flera olika affärssegment och att företagets övergripande strategiposition är resultatet av dessa olika strategier fattade på lokal nivå. Enligt Rakesh Khurana har därför VD:n inte möjligheten att fatta beslut i alla kritiska frågor, hans eller hennes faktiska uppgift blir således att fördela kapital inom företaget och anställa underchefer<sup>48</sup>.

### 3.3 Agentteorin

*I den här uppsatsen undersöks bl.a. om VD uppvisar ett opportunistiskt beteende när denne väljer att lämna företaget på eget initiativ.*

Agentteorin är ett begrepp som syftar till att beskriva problematiken som uppstår när ägandet separeras från ledningen och sprids mellan mindre aktörer. Problematiken grundar sig i intressekonflikter mellan agenten(företagsledningen) och principalerna(ägarna). I teorin utgår man från att principalen och agenten saknar målöverensstämmelser och att båda parter eftersträvar hög materiell standard, därav tenderar de till att agera opportunistiskt. Ett annat antagande är att agenten är riskavers. Med detta menas att han förväntas välja det alternativ som har lägst risk, alternativt ingen risk. Om han tar en högre risk så förväntar han sig högre ersättning.<sup>50</sup>

Vidare har även teorin gett upphov till diskussionerna om hur man ska kontrollera och styra agenten så inte denne handlar opportunistiskt. Två olika åtgärder som kommer att beröras är kontrakt och incitamentsprogram.

---

<sup>49</sup> Rakesh Khurana (2002) "Searching for a corporate savior"

<sup>50</sup> Nygaard claus och Bengtsson Lars "Strategizing" kap3

Det första principalen bör åtgärda för att motverka opportunistiskt beteende är att upprätta kontrakt. Ett kontrakt ska innehålla måluppfyllelser för både principalen och agenten. Vid kontraktupprättelser bör styrelsen tänka på tre punkter. Det ena är att kontraktet måste innehålla attraktiva ersättningar för agenten för att denne ska lockas av andra företag med förmånligare ersättningar. Den andra punkten är att skapa incitament som känns möjliga och relevanta för agenten att uppnå. Den tredje punkten är att belöningarna ska baseras på information som både agenten och principalen har kunskap om.<sup>51</sup> Kontrakt ska dock inte anses vara heltäckande i och med att egna intressen styr individen. Den moraliska risken uppenbarar sig i den stund som kontraktet skrivs, när ett avtal är ofullständigt skrivet.<sup>52</sup>

För att ägaren skall kunna agera i ledningens intresse så måste även principalen erbjuda agenten olika incitament.<sup>53</sup> Det brukar man oftast göra med olika belöningssystem. Samuelsson skriver om två typer av belöningar både *monetära* och *ickemonetära* belöningar.

De vanligaste monetära belöningarna riktade mot ledningar är *bonusar* och *teckningsoptioner*. Dessa kännetecknas av att en anställd får en ersättning i förhållande till sin prestation. Innehavaren av en teckningsoption får rätt att teckna aktier till ett förutbestämt pris.

Författaren Linblom ger en bra förklaring på de ickemonetära belöningarna. Han identifierar de som ej materiella och ekonomiska ersättningar. Exempel på sådana belöningar är att visa uppskattning och betraktelse för enskilda individer, att individer ska känna säkerhet till sin position. För vissa människor kan detta vara att finnas i en verksamhet som ständigt utvecklas till det positiva. Det kan även för vissa anses vara viktigt att uppnå en viss status inom sitt yrke.<sup>54</sup>

En alternativ modell till agentteorin är *stewardship-modellen*. Här existerar ingen intressekonflikt utan VD:n väljer att visa vårdplikt och lojalitet mot sina huvudmän. I detta fall likställs hans egna intressen med principalernas, genom att företagets

---

<sup>51</sup> Walker, M. (1989) Agency theory: "A falsificationist perspective"

<sup>52</sup> Molander, Per Nilsson, Jan-Eric Schick, Allen Vem styr? s27

<sup>53</sup> Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review"

<sup>54</sup> Samuelsson L A (2004), "Controllerhandboken",

välmående leder till VD:ns välmående. Därmed behövs inga kostsamma åtgärder för kontroll och incitament av agenten. VD väljer att antingen agera som en agent eller steward, beroende på hans eller hennes personliga motivation till VD-yrket<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> Hung, Humphry (1998), ”*A typology of the theories of the roles of governing boards*”

## Kapitel 4

### Resultatbeskrivning

---

I kapitlet nedan presenteras resultaten efter genomförd eventstudie som presenterades i metodkapitlet. Först följer resultat för kort sikt och därefter lång sikt. Det ges också en kort förklaring i anknytning till de olika resultaten.

---

#### 4.1 Kort sikt

I tabellen nedanför presenteras den genomsnittliga dagliga avvikande avkastningen (AAR) samt p-värden för sex dagar innan händelsedagen då det frivilliga VD-avhoppet ägde rum, alltså dag noll. Förändringen visas för alla dagar i det kortsiktiga händelsefönstret. Samma sak gäller för den ackumulerade avvikande avkastningen (CAR).

Dag	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
AAR	-0,23%	-0,04%	-0,03%	-0,09%	0,02%	0,01%	-0,10%	-0,06%	-0,10%	-0,13%	-0,18%	-0,20%	-0,17%
p-värde	0,499	0,848	0,606	0,533	0,845	0,894	0,442	0,583	0,363	0,243	0,145	0,100	0,097

Tabell 1: Genomsnittlig daglig avvikande avkastning samt p-värden för samtliga företag.

