



EKONOMI
HÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen
FEK 591

Magisteruppsats
vt 2005

Vilka faktorer påverkar ett VD-byte på den svenska marknaden?

Handledare:
Göran Andersson

Författare:
Henrik Norrman
Tobias Svensson
Emil Thell

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Vilka faktorer påverkar ett VD-byte på den svenska marknaden?
- Seminariedatum:** 7:e juni 2005
- Ämne/kurs:** Magisteruppsats i finansiering, FEK 591, 10 poäng
- Författare:** Henrik Norrman, Tobias Svensson, Emil Thell
- Handledare:** Göran Andersson
- Fem nyckelord:** VD-byte, Sfär, Regression, agentteori, ålder
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka hur ett bolags sfärtillhörighet påverkar beslutet om ett VD-byte samt klarlägga i vilken utsträckning valda faktorer inverkar på samma beslut.
- Metod:** För att undersöka vilka variabler som påverkar ett VD-byte, samt i vilken utsträckning dessa variabler påverkar, använder vi oss av en multipel regressionsanalys. Då vår beroende variabel är en dummyvariabel, krävs att vi använder oss av en speciell regressionsmetod, en logit-model. På detta sätt kan vi mäta variablernas påverkan på sannolikheten för ett VD-byte.
- Empiri:** Empirin består av en sammanställning av våra insamlade data för att presentera hur datan är fördelad. Vi ser då vissa karaktärsdrag i datan.
- Slutsatser:** De slutsatser som dragits i studien fokuseras främst på variablerna ålder och sfärtillhörighet. En VD:s ålder påverkar sannolikheten för att bytas ut med ca 12 % per år. Även sfärtillhörigheten antas påverka sannolikheten för ett VD-byte. Den har till skillnad från åldersvariabeln en negativ påverkan, det innebär alltså att en VD i ett sfärbolag sitter säkrare än en VD i ett bolag som inte igår i en sfär.

Abstract

- Title:** What factors affect a CEO turnover on the Swedish market?
- Seminar date:** June 7th, 2005
- Course:** Master thesis in business administration, 10 Swedish credits (15 ECTS) major in finance
- Authors:** Henrik Norrman, Tobias Svensson, Emil Thell
- Advisor:** Göran Andersson
- Key words:** CEO change, Sphere, regression, agency theory, age
- Purpose:** The purpose of the thesis is to examine what the influence of a company belonging to a sphere has on the decision of a CEO-turnover, and to explain to what extent certain other factors affect a CEO-turnover.
- Methodology:** We use a multiple regression model to measure how the variables affect the probability of a turnover. Since our dependant variable is a dummy variable, a logit regression is required. Bu doing that we are able to measure how the variables affect the probability of a turnover.
- Empirical foundation:** The empirical work contains a summary of the collected data and shows how it is distributed. This shows the characteristics of the material.
- Conclusions:** Conclusions drawn from this thesis focus primarily on the two variables age and sphere connection. The age of a CEO affects the probability of a turnover by about 12 % per year of age. Also the sphere connection is assumed to have an effect on the probability of a turnover. The sphere variable has a negative influence. That means that a CEO in a sphere company has a better chance of remaining as CEO.

Innehåll

INNEHÅLL	- 4 -
1 INLEDNING	- 6 -
1.1 PROBLEMDISKUSSION	- 6 -
1.2 SYFTE	- 7 -
1.3 AVGRÄNSNINGAR	- 7 -
1.4 MÅLGRUPP	- 8 -
1.5 DISPOSITION	- 8 -
2 METOD	- 10 -
2.1 DATAINSAMLING	- 10 -
2.1.1 Mätning av vissa variabler	- 11 -
2.2 VARIABLER	- 12 -
2.2.1 Beroende variabel	- 12 -
2.2.2 Oberoende variabler	- 12 -
2.3 ANALYS	- 13 -
2.3.1 Hypotesprövning	- 16 -
2.3.2 Övriga tester	- 17 -
2.4 RELIABILITET	- 17 -
2.5 VALIDITET	- 18 -
2.6 KÄLLKRITIK	- 18 -
3 TEORI	- 19 -
3.1 SOCIAL NETWORK THEORY	- 20 -
3.1.1 Sociopolitiska faktorer	- 21 -
3.1.1.1 Styrelsens förväntningar och befogenheter	- 21 -
3.1.1.2 Styrelsens lojalitet och värderingar	- 22 -
3.1.1.3 Tillgänglighet av alternativa VD-kandidater	- 22 -
3.1.1.4 Den nuvarande VD:ns makt	- 23 -
3.1.2 Objektiva Determinanter	- 23 -
3.1.2.1 Egenskaper hos styrelsen	- 23 -
3.1.2.2 Egenskaper hos organisationen	- 24 -
3.1.2.3 Egenskaper hos VD	- 25 -
3.2 HUMAN CAPITAL THEORY	- 27 -
3.3 AGENTTEORIN	- 28 -
3.3.1 Moral Hazard	- 29 -
3.3.2 Adverse Selction	- 29 -
3.3.3 Agentteorin kopplad till VD-byte	- 30 -
3.4 TIDIGARE FORSKNING KRING VALDA VARIABLER	- 30 -
3.4.1 Sfärdummy	- 30 -
3.4.2 Ålder	- 31 -
3.4.3 Pensionsdummy	- 32 -
3.4.4 Mandatperiod	- 32 -
3.4.5 VD sitter i styrelsen	- 32 -
3.4.6 Marknadsjusterad avkastning	- 33 -
3.4.7 Räntabilitet på eget kapital	- 33 -
3.4.8 Procentuellt ägande	- 33 -
4. EMPIRI	- 35 -
4.1 VARIABLER	- 35 -
4.1.1 Ålder	- 36 -
4.1.2 Pensionsdummy	- 36 -
4.1.3 Antal år som VD	- 36 -
4.1.4 Styrelse	- 37 -
4.1.5 Procentuellt ägande	- 37 -
4.1.6 Sfär	- 37 -