I tabell ett kan det utläsas att dag fem har den största avvikande avkastningen. Ser vi till p-värdena och att vår valda signifikansgrad är 95 procent konstateras det att undersökningen inte är statistiskt säkerställd, det medför att nollhypotesen inte kan förkastas. Ingen av dagarna ger ett säkerställt statistiskt resultat, om möjligt tillförlitligare vid händelsedagarna  $t_{+4}$ ,  $t_{+5}$  och  $t_{+6}$ .

Dag	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
CAR	-0,23%	-0,25%	-0,59%	-0,53%	-0,09%	-0,14%	-0,67%	-0,21%	-0,58%	-0,83%	-1,24%	-1,49%	-1,41%
p-värde	0,499	0,603	0,340	0,355	0,886	0,831	0,442	0,815	0,554	0,420	0,278	0,192	0,211

Tabell 2: Ackumulerad avvikande avkastning samt p-värden för samtliga företag.

I tabell två kan likadant utläsas att dag fem har störst ackumulerad avvikande avkastning. Vi ser även som i tabell ett att p-värdena inte ger något statistiskt säkerställt resultat med vår valda 95 procentiga signifikansgrad, således kan nollhypotesen inte förkastas.

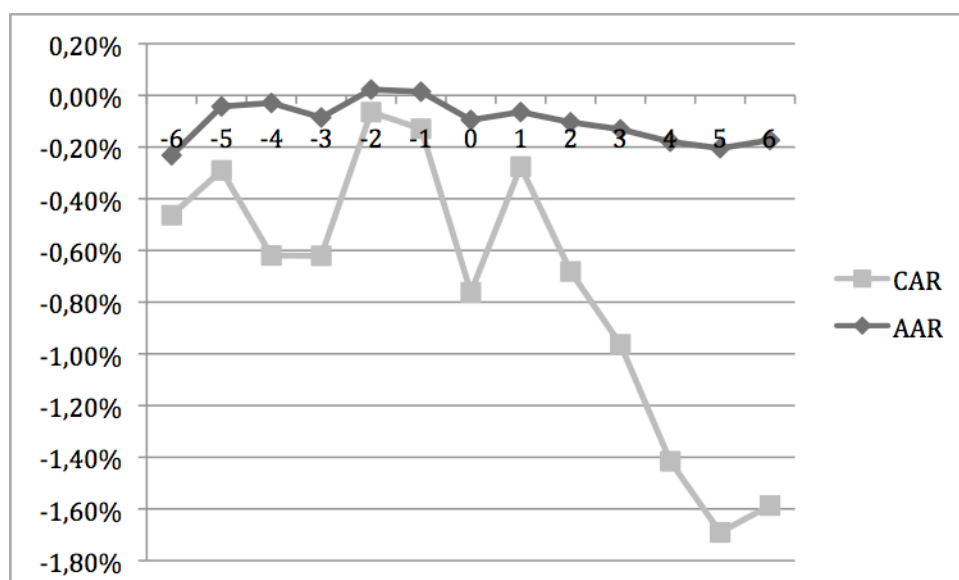


Diagram 1: Ackumulerad avvikande avkastning (CAR) och genomsnittlig daglig avvikande avkastning (AAR) illustrerade ovan för det korta händelsefönstret.

I diagram ett vars data är hämtat från tabell ett och två kan vi se en negativ utveckling efter  $t_0$ , dock råder samma premisser som tidigare att resultatet inte är statistisk säkerställt.

## 4.2 Lång Sikt

I tabeller och diagram nedan presenteras den genomsnittliga dagliga avvikande avkastningen (AAR) och den ackumulerade avvikande avkastningen (CAR) i vårt långsiktiga händelsefönster. Samt redovisas p-värden (95 procents signifikansgrad) för AAR och CAR för samma händelsefönster.

Dag	-6	0	6	15	30	45	60	75	90	105	120	135	150
AAR	-0,23%	-0,10%	-0,17%	-0,10%	-0,02%	0,01%	0,04%	0,04%	0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,05%	-0,05%
p-värde	0,499	0,442	0,097	0,168	0,713	0,864	0,440	0,519	0,497	0,346	0,378	0,270	0,268

Tabell 3: Genomsnittlig daglig avvikande avkastning (AAR) samt p-värden för samtliga företag.

I tabell tre kan vi utläsa den genomsnittliga dagliga avvikande avkastningen för de utvalda händelsedagarna  $t_{-6}$  till  $t_{+150}$ . Trenden är att utvecklingen är negativ, dock är fallet att p-värdena medför att resultatet inte är statistiskt säkerställt med vårt valda 95 procentiga signifikansgrad.

Dag	-6	0	6	15	30	45	60	75	90	105	120	135	150
CAR	-0,23%	-0,67%	-1,41%	-2,25%	-0,68%	0,41%	0,26%	1,35%	1,17%	-0,10%	-0,40%	-1,85%	-2,43%
p-värde	0,499	0,442	0,211	0,168	0,713	0,864	0,918	0,663	0,736	0,980	0,915	0,666	0,613

Tabell 4: Ackumulerad avvikande avkastning (CAR) samt p-värden för samtliga företag.

I tabell fyra kan vi utläsa ackumulerad avvikande avkastning (CAR) för de utvalda händelsedagarna  $t_{-6}$  till  $t_{+150}$ . Likt de andra tabellerna är resultatet inte statistiskt

säkerställt med 95procents signifikansgrad med de p-värden som presenteras i tabell fyra.

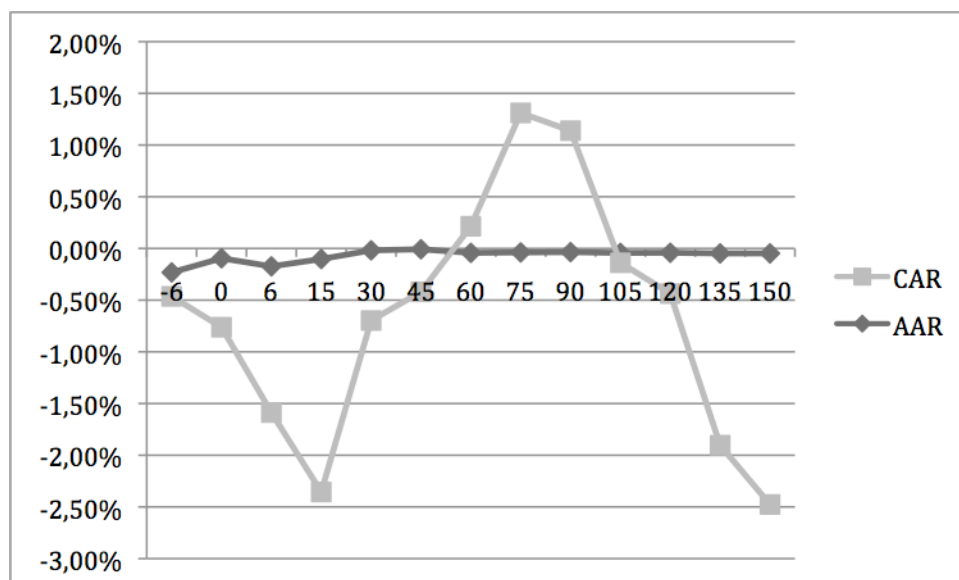


Diagram 2: Ackumulerad avvikande avkastning (CAR) och genomsnittlig daglig avvikande avkastning (AAR) illustrerade ovan för det långa händelsefönstret.

I diagram två vars data är hämtat från tabell tre och fyra kan vi se en varierande utveckling för händelsefönstret, dock råder samma premisser som tidigare att resultatet inte är statistisk säkerställt.

## Kapitel 5

### Analys och diskussion

---

---

*I det här kapitlet analyseras resultatet och kopplas sedan till teorierna som presenterats i tidigare kapitel. Därefter diskuteras tillförlitligheten i undersökningen.*

---

---

#### 5.1 Analys

Uppsatsens bakgrund är att se huruvida något samband mellan ett frivilligt VD-avhopp och en avvikande avkastning kan urskiljas, vilket som diskuterats innan likställs med lönsamheten. För att se om en VD avgår frivilligt när denne inser att lönsamheten faller, således mäter vi lönsamheten med hjälp av aktiekursens utveckling som har diskuterats i tidigare kapitel.

På kort sikt kan det urskiljas att den största dagliga avvikande avkastningen infaller fem dagar efter händelsedagen. Däremot är de avvikande avkastningarna väldigt små och ej statistiskt säkerställda. Därför kan man inte påvisa att de verkställande direktörerna som lämnat sin post frivilligt har agerat opportunistiskt i enlighet med principalagentteorin. Alltså att de skulle ha avgått frivilligt för att agera i eget intresse både monetärt och i ett bibehållande av sin status på marknaden, då de ser att lönsamheten i företaget är på väg ner. Aktiekursen behöver falla väsentligt mer för att en VD ska göra tillräckligt stor vinst vid ett avyttrande av sina aktier eller optioner. Det gäller även för påståendet att VD:n skulle tappa sin status på marknaden och inte få något nytt jobb vid dåliga resultat, den avvikande avkastningen hade behövt vara betydligt större i detta fall. Dock finns ingen vetskap hur många av dessa avgående VD:s som hade ett bonusprogram bestående av aktier eller optioner då det ej har funnits tillräckligt med tid för att gå igenom det materialet. Skulle detta tas med i undersökningen hade den blivit alltför omfattande för att kunna göras under tidsperioden som skrivandet sträcker sig över. Det kan inte påvisas att verkställande



direktörer som avgår frivilligt skulle ha gjort sig ”skyldiga” till att handla opportunistiskt och för egen vinning i de enskilda fall då aktiekursen föll med närmare 50 %. Det borde här vara bättre att ha kvar jobbet om och ser hur det utvecklas på lång sikt. Alltså anses det som diskuteras nedan att det på längre sikt inte går att urskilja någon större nedgång i aktien och således inte något större fall i lönsamheten heller. Det går ej heller se att marknaden tolkar det negativt och att aktien, alltså lönsamheten, faller nämnvärt vid ett frivilligt avhopp. Däremot om företag till företag studeras fanns det vissa fall där aktien rasade närmare 50 % en tid efter avhoppet medan det var tvärtom i vissa fall. Så en förklaring i de enskilda fallen kan vara att effekten är beroende av hur VD:n skött sig innan samt om aktieägarna har något förtroende för den nya VD:n. Det kan vara tvärtom att kursen skulle gå upp om en VD som skött sig sådär avgår samtidigt som en erkänt duktig VD tar över posten. Som även diskuterats huruvida en VD skulle avgå i en lågkonjunktur för att han inte kan hantera situationen ger våra mätningar inget stöd för. Framst för att under perioden för undersökningen har Sverige haft ett relativt stabilt ekonomiskt läge.