4.1.7 <i>Marknadsjusterad avkastning</i>	- 38 -
4.1.8 <i>Räntabilitet på eget kapital</i>	- 38 -
4.2 VIKTIGA OBSERVATIONER	- 39 -
4.2.1 <i>Årsvisa observationer</i>	- 40 -
4.2.2 <i>Korrelation</i>	- 42 -
5 RESULTAT	- 43 -
5.1 EKVATIONER I OLIKA UTFÖRANDE	- 43 -
5.2 ÅRSVISA OBSERVATIONER	- 47 -
5.2.1 <i>Bolagsåren 2000-2005</i>	- 47 -
5.3 STORLEKSMÄSSIG UPPDELNING	- 48 -
6 ANALYS OCH AVSLUTANDE DISKUSSION	- 51 -
6.1 ANALYS	- 51 -
6.1.1 <i>Standardregressioner</i>	- 51 -
6.1.2 <i>Årsvis uppdelning</i>	- 53 -
6.1.3 <i>Storleksmässig uppdelning</i>	- 53 -
6.1.4 <i>Övriga påverkande faktorer</i>	- 54 -
6.2 SLUTSATSER	- 56 -
6.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	- 58 -
KÄLLOR	- 59 -
ELEKTRONISKA KÄLLOR	- 62 -
DATABASER	- 62 -
ÅRSREDOVISNINGAR	- 62 -
BILAGA 1	- 63 -

1 Inledning

I kapitel 1 går vi igenom bakgrunden till ämnet, och försöker ge en bild av varför ämnet är intressant att studera. Vi redogör även för de avgränsningar vi har gjort, och visar en kortfattad disposition för att ge läsaren en enkel överblick över uppsatsen.

Att granska de ledare som figurerar i olika sammanhang i dagens samhälle, är något som alltid är lika aktuellt. Vare sig det handlar om politiska, idrottsliga eller religiösa ledare, tilldrar sig dessa personer alltid uppmärksamhet.

En grupp av ledare som granskas hårt i dagens samhälle är näringslivets toppar, deras förehavanden synas noga av affärspress och aktieägare. Idag handlar debatten i mångt och mycket om ersättningar av olika slag, bonusar och optionsprogram är nästan mer vanligt förekommande ärenden än bolagets egentliga verksamhet.

För den som läser affärspress och morgontidningar, borde det stå helt klart att det råder en viss turbulens bland näringslivets toppar idag, det går knappt en vecka utan ett pressmeddelande som proklamerar att en ny verkställande direktör är anställd i något av de noterade bolag som handlas på stockholmsbörsen. Denna omsättning av VD:ar har blivit så utbredd, att begreppet VD-karusell kommit att användas allt oftare.

Att studera dessa organisationsförändringar, att se hur de påverkar företagets verksamhet och utveckling, är naturligtvis mycket intressant. Tidigare forskning om hur VD-bytet påverkar börskursen finns det gott om, (exempelvis Andersson och Gidlöf, 2002), men något som sällan analyseras är vad som egentligen har framkallat ett VD-byte. Visst tenderar media att förstora ett VD-byte med konspirationsteorier om interna motsättningar och skandaler, men ofta är det svårt att slå fast vad som egentligen har varit anledningen till ett byte av en verkställande direktör. Det är i detta område vi ämnar fördjupa oss, vad är det egentligen som får en VD att lämna sin post?

1.1 Problemdiskussion

Den problematisering som följer av den diskussion vi kortfattat behandlar ovan, består alltså i att identifiera ett antal faktorer som påverkar ett VD-byte. Dessa är sådana som vi tror spelar en avgörande roll när en chef på högsta nivå skall bytas ut. Faktorerna som vi valt att använda

oss av, och anledningen till att just dessa variabler skall ingå i undersökningen, redovisas i ett senare avsnitt av texten.

Den studie som vi ämnar genomföra skiljer sig från tidigare studier med den stora skillnaden att vi enbart undersöker förhållanden inom svenska företag. Utländska studier (Goyal och Park, 2001) inriktar sig på internationella förhållanden.

Vi finner det dock högst intressant att utföra en liknande studie på svenska, noterade företag, detta med anledningen av det intrikata system av ägargrupper, eller sfärer, som finns på Stockholmsbörsen. Detta sfärsystem är något som är skiljer svenska förhållanden från internationella, där företeelser som familjeägda grupper av företag inte förekommer i samma utsträckning. Svenska sfärbolag består inte enbart av företag inom Wallenberg- eller SHB sfären, utan på Stockholmsbörsen finns en mängd bolag som ingår i sfärer (Ägarna och makten 2000-2005) Dessa sfärer ämnar vi studera, och undersöka deras eventuella effekt på ett VD-byte.