På den längre mätperioden kan det urskiljas att den kumulativa avvikande avkastningen fluktuerar runt noll varför man kan undra om VD:n verkligen har så stort inflytande på kursen på längre sikt. Det blir gällande på kort sikt då inte heller någon större negativ daglig avvikande avkastning i någon av dagarna i händelsefönstret kan uppvisas. Som sades i teorin är företagen på Large Cap stora och verksamma inom flera olika marknadssegment. Därmed kan en VD:s avgång inneha mindre inverkan på aktiekursen i och med att det finns många andra kompetenta personer i organisationen vilka kan utföra samma arbete. Däremot skulle mindre företag kanske kunna uppvisa en större avvikande avkastning då en VD i ett mindre företag är mer framträdande än en VD i ett stort företag. Samtidigt tyder den avvikande avkastningen på lång sikt på att marknaden är effektiv i sin prissättning och tar in all information gällande avhoppet. Det går att se då den ackumulerade avvikande avkastningen på lång sikt fluktuerar runt noll.

## 5.2 Tillförlitlighet i undersökningen

Såhär i slutet av undersökningen kommer vissa brister fram som bör belysas för läsaren och huruvida vi minimerat dessa. Som sågs i kapitel fyra där resultatet presenterades var inget av värdena signifikant för att visa på någon avvikande avkastning. På den långa sikten fanns samma problem. Om man ser på enskilda företag på längre sikt kan man utläsa stora avvikande avkastningar, avkastningarna är både positiva respektive negativa beroende på studerat företag. Dessa stora variationer medför att den sökta signifikansgraden i alla våra händelsedagar ej kan nås. Men som synes i resultatet fluktuerade den ackumulerade avvikande avkastningen på lång sikt runt noll. Alltså ger detta stöd för att marknaden är effektiv i sin prissättning vilket borde påvisa ett någorlunda rättvisande resultat på den långa sikten.

Det största osäkra elementet som även tidigare diskuterats i uppsatsen är självfallet huruvida berörda verkställande direktörer i varje företag avgått frivilligt eller ej. Genom urvalskriterierna samt noggrant granskande av pressmeddelandena anses det att vi har lyckats utesluta sparkade verkställande direktörer och på så sätt fått ett tillförlitligt resultat. Självklart är det nästintill omöjligt att veta exakt varför berörda VD avgår och vad som ligger bakom detta. Därmed är detta den största akilleshälen i uppsatsen men denna felmarginal har minimerats så gott det går, genom att endast se till pressmeddelandet företaget utger och ingen övrig information. Artiklar och övriga källor kan i vissa fall ge en mer rättvis bild av VD-avhoppet men skulle innebära olika förutsättningar för undersökningen.

Det har ej heller funnits tid till att kontrollera ifall de VD:s som avgick frivilligt hade något bonusavtal i form av optioner eller aktier som skulle kunna sjunka kraftigt vid försämrad lönsamhet.

Vi vill även nämna att vi på grund av tidsbrist inte lagt till utdelningar till företagens aktiekurs, vi är medvetna att det sänker tillförlitligheten i undersökningen men bör

inte påverka kursutvecklingen i det långa händelsefönstret i full utsträckning grundat på längden av händelsefönstret(150 handelsdagar).

## Kapitel 6

### Slutsats

---

---

*I detta kapitel diskuteras slutsatsen samt förslag på vidare forskning ges också.*

---

---

#### 6.1 Slutsats

Som synes i resultatet och analysen kunde ej någon signifikant avvikande avkastning varken på kort eller lång sikt upptäckas. På lång sikt var marknaden mycket effektiv, då den avvikande avkastningen låg mycket nära noll. Vi tittar nu tillbaka på vårt syfte samt problemformulering för att sammanfatta vad vi har kommit fram till. Eftersom att inte några större avvikande avkastningar på den korta sikten kunde hittas vid de frivilliga VD-avhopp anser vi inte att verkställande direktörer avgår då de anar en sämre lönsamhet. Därför kan det ej påvisas att VD:s som sitter i de större noterade bolagen i Sverige skulle agera opportunistiskt för främst egen monetär vinning vid en frivillig avgång. Det kan ej heller påvisas att de skulle avgå för att rädda sitt eget rykte ifall de har en föräning om att företaget ska gå sämre inom en snar framtid. Skulle så vara fallet att man ska göra en monetär vinst anser vi att nedgången i lönsamhet hade behövt vara betydligt större. Dock kunde aktien i enskilda fall tappa närmare 50 % men det ger inte stöd för att verkställande direktörer överlag skulle avgå vid misstänkt fallande lönsamhet. Anledningen tros vara att det beror mycket på fall till fall då det är många faktorer så som t.ex. utformningen av VD:ns bonusprogram, VD:ns förhållande till ledningen och VD:ns personliga egenskaper och moral som spelar roll. Alltså kan det inte sägas att ett frivilligt VD-avhopp skulle efterföljas av en sämre lönsamhet i företaget samt en fallande aktiekurs. Det går även att se att marknaden på längre sikt är effektiv i sin prissättning.