Vår forskningsfråga lyder: *Vad påverkar ett VD-byte på den svenska marknaden?*

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur ett bolags sfärtillhörighet påverkar beslutet om ett VD-byte samt klarlägga i vilken utsträckning valda faktorer inverkar på samma beslut.

Målet med uppsatsen är att vi med statistisk säkerhet skall kunna konstatera att vissa faktorer påverkar bytet mer än andra, samt göra en jämförelse mellan svenska och internationella förhållanden. Som framgår av ovanstående problemdiskussion, angriper vi forskningsfrågan med fokus på ägargrupperingar, eller sfärer, som finns inom bolagen noterade på Stockholmsbörsen.

1.3 Avgränsningar

Den information som når marknaden vid ett annonserat VD-byte kan vara relativt knapphändig. Ofta anges att "VD och bolaget valt att gå skilda vägar". Innebär detta att VD får sparken? Allmänheten hör inte vad som sägs på styrelsemöten, och det är ofta upp till var och en att skapa sig en bild av vad som egentligen skett i bolaget. Dessa faktorer blir således svåra eller omöjliga att mäta, hur skall man kunna kvantifiera om en VD blivit tvingad från sin position eller inte? Detta resonemang innebär naturligtvis ett hinder i en sådan undersökning som vi ämnar göra. Men vi anser att det finns ett antal ytterligare faktorer som spelar in i detta fenomen. Och med dessa faktorer till hjälp anser vi att vi kommer att kunna

skapar oss en bra bild av vad som framkallar VD-byten i svenska börsbolag. Den tillträdande VD:n kommer vi inte att analysera eftersom vi studerar vad som gör att man byter ut en VD, inte varför man tillsätter en.

Studien avgränsas till att behandla bolag noterade på Stockholmsbörsen, där vi helt enkelt valt ut samtliga 82 bolag på A-listan samt Attract 40. Anledningen till att vi valt just detta antal bolag, är att vi anser oss erhålla tillräcklig data för att utföra studien. Tidsperioden vi studerar sträcker sig mellan 2000 och 2005, då vi inom denna tidsram erhåller ett önskvärt antal VD-byten. Det står helt klart att den undersökta perioden är speciell med tanke på de stora ned- och sedermera uppgångar som iakttagits på börsen. Till detta tas dock ingen hänsyn i texten, utan vi anser att vi utifrån valda variabler skall lyckas påvisa önskvärda resultat ändå.

1.4 Målgrupp

Studien riktar sig till studenter inom företagsekonomi. Vissa grundkunskaper inom statistik förutsätts läsaren behärska.

1.5 Disposition

Utöver detta inledande kapitel, där problemformulering och uppsatsens syfte redovisas, har vi följande disposition:

Metod: Här presenteras övergripande metodval och vilka statistiska modeller vi använder oss av i undersökningen. Även insamlingen av den data vi använder redovisas. Kapitlet omfattar även viss källkritik.

Teori: I kapitel tre redogör vi för de teorier vi använder oss av för att angripa problemformuleringen. Vi går igenom de variabler som används, och ger exempel på forskning som redan finns om dessa.

Empiri: Här redovisas de data som samlats in under arbetets gång. Vi presenterar deskriptiv statistik som beskriver materialet på ett tydligt sätt.

Resultat: Kapitel fem är en fortsättning av uppsatsens empiriska del. Vi presenterar här de regressioner som utförts med den insamlade datan. Kapitlet innehåller även referat som gör siffrorna lättare att tillgodoräkna sig för läsaren.

Slutdiskussion: Kapitel sex innehåller en mer sammanfattande diskussion kring våra resultat. Vi resonerar kring skillnader mellan förväntade resultat och erhållna siffror. Vi söker här gå djupare med analysen än i föregående kapitel, där enbart regressionernas resultat kommenterats. Uppsatsen avslutas med förslag till vidare forskning inom området.

2 Metod

Metodavsnittet beskriver hur arbetet skall genomföras. Inledningsvis diskuteras hur datainsamlingen gått till och följs av en genomgång av de variabler som skall studeras. Slutligen beskrivs hur den data som samlats in skall analyseras. För att ta reda på vilka faktorer som bidrar till att en VD byts ut kommer vi att studera en rad parametrar som kan tänkas påverka när VD:n ska gå. Viktigt att poängtera är att varje gång "VD:n" nämns handlar det om den avgående VD:n.

2.1 Datainsamling

För vår studie har vi undersökt 82 företag varav 53 har genomfört ett VD-byte under åren 2000 - 2005. För att kunna mäta den faktiska påverkan av nedan nämnda variabler krävs en kontrollgrupp med företag som inte genomfört ett VD-byte (Goyal & Park, 2001 och Fich & White, 2003). Kontrollgruppen kommer att bestå av 29 företag som uppfyller samma kriterier som studieobjekten. Företagen i kontrollgruppen kommer att studeras under flera år för varje bolag. Vi kommer alltså att få 116, "företagsår"¹ i kontrollgruppen. Detta leder till att vi får starkare statistiska samband.

Vissa krav har satts upp för att företagen ska kunna ingå i materialet som studeras. Dessa krav är; Företaget måste ha varit noterat på Stockholmsbörsens A-lista eller Attract 40 på O-listan minst två år före bytet och minst ett år efter. Att välja dessa listor ger en garant för att bolagen har tillräckligt stor omsättning och är tillräckligt genomlysta². Det finns enligt Hjalmarsson, Hjertstrand & Mickovic (2004) krav på dessa bolag att upprätthålla adekvat informationsspridning. Företag vars VD har bytts på grund av uppköp eller fusioner har inte inkluderats i studien.

Vår uppsats innehåller betydligt mindre data än många av de undersökningar som gjorts av internationella forskare. Detta härleds naturligtvis av bristen på tid men också vår begränsning till enbart den svenska marknaden. Å andra sidan har vi ett betydligt större urval än tidigare

¹ Varje företag studeras under en fyraårsperiod, och varje år behandlas som en unik observation.

² Genomlysning: Information om bolaget är tillgänglig i realtid för alla företagets intressenter.

svenska uppsatser. Hjalmarsson, Hjertstrand & Mickovic (2004) har 54 observationer och Andersson & Gidlöf (2002) har 28. Därmed anser vi att våra resultat kommer att hålla en mycket hög nivå vid en nationell jämförelse. Vi anser oss också få en god spridning i materialet avseende bolagens storlek.

För att hitta de bolag som faktiskt gjort ett VD-byte har vi sökt i historiska pressmeddelanden på affärsvärldens, Dagens Industris och Waymakers hemsidor. Vi har dessutom inhämtat information från respektive bolags hemsida. Att titta på varje bolags hemsida ger oss betydligt pålitligare data än till exempel Andersson & Gidlöf (2002) som enbart hämtat data från affärsvärlden. Vi fokuserar enbart på den dag som det första pressmeddelandet om att VD:n ska avgå som vår observationsdag.

Data om vd:s ålder, styrelseuppdrag i bolaget, samt mandatperiod samlas in från företagens respektive årsredovisningar. Vi använder årsredovisningen för året innan det år då VD-bytet blev offentligt enligt Huson, Malatesta & Parrinos (2003) modell. Data beträffande aktiekurser och dylikt har inhämtats via databaser, exempelvis Six Trust.

2.1.1 Mätning av vissa variabler

Ett klagörande för hur vissa av variablerna mäts är på sin plats. De variabler som det kan finnas tvivel kring insamlingen av är; marknadsjusterad aktieavkastning och räntabilitet på eget kapital.

Akteavkastningen kommer att mätas genom att vi beräknar kursutvecklingen under det aktuella året och adderar eventuell utdelning. För att få avkastningen marknadsjusterad måste vi subtrahera marknadsindex från avkastningen för det året. Detta är den mest accepterade metoden att mäta aktieavkastning och resultatet avspeglar också verkligheten på bästa sätt. Det marknadsindex som används är affärsvärldens årsvisa aktieindex.

Räntabilitet på eget kapital mäts som årets resultat delat med summa eget kapital.

2.2 Variabler

De variabler som ingår i studien är dels en beroende variabel och dels oberoende variabler. De oberoende variablerna kommer att användas för att genom ett antal regressioner beskriva den beroende variabeln.

2.2.1 Beroende variabel

Den beroende variabeln vi kommer att titta på är en dummyvariabel som beskriver om företaget har genomfört ett VD-byte under året eller inte. Variabeln tilldelas värdet "1" om ett byte genomförts, och "0" om inget byte genomförts.

2.2.2 Oberoende variabler

För att välja ut oberoende variabler har vi studerat tidigare forskning inom området, där man modellerat "firm performance" i termer av avkastning, räntabilitet och Tobins q. Ur dessa studier får vi fram ett antal kontrollvariabler som använts. Naturligtvis har vi sållat bort en del på grund av irrelevans för vår studie, såsom exempelvis egenskaper hos styrelsen. De som blivit kvar listas nedan;

- *Bolagets sfärtillhörighet.* Detta är en variabel som vi fokuserar mycket på eftersom det är ett ganska unikt förhållande i Sverige med alla våra sfärer. Genom att bolaget ingår i en sfär kan det finnas faktorer som gör att risken för att en VD skall bytas ut är annorlunda i ett sfärbolag jämfört med ett "vanligt" bolag. Variabeln kommer att vara en dummy som antar värdet 1 om bolaget ingår i en sfär och 0 om det inte gör det.
- *VD:s ålder vid avgång.* Denna variabel kommer att ge en klar indikation på om det finns något samband mellan ålder och när VD:n avgår. VD:ns ålder är framräknad fram till det aktuella året då bytet ägde rum.
- *Dummy för pensionsavgång.* En VD som är mellan 63 och 65 år kommer att räknas som redo för pension. Därmed är en eventuell avgång mellan dessa åldrar att ses som en naturlig avgång. (Goyal&Park, 2001).
- *Mandatperiod.* Mandatperiod mäts som den tid som VD:n har suttit på sin post, till och med året för avgången.
- *Sitter i styrelsen.* Att VD:n inte bara är VD utan också har en plats i styrelsen kan antas ha stor påverkan på när VD:n ska avgå. Vi kommer att titta på om VD:n suttit i styrelsen året innan VD-bytet och använda oss av en dummyvariabel i modellen, där

en etta symboliserar att VD:n sitter i styrelse, och en nolla att han/hon inte gör det. Det finns motstridiga uppgifter om hur detta påverkar sannolikheten för VD-byte, men vi väljer ändå att ha denna variabel eftersom vi tror att det kan ha stor påverkan på när VD:n avgår.