## 6.2 Förslag på vidare forskning

Ett intressant förslag på vidare forskning vore att vidare undersöka det som togs upp i korthet i analysen. Nämligen hur ett frivilligt VD-avhopp skulle påverka i mindre börsnoterade företag. I mindre företag är, som diskuterades innan, VD:n en viktigare och mer framstående person vilket skulle kunna medföra en större avvikelse i avkastningen på aktien om VD:n avgår. Främst då för att VD:n avgår frivilligt från ett mindre företag som de flesta investerare i för att de ser en potential till att det ska bli stort en dag. Skulle VD:n då avgå skakas tilltron till att företaget innehar en bra tillväxtpotential. Därför är en intressant vidare forskning att se ifall ett frivilligt VD-avhopp har en större inverkan i mindre företag än i dessa större företag som undersökts tittat på i denna uppsats.

Som nämndes i föregående kapitel anser vi oss inte ha fyllt gapet i undersökningen på lång sikt menar vi att vid vidare forskning på längre sikt, likt vår, bör fler parametrar tilläggas i undersökningen för att kunna utröna någon form av säkerställt resultat.

## Kapitel 8

### Källor

---

#### 8.1 Publicerade källor:

Bryman Alan, Bell Emma (2005), *"Företagsekonomiska forskningsmetoder"*, Liber, första upplagan

Campbell J.Y, Lo A, A, C MacKinlay (1997), *"The econometrics of financial markets"*, Princeton University Press, New Jersey

Fristedt Daniel, Sundqvist Sven-Ivan (2004), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag"*, SIS Ägarservice AB

Fristedt Daniel, Sundqvist Sven-Ivan (2007-2008), *"Styrelse och Revisorer i Sveriges Börsföretag"*, SIS Ägarservice AB

Fristedt Daniel, Sundqvist Sven-Ivan, (2005-2006), *"Styrelse och Revisorer i Sveriges"*, SIS Ägarservice AB

Fristedt Daniel, Sundqvist Sven-Ivan, (2006-2007), *"Styrelse och Revisorer i Sveriges Börsföretag"*, SIS Ägarservice AB

Holme Idar Magne, Solvang Bernt Krohn, (1997), *"Forskningsmetodik om kvalitativa och kvantitativa metoder"*, Studentlitteratur, andra upplagan

Khurana Rakesh (2002), *"Searching for a corporate The Irrational quest for charismatic CEOs"*, Princeton Paperbacks

Körner och Wahlgren (2006), *"Statistisk dataanalys"*, Studentlitteratur

MacKinlay, G, (1997) *"Eventstudies in Economics and finance"*, Journal of economic Literature, Vol.35, March, pp.13-39

Molander, Per, Nilsson, Jan-Eric Schick, Allen, *"Vem styr?"*, SNS Förlag

Nygaard Claus och Bengtsson Lars (2002), *"Strategizing - en kontextuell organisationsteori"*, Studentlitteratur Lund

Samuelson Lars Ai (2004), *"Controllerhandboken"*, Industrilitteratur Lidingö, 8:e upplagan

Sundin Anneli, Sundqvist Sven-Ivan (2002), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag"*, SIS Ägarservice AB

Sundin Anneli, Fristedt Daniel, Sundqvist Sven-Ivan (2003), *"Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag"*, SIS Ägarservice AB

## **8.2 Artiklar:**

Bachelier Louis, (2006), *"The theory of speculation"* Princeton University Press

Bromiley Philip, *"On the Use of Finance Theory in Strategic Management"* forthcoming in *Advances in Strategic Management*, Volume 6.

Eisenhardt Kathleen M. (1989), *"Agency Theory: An Assessment and Review,"* *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp. 57-74.

Fama F. Eugene (1969), *"Efficient Capital Markets: A Review of theory and Empirical Work"* *Journal of Finance*, Issue 2, 1970, s. 383-417

Fama F. Eugene, *"Random Walks in Stock Market Prices"* Selected Papers No 16. Graduate school of Business University of Chicago

Hambrick, D.C. and S. Finkelstein, *"Managerial Discretion: A Bridge Between Polar Views of Organizations,"* *Research in Organizational Behavior* (L. Cummings and B. Staw, eds.), 1987.

Hannan and Freeman (1977), *"The population ecology of organizations"*, *The American Journal of Sociology* 82 929-964

Walker, M. (1989), *"Agency theory: A falsificationist perspective. Accounting, Organizations and Society"*, Vol 14 No 5-6: 433-453

Hung, Humphry (1998), *"A typology of the theories of the roles of governing boards"*

### 8.3 Elektroniska källor:

Bolidens hemsida:

Kvartalsrapporten Juli-September, <http://www.boliden.se>

Dagens Industri:

”Han sålde före raset”, [www.di.se](http://www.di.se), Publicerad 071101, Klas Granström

<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3Fstat%3D0%26sectionid%3Dettan%26menusection%3Dstartsidan%3Bhuvudnyheter%26articleid%3D2007%255C11%255C01%255C255436>

Dagens nyheter:

”Ericsson vill slippa kvartalsrapporter” [www.dn.se](http://www.dn.se), 071118, Pia Gripenberg

Dagens PS:

”Sålde före ras - hur mycket visste du, Jan?” [www.dagensps.se](http://www.dagensps.se), Publicerad 071101,

Anonym skribent

[http://www.dagensps.se/article\\_print.aspx?articleID=33179&categID=42](http://www.dagensps.se/article_print.aspx?articleID=33179&categID=42)

Ekonomifaktas hemsida:

[http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell\\_utveckling/Borsutveckling\\_i\\_Sverige\\_och\\_USA/?from=2001&to=2006](http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell_utveckling/Borsutveckling_i_Sverige_och_USA/?from=2001&to=2006)

Ekonominyheterna:

”Ex-vd sålde före kursras”, [www.ekonominyheterna.se](http://www.ekonominyheterna.se), Publicerad 071101 Direkt telegram

<http://ekonominyheterna.se/nyheter/2007/11/01/boliden/index.xml>

Expoweras hemsida:

[http://www.expowera.com/mentor/foretaget/styrelsearbete\\_vd.htm](http://www.expowera.com/mentor/foretaget/styrelsearbete_vd.htm)

Finansinspektionen



<http://www.fi.se>

OMX hemsida:

OMX, <http://www.omx.se>

SIX Trust hemsida:

SIX Trust, <http://www.sixtrust.se>

Waymakers hemsida:

Waymaker, <http://www.waymaker.se>

## Bilagor

---

### Bilaga 1:

Sammanställning av alla VD-avgångar i undersökningen under åren 2001 till 2006.

År	2001					
(A-listan)						
Företag	Ny VD	Avgången VD	Datum	Ofrivillig/Frivillig	Pressmedd.	SIX
Allgon	Jeff Bork	Lars Spongberg		Inte tillräcklig	Finns	
Bergman&Beving	Stefan Wigren	Anders Börjesson	2001-05-22	Frivillig	Finns	Saknas
Bure Equity	Peter Sandberg	Roger Holtback	2001-01-30	Frivillig	Finns	Finns
Electrolux	Hans Stråberg	Michael Treschow	2001-10-26	Frivillig	Finns	Finns
Holmen	Göran Lundin	Per Ericsson		Inte tillräcklig	Finns	
Lindex	Jörgen Johansson	Hans Johansson	2001-03-09	Frivillig	Finns	Finns
NCC	Alf Göransson	Jan Sjöqvist	2001-02-13	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
Nobel Biocare	Heliane Canepa	Jack Forsgren	2001-08-21	Frivillig	Finns	Finns ej
SAS	Jörgen Lindegaard	Jan Stenberg	2000-11-23	Frivillig	Finns	Finns
SCA	Jan Åström	Sverker Martin-Löf	2001-12-19	Frivillig	Finns	Finns

SHB	Lars O Grönstedt	Arne Mårtensson	Saknas	Saknas	Saknas	Saknas
TV 4	Jan Scherman	Thorbjörn Larsson	2001- 11-08	Frivillig	Finns	Finns ej
År	2002					
(A-listan)						
Företag	Ny VD	Avgången VD	Datum	Ofrivillig/Frivillig	Pressmedd.	SIX
Atlas Copco	Gunnar Brock	Giulio Mazzalupi	2002- 01-11	Frivillig	Finns	Finns
Bilia	Heinrich Blauert	Kjell Åkesson	Saknas	Saknas	Saknas	Saknas
JM	Johan Skoglund	Carl Eric Strålberg	2002- 09-19	Frivillig	Finns	Finns
Nordea	Lars G Nordström	Thorleif Karup	2002- 08-26	Frivillig	Finns	Finns
Sandvik	Lars Petterson	Claes Åke Hedström	2002- 01-16	Frivillig	Finns	Finns
Skanska	Stuart Graham	Claes Björk	2002- 09-13	Frivillig	Finns	Finns
TeliaSonera	Anders Igel	Marianne Nivert	2002- 04-08	Frivillig	Finns	Finns
Ticket	Mats Frid	Dag Tveterås	2002- 10-30	Frivillig	Finns	Finns
Å-F	Jonas Wiström	Gunnar Grönkvist	2002- 04-05	Frivillig	Finns	Finns

År 2003

(A-listan)

Företag	Ny VD	Avgången VD	Datum	Ofrivillig/Frivillig	Pressmedd.	SIX
---------	-------	-------------	-------	----------------------	------------	-----

Assa Abloy	Bo dankis	Carl-Henric Svanberg	2003- 02-06	Frivillig	Finns	Finns
Ericsson	Carl-Henric Svanberg	Kurt Hellström	Saknas	Saknas	Finns ej	Finns ej
FSB	Jan Lidén	Birgitta Johansson	2003- 12-12	Frivillig	Finns	Finns
OM HEX	Magnus Böcker	Per E Larsson	2003- 05-20	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
Scribona	Tom Ekevall	Lennart Svantesson	2003- 02-20	Frivillig	Finns	Finns
Skandia	Leif Victorin tf	Lars-Eric Petersson	2003- 04-16	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
SKF	Tom Johnstone	Sune Carlsson	2003- 01-28	Frivillig	Finns	Finns

År 2004

(A-listan)

Företag	Ny VD	Avgången VD	Datum	Ofrivillig/Frivillig	Pressmedd.	SIX
Holmen	Magnus Hall	Göran Lundin	2004- 02-03	Frivillig	Finns	Finns
Alfa Laval	Lars Renström	Sigge Haraldsson	2004- 01-27	Frivillig	Finns	Finns
BureEquity	Mikael Nachemson	Lennart Svantesson	2004- 11-29	Frivillig	Finns	Finns
Elekta	Thomas Puusepp	Laurent Leksell	2004- 09-21	Frivillig	Finns	Finns
Gunnebo	Göran Gezelius	Bjarne Holmqvist	2004- 10-08	Frivillig	Finns	Finns
Haldex	Joakim Olsson	Claes Warnander	2004- 11-12	Frivillig	Finns	Finns
Höganäs	Alrik Danielson	Claes Lindqvist	2004-	Frivillig	Finns	Finns