- *Ägande i bolaget.* Ägande i bolaget kommer vi att mäta genom att titta på VD:ns aktieinnehav året innan VD-bytet. Vi kommer att titta på VD:ns ägande av kapital då vi finner det intressant i samband med bolagets resultat. Innehavet av rösterna berör vi inte.
- *Marknadsjusterad aktieavkastning* Den marknadsjusterade avkastningen kommer vi mäta genom att jämföra aktiens utveckling med marknadsindex. Aktiens utveckling får vi fram genom att justera för eventuella utdelningar året innan VD-bytet. Det är den då framräknade utvecklingen vi kommer att jämföra med index för att få fram bolagets marknadsjusterade avkastning.
- *Räntabilitet på eget kapital* visar hur bolaget faktiskt presterar, här finns heller inga förväntningar från marknaden inräknade, utan bara redovisningsdata. Räntabiliteten på eget kapital är framräknat ur respektive bolags årsredovisning från året innan VD-bytet.

2.3 Analys

Variablerna kommer först att beskrivas deskriptivt uppdelat i VD-bytesgruppen och i kontrollgruppen. Här kommer vi att redovisa medelvärde, median, standardavvikelse, och antal observationer. Denna statistik kommer att belysa hur materialet som studeras är fördelat.

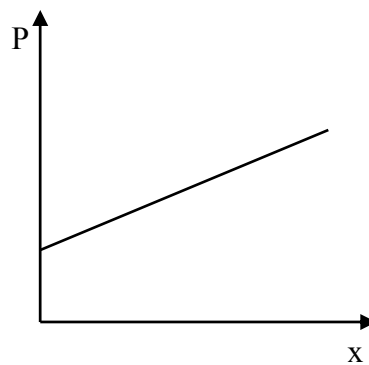
För att undersöka vilka variabler som påverkar ett VD-byte, och i vilken utsträckning dessa variabler påverkar bytesbeslutet, använder vi oss av en multipel regressionsanalys. En multipel regression är användbar då vi vill kontrollera ett antal faktorer samtidigt påverkan på den oberoende variabeln, givet *ceteris paribus*³ (Wooldridge, 2003). En linjär multipel regression kräver dock att den oberoende variabeln är av kvantitativ natur, exempelvis antal kronor eller procent. Vi har i vår undersökning valt en regressionsanalys för att förklara en kvalitativ händelse, varför vår oberoende variabel kommer att vara en binär variabel, antingen med värdet ett eller med värdet noll. Händelsen vi vill undersöka är VD-byte, varför vi sätter värdet ett då ett företag har bytt VD, och värdet noll då ett företag inte har bytt VD.

³ Andra relevanta faktorer hålls lika

För att hantera en linjär regression med en dummy som beroende variabel krävs en speciell typ av multipel regression, en *linear probability model (LPM)*. Eftersom den beroende variabeln endast kan inneha värdet ett eller noll, kan koefficienten inte tolkas som förändringen i y när x ökar en enhet. Istället mäter den förändringen i *probability of success*⁴ när x förändras, givet ceteris paribus (Wooldridge, 2003). I vår undersökning skulle alltså en variabels koefficient indikera hur mycket den aktuella variabeln ökar eller minskar sannolikheten för ett VD-byte (VD-byte(y)=1), givet att alla andra variabler hålls konstanta. Dock har denna linjära modell vissa nackdelar. Vissa kombinationer av oberoende variabler kan skapa sannolikheter med värden över ett eller under noll, vilka inte går att tolka. Det vill säga \hat{p} i ekvation 2.1 blir större än ett eller mindre än noll.

$$\hat{p} = b_0 + b_1x_1 + \dots + b_kx_k \quad (\text{Ekvation 2.1})$$

Detta beror på att vi i en LPM implicit antar att en ökning av variabeln x har en konstant effekt på sannolikheten att exempelvis byta VD (Hill, Griffiths, Judge 2001). En annan nackdel med en linjär modell är att en ökning eller minskning i en oberoende variabel påverkar den beroende variabeln lika mycket, det vill säga att en ökning från ett till två (dubbling) påverkar lika mycket som en ökning från 23 till 24 (Wooldridge, 2003). Man skulle kunna tänka sig att dubblingen påverkar mer än ökningen från 23 till 24.



Figur 1 Exempel på linjär modell, Linear Probability Model

För att lösa problemen med LPM använder vi oss av en S-formad relation mellan z och sannolikheten. Lutningen på denna kurva ger förändringen av sannolikheten givet en enhets

⁴ Sannolikheten att $y = 1$

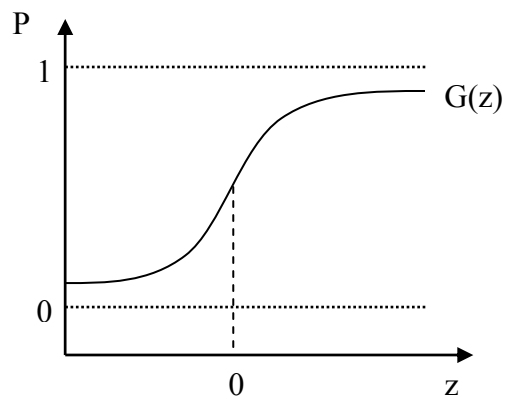
förändring av x (Hill, Griffiths, Judge 2001). Eftersom lutningen skiljer sig på olika ställen av kurvan, får vi olika påverkan av sannolikheten vid olika värden av z .

Modellen för denna så kallade *binary response model* ser ut som följer:

$$P(y = 1 | x) = G(\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k) = G(\beta_0 + x\beta) \quad (\text{Ekvation 2.2})$$

där: G är en funktion som alltid har ett värde mellan ett och noll för alla reella tal z , och där

$$x\beta = \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k$$



Figur 2 S-formad kurva

När man använder sig av en *binary response model* finns det två huvudmodeller för funktionen G , *logit model* och *probit model*. Båda dessa modeller ger en S-formad relation vilket säkerställer att sannolikheten hamnar inom intervallet $[0,1]$ (Wooldridge, 2003). Vi kommer i vår undersökning att använda oss av *logit* modellen, där G är en logistisk funktion:

$$G(z) = \exp(z) / [1 + \exp(z)] = \wedge(z) \quad (\text{Ekvation 2.3})$$

Funktionen G är en ökande funktion som ökar snabbast då $z = 0$.

I vår modell använder vi oss som sagt av en dummyvariabel som oberoende variabel. Vår modell kommer således att se ut som följer:

$$\text{Sannolikhet}(VD - \text{byte}) = f \left(\begin{array}{l} \beta_0 + \beta_1 \text{Ålder} + \beta_2 \text{ÅrSomVD} + \beta_3 \text{Pensionsdummy} + \beta_4 \text{Styrelsdummy} + \\ \beta_5 \text{Sfärdummy} + \beta_6 \text{Avkastning} + \beta_7 \text{Räntabilitet} + \beta_8 \% \text{Ägande} + \varepsilon \end{array} \right)$$

I vår regressionsanalys kommer vi alltså få värden på beta som motsvarar påverkan på sannolikheten för ett VD-byte. Dessa koefficienter talar om hur mycket den aktuella variabeln inverkar på den totala sannolikheten för att ett VD-byte kommer att genomföras.

För att kunna säga något om de resultat som framkommer, behöver vi göra regressionen på ett antal olika sätt. Det finns initialt ingen garanti för att någon av variablerna är signifikanta. Följande varianter på regressionen ovan kommer att genomföras;

- Storleksmässig uppdelning. Bolagen i studien kommer att delas i två delar. Bokhari, Cai, Hudson & Keasy (2005) samt Harvinder (2004) finner alla i sina studier att storleken på bolaget är mycket avgörande för en mängd faktorer, framförallt resultatmått. Denna indelning görs efter vilken sida av medianen av börsvärdet de befinner sig på. Genom att göra denna indelning testar vi om olikheter i bolagens storlek påverkar vilka faktorer som orsakar ett VD-byte.
- Uppdelning efter studerat år. En årsvis indelning kan också vara intressant eftersom det kan besvara frågor om huruvida förhållandet är annorlunda under olika tidsperioder. Tillvägagångssättet motiveras av att tidsperioden som studeras innefattar mycket turbulenta år på den svenska marknaden, med bland annat IT-krisen. Åren kommer att studeras individuellt samt uppdelat i två tidsepoker. Den första från 2000 till och med 2002 och den andra 2003 till och med 2005.
- Individuella studier. Varje kontrollvariabel kommer att köras mot den beroende variabeln för att testa det individuella sambandet.
- Kombinationer av kontrollvariabler. En rad olika regressioner kommer att skapas för att testa eventuella samband mellan variablerna.

2.3.1 Hypotesprövning

För att testa våra variabler sätter vi upp hypoteser och mothypoteser. Det intressanta för oss är att testa nollhypotesen, $H_0: \beta_x = 0$. Denna hypotes innebär att den aktuella variabeln inte har någon effekt på den oberoende variabeln, givet att de andra variablerna hålls konstanta (Wooldridge, 2003). Om vi finner denna hypotes sann, kan vi dra slutsatsen att variabeln inte har någon signifikant påverkan på sannolikheten för ett VD-byte.

Vi ställer samtidigt upp en mothypotes som motsäger nollhypotesen. Mothypotesen kommer alltså att vara baserad på scenariot då beta är skiljt från noll, $H_1: \beta_x \neq 0$. För att testa våra hypoteser använder vi oss av normalfördelningen.

2.3.2 Övriga tester

I likhet med Goyal & Park (2001) kommer ett korrelationstest att göras på datan i alla kontrollvariabler för att utesluta eventuell multikoliniäritet samt fastställa korrelationen mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln. Signifikansen kommer att testas i modellen. Detta görs automatiskt av statistikprogrammet och talar om hur pålitliga de värden som presenteras är. Målsättningen är att kunna presentera resultat med signifikans på 95 % - nivån.

I en linjär regression hade R^2 -värdet, kallas även determinationskoefficienten, kunnat tala om hur mycket av förändringen i den beroende variabeln som förklaras av de oberoende variablerna. (Lind *et al*, 2005) I och med att regressionen som används i uppsatsen är en logit-regression, kommer istället McFadden R-squared att rapporteras. Det värdet rapporterar samma som determinationskoefficienten, men anpassat för logistiska regressioner. Om man får låga värden på McFadden R-squared innebär det att det finns ett stort antal andra variabler som modellen inte innefattar, men vilka förklarar variationen i den beroende variabeln.