				11-26		
				2004-		
Lindex	Göran Bille	Jörgen Johansson	03-09	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
				2004-		
Seco Tools	Kai Wörn	Lars Renström	04-27	Frivillig	Finns	Finns
				2004-		
Swedish Match	Sven Hindrikes	Lennart Sundén	03-19	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
År	2005					
(A-listan)						
Företag	Ny VD	Avgången VD	Datum	Ofrivillig/Frivillig	Pressmedd.	SIX
				2005-		
Assa Abloy	Molin Johan	Dankis Bo	10-28	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
				2005-		
Axfood	Mats Strålman	Mats Jansson	04-22	Frivillig	Finns	Finns
				2005-		
Billerud	Peter Davidsson tf	Bert Östlund	02-23	Frivillig	Finns	Finns
				2005-		
Cardo	Peter Aru	Kjell Svensson	04-21	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
		Wallenberg		2005-		
Investor	Ekholm Börje	Marcus	04-11	Frivillig	Finns	Finns
				2005-		
Sardus	Strömberg Per	Bringert Ragnar	11-30	Frivillig	Finns	Finns ej
	Annika			2005-		
SEB	Falkengren	Lars H Thunell	09-12	Frivillig	Finns	Finns
SHB	Boman Pär	Grönstedt Lars O	Saknas	Saknas	Saknas	Saknas
				2005-		
SSAB	Faxander Olof	Ullberg Anders	12-22	Frivillig	Finns	Finns
				2005-		
Trelleborg	Nilsson Peter	Arp Fredrik	06-09	Frivillig	Finns	Finns

År

2006

(Large Cap)

Företag	Ny VD	Avgången VD	Datum	Ofrivillig/Frivillig	Pressmedd.	SIX
	Hermelin		2006-			
Fabege	Christian	Erik Paulsson	10-18	Frivillig	Finns	Finns
			2006-			
Kinnevik	Brunell Mia	Carlund Vigo	03-13	Frivillig	Finns	Finns
			2006-			
Kungsleden	Erséus Thomas	Engwall Jens	01-17	Frivillig	Finns	Finns
			2006-			
NCC	Ehrlén Olle	Göransson Alf	08-31	Frivillig	Finns	Finns
			2006-			
Nordea Bank	Clausen Christian	Nordström Lars G	11-29	Frivillig	Finns	Finns
			2006-			
SAS	Jansson Mats	Lindegaard Jörgen	05-16	Frivillig	Finns	Finns
			2006-			
Securitas	Göransson Alf	Berglund Thomas	08-10	Ofrivillig	Finns	Ofrivillig
			2007-			
Öresund	Dahlbo Stefan	Qviberg Mats	01-23	Frivillig	Finns	Finns

## Bilaga 2a: Sammanställning AAR kort sikt

### One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean

t.minus.6	39	-,00231824	,021188003	,003392796
t.minus.5	39	-,00042912	,013845442	,002217045
t.minus.4	39	-,00029317	,003520712	,000563765
t.minus.3	39	-,00085721	,008499979	,001361086
t.minus.2	39	,00022534	,007168349	,001147854
t.minus.1	39	,00014211	,006645164	,001064078
t.0	39	-,00095233	,007653983	,001225618
t.plus.1	39	-,00064480	,007273769	,001164735
t.plus.2	39	-,00104130	,007059494	,001130424
t.plus.3	39	-,00131211	,006914811	,001107256
t.plus.4	39	-,00179455	,007526553	,001205213
t.plus.5	39	-,00204606	,007576882	,001213272
t.plus.6	39	-,00173145	,006353245	,001017333

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t.minus.6	-,683	38	,499	-,002318243	-,00918660	,00455011
t.minus.5	-,194	38	,848	-,000429119	-,00491729	,00405905
t.minus.4	-,520	38	,606	-,000293167	-,00143445	,00084812
t.minus.3	-,630	38	,533	-,000857210	-,00361258	,00189816
t.minus.2	,196	38	,845	,000225338	-,00209837	,00254905
t.minus.1	,134	38	,894	,000142110	-,00201200	,00229622
t.0	-,777	38	,442	-,000952334	-,00343347	,00152880

t.plus.1	-,554	38	,583	-,000644799	-,00300268	,00171308
t.plus.2	-,921	38	,363	-,001041295	-,00332972	,00124713
t.plus.3	-1,185	38	,243	-,001312108	-,00355363	,00092941
t.plus.4	-1,489	38	,145	-,001794549	-,00423438	,00064528
t.plus.5	-1,686	38	,100	-,002046060	-,00450220	,00041008
t.plus.6	-1,702	38	,097	-,001731449	-,00379093	,00032803

## Bilaga 2b: Sammanställning CAR kort sikt

### One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t.minus.6	39	-,00231824	,021188003	,003392796
t.minus.5	39	-,00247347	,029430370	,004712631
t.minus.4	39	-,00590101	,038100202	,006100915
t.minus.3	39	-,00534944	,035660220	,005710205
t.minus.2	39	-,00087329	,037699308	,006036721
t.minus.1	39	-,00143485	,041755567	,006686242
t0	39	-,00666634	,053577882	,008579327



t.plus.1	39	-,00210838	,055972594	,008962788
t.plus.2	39	-,00577170	,060429964	,009676539
t.plus.3	39	-,00831956	,063687639	,010198184
t.plus.4	39	-,01236034	,070114648	,011227329
t.plus.5	39	-,01486135	,069879157	,011189620
t.plus.6	39	-,01413917	,069348591	,011104662