Normalt sett hade även tester för autokorrelation och heteroskedasticitet genomförts. Om det förekommer autokorrelation i modellen kan det hända att koefficienter verkar vara signifikanta när de inte är det. På grund av att modellen som används inte är linjär kan dessa tester ej utföras.

2.4 Reliabilitet

Reliabiliteten i en undersökning grundar sig i hur komplett datan är. Svartsbortfall är den mest valiga orsaken till försämrad reliabilitet (Eriksson, 1978), och orsakar systematiska fel i undersökningen. Detta bör inte bli några problem i vår undersökning eftersom inga av våra data kommer från intervjuer eller enkäter.

Det viktigaste för att upprätthålla reliabiliteten i denna undersökning är att den data som samlas in inte utsätts för slarvfel vid insamlingen. En stor mängd data kommer att samlas in manuellt genom studier av årsredovisningar. För att undvika slarvfel gör vi en dubbelkoll som innebär att efter insamlingen är färdig går vi tillbaka till källorna och kontrollerar all data en gång till för att materialet skall vara så exakt som möjligt.

2.5 Validitet

Validitet är enligt Holme och Solvang (1997) beroende av vad som mäts, samt hur detta är specificerat i frågeställningen. Syftet med denna uppsats är att studera vilka faktorer som orsakar ett VD-byte. För att täcka in så stort område som möjligt, dvs. hitta de faktorer som kan tänkas vara avgörande för VD-bytet har vi ett stort antal kontrollvariabler.

2.6 Källkritik

Ett kritiskt synsätt på källorna är viktigt vid alla undersökningar som bygger på och hänvisar till annan teori. För att få så aktuella resultat som möjligt har vi enbart fokuserat på de senaste fem åren. Merparten av de källor vi hänvisar till är hämtade från internationell forskning vid olika universitet. Användandet av nyhetsartiklar har vi medvetet försökt minimera eftersom de kan vara färgade av journalistens egna intressen. Vi gör också antagandet att forskningsartiklar är oberoende av egna åsikter eller intressen.

3 Teori

I teoridelen presenterar vi och återger valda teorier som ligger till grund för vår vidare analys. Vi kommer först att presentera teorier som behandlar fenomenet VD-byte och även en koppling till agentteorin. Vidare presenteras också tidigare forskning kring våra undersökningsvariabler.

Det finns mycket forskat om problematiken kring ledningen av ett bolag. Mycket av denna forskning behandlar olika egenskaper hos VD och styrelse, och dess påverkan på bolagets värde och resultat (Nelson, 2005). Den delen av forskningen som vi är intresserade av är dock den som rör byte av VD. Även här finns relativt mycket forskat, och den största delen berör hur ett byte av VD påverkar företagets prestation och värde (Murphy & Zimmerman, 1993). Man är i denna forskning främst intresserad av att få reda på hur bytet påverkar värdet av bolaget eller företagets resultat.

När det gäller forskning om vilka variabler som föranleder ett VD-byte finns också relativt många undersökningar. Även om denna forskning angriper problemet från olika synvinklar, har de alla det gemensamt att man försöker finna orsaker till varför en VD byts ut. I denna forskning behandlas variabler såsom VD:s ålder (Murphy & Zimmerman, 1993) eller aktieavkastningens påverkan. Huson, Malatesta & Parrion (2004) hänvisar bland annat till Warner *et al* (1998) och Fee & Hadlock (2003) som menar att en VD i företag med låga aktieavkastningar löper större risk att bli utbytt, än i företag med högre avkastning. Goyal & Park (2002) undersöker vidare om beslutet om VD-byte påverkas av att VD:n också är styrelseordförande.

Bommer & Ellstrand (1996) menar att det finns fyra teoretiska grenar för att förklara ett VD-byte. Den första, *rational-adaptive perspective*, föreslår att en VD byts ut på grund av krav från omgivningen, det vill säga när resultaten är dåliga. Ofta ersätts VD:n med en person utifrån för att förändra och förbättra organisationen. Nästa två, *disruptive* och *inconsequential perspective* antar att organisationens överlevnad beror på deterministiska krafter från omvärlden, och den fjärde, *inertial perspective*, hävdar att VD:ar besitter kunskapen och möjligheten att strategiskt förändra organisationen, men inte gör så. Detta leder till att

personer utifrån inte anställs, vilket skapar en tröghet inom organisationen vilket gör det svårt för den att utvecklas. Dock hävdar Bommer & Ellstrand (1996) att empiriska studier inte finner klara stöd för dessa teorier, varför vi väljer att i första hand inrikta oss på nedanstående teorier.

De teorier vi koncentrerat oss på är Social Network Theory, vilken behandlar personliga kontakter mellan beslutsfattare i ledning och styrelse, och även makten i dessa relationer. Vidare har vi valt att utgå från Human Capital Theory vilken tittar på humankapitalets betydelse vid ett VD-byte. Vi har även med agentteorin som behandlar relationen mellan, i vårt fall, styrelse och VD, och kontrakt som hanterar denna relation.