### One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t.minus.6	-,683	38	,499	-,002318243	-,00918660	,00455011
t.minus.5	-,525	38	,603	-,002473467	-,01201369	,00706676
t.minus.4	-,967	38	,340	-,005901005	-,01825166	,00644965
t.minus.3	-,937	38	,355	-,005349444	-,01690915	,00621026
t.minus.2	-,145	38	,886	-,000873285	-,01309399	,01134742
t.minus.1	-,215	38	,831	-,001434851	-,01497044	,01210074
t0	-,777	38	,442	-,006666336	-,02403428	,01070160
t.plus.1	-,235	38	,815	-,002108381	-,02025260	,01603584
t.plus.2	-,596	38	,554	-,005771704	-,02536083	,01381742
t.plus.3	-,816	38	,420	-,008319565	-,02896471	,01232558
t.plus.4	-1,101	38	,278	-,012360341	-,03508888	,01036820
t.plus.5	-1,328	38	,192	-,014861351	-,03751355	,00779085
t.plus.6	-1,273	38	,211	-,014139172	-,03661938	,00834104

## Bilaga 2c: Sammanställning AAR lång sikt

### One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t.minus.6	39	-,00231824	,021188003	,003392796
t0	39	-,00095233	,007653983	,001225618
t.plus.6	39	-,00173145	,006353245	,001017333
t.plus.15	39	-,00102415	,004546277	,000727987
t.plus.30	39	-,00018348	,003091572	,000495048
t.plus.45	39	-,00007912	,002858386	,000457708
t.plus.60	39	-,00042546	,003406075	,000545409
t.plus.75	39	-,00038419	,003682122	,000589611
t.plus.90	39	-,00035451	,003227324	,000516785
t.plus.105	39	-,00043157	,002827143	,000452705
t.plus.120	39	-,00041376	,002896197	,000463763
t.plus.135	39	-,00047996	,002678887	,000428965
t.plus.150	39	-,00047817	,002656418	,000425367

### One-Sample Test

	Test Value = 0						
						95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper	
t.minus.6	-,683	38	,499	-,002318243	-,00918660	,00455011	

t0	-,777	38	,442	-,000952334	-,00343347	,00152880
t.plus.6	-1,702	38	,097	-,001731449	-,00379093	,00032803
t.plus.15	-1,407	38	,168	-,001024147	-,00249788	,00044959
t.plus.30	-,371	38	,713	-,000183476	-,00118565	,00081870
t.plus.45	-,173	38	,864	-,000079117	-,00100570	,00084746
t.plus.60	-,780	38	,440	-,000425461	-,00152958	,00067866
t.plus.75	-,652	38	,519	-,000384193	-,00157780	,00080941
t.plus.90	-,686	38	,497	-,000354512	-,00140069	,00069167
t.plus.105	-,953	38	,346	-,000431570	-,00134802	,00048488
t.plus.120	-,892	38	,378	-,000413759	-,00135260	,00052508
t.plus.135	-1,119	38	,270	-,000479964	-,00134836	,00038843
t.plus.150	-1,124	38	,268	-,000478172	-,00133928	,00038294

## Bilaga 2d: Sammanställning CAR lång sikt

### One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t.minus.6	39	-,00231824	,021188003	,003392796
t0	39	-,00666634	,053577882	,008579327
t.plus.6	39	-,01413917	,069348591	,011104662
t.plus.15	39	-,02253123	,100018102	,016015714
t.plus.30	39	-,00678860	,114388177	,018316768
t.plus.45	39	-,00411410	,148636059	,023800818
t.plus.60	39	,00257415	,155909946	,024965572

t.plus.75	39	,01349114	,191526831	,030668838
t.plus.90	39	,01174494	,215824692	,034559609
t.plus.105	39	-,00095208	,231788508	,037115866
t.plus.120	39	-,00395638	,230251225	,036869704
t.plus.135	39	-,01854995	,266200918	,042626262
t.plus.150	39	-,02428430	,297650509	,047662227

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	95% Confidence Interval of the Difference		
				Mean Difference	Lower	Upper
t.minus.6	-,683	38	,499	-,002318243	-,00918660	,00455011
t0	-,777	38	,442	-,006666336	-,02403428	,01070160
t.plus.6	-1,273	38	,211	-,014139172	-,03661938	,00834104
t.plus.15	-1,407	38	,168	-,022531227	-,05495334	,00989089
t.plus.30	-,371	38	,713	-,006788597	-,04386895	,03029176
t.plus.45	-,173	38	,864	-,004114098	-,05229633	,04406814
t.plus.60	,103	38	,918	,002574153	-,04796601	,05311431
t.plus.75	,440	38	,663	,013491139	-,04859468	,07557696
t.plus.90	,340	38	,736	,011744943	-,05821733	,08170722
t.plus.105	-,026	38	,980	-,000952084	-,07608923	,07418506
t.plus.120	-,107	38	,915	-,003956382	-,07859519	,07068243
t.plus.135	-,435	38	,666	-,018549952	-,10484231	,06774240
t.plus.150	-,510	38	,613	-,024284301	-,12077143	,07220283