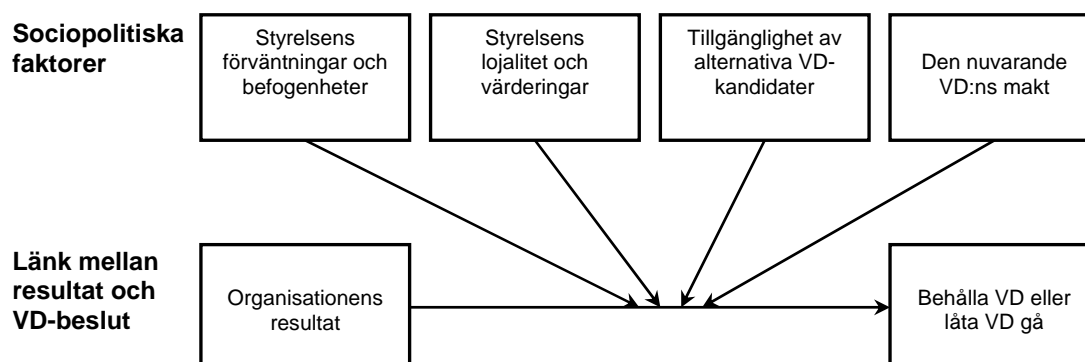
3.1 Social network theory

Långt ifrån alla VD-byten är intressanta att studera. Byten orsakade av dödsfall eller sjukdomar är ur ett organisatoriskt perspektiv ointressant, likaså byten där VD slutar på grund av pension. När det gäller att förutsäga VD-byten är de mest intressanta fallen då VD får sparken eller slutar frivilligt. Det är i dessa fall aktiva val som är gjorda, och det är då man kan säga något om organisationen utifrån ett organisatoriskt perspektiv. Studien definierar VD-byten när bytet är ”ad hoc”, och då VD måste avgå mot sin vilja. (Fredrickson *et al* 1988)

Den vanligaste förklaringen på frågan när en VD måste sluta, är då företaget presterar dåligt och visar dåliga resultat. Dock finns även exempel på byten som sker då bolaget en längre tid gått bra. Därför verkar det som om även andra faktorer spelar in när en VD måste lämna sin post. (Fredrickson *et al* 1988)

I figur 3.1 nedan ser vi att Fredrickson *et al* (1988) visar en klar länk mellan resultatet och bytet av VD. I vissa fall är denna länk klar och direkt, dåliga resultat gör att VD byts ut. I andra fall finns det däremot andra krafter som påverkar bytesprocessen. Fredricksen *et al* (1988) menar att det finns fall då styrelsens handlingar inte orsakas av organisationens resultat, och den stora frågan blir då vad som orsakar styrelsens handlingar om inte resultatet gör det? Författarna har kommit fram till att handlingarna kan förklaras av vissa sociopolitiska faktorer, närmare bestämt faktorer som behandlar personliga relationer, koalitioner och makt. Utifrån dessa faktorer har Fredricksen *et al* (1988) observerat fyra krafter vilka tycks påverka styrelsen handlingar, nämligen a) styrelsens förväntningar och

befogenheter b) styrelsens lojalitet och värderingar c) tillgänglighet av alternativa VD-kandidater, och d) den nuvarande VD:ns makt.



Figur 3-1 Sociopolitiska faktorer som påverkar sannolikheten för ett VD-byte

Enligt Fredrickson *et al* (1988) är det viktigt att påpeka att styrelsen fattar beslut trots bristande eller snedvriden information. Man menar också att hänsyn måste tas till att styrelsen agerar utifrån egenintressen när VD avsätts eller utses (t.ex. vänskap, rykte och image.) Därför förklaras avsättningen av en VD bäst med en kombination av sociala och politiska faktorer, och inte enbart med rationella beslut härrörande från organisationens resultat.

Vad som även är viktigt att påpeka enligt Fredricksen *et al* (1988), är att de fyra sociopolitiska krafterna och organisationens resultat, tillsammans påverkar sannolikheten för att VD avsätts. Exempelvis måste VD:ns makt vara starkare ju sämre resultat företaget har visat, för att ha möjlighet att sitta kvar i VD-position. Likaså måste mängden och kvaliteten på möjliga efterträdare vara större ju högre förtroende styrelsen har på den nuvarande VD:n för att denne ska kunna avsättas. Man menar här att ingen av de nämnda faktorerna agerar ensam, det finns ett samspel mellan dem.

3.1.1 Sociopolitiska faktorer

3.1.1.1 Styrelsens förväntningar och befogenheter

Styrelsemedlemmar har enligt Fredrickson *et al* (1988) en mängd olika uppfattningar om organisationen och sina jobb. Dessa uppfattningar kan bland annat röra bolagets resultat, problem inom företaget samt andra bolags resultat. Styrelsens inställning till ledningen i

bolaget är extra viktig eftersom ledningen kan påverka styrelsemedlemmarna (Salancik & Meindl, 1984), samt eftersom de olika styrelsemedlemmarna har olika uppfattningar av hur mycket makt ledningen besitter.

Fredrickson *et al* (1988) menar att om styrelsen, eller vissa av dess medlemmar, förväntar sig bättre resultat än vad som åstadkommit, och man anser att det är upp till ledningen att uppnå dessa resultat, ökar risken för att VD:n blir avsatt. Det räcker för VD:n att prestera under den nivå de mest inflytelserika styrelsemedlemmarna anser vara för låg, för att riskera att avsättas. Fredrickson *et al* (1988) menare att ju mer skiljda åsikter styrelsen har om resultat o. dyl., desto större risk för att VD:n avsätts.

3.1.1.2 Styrelsens lojalitet och värderingar

Fredrickson *et al* (1988) hänvisar till Mace (1971) som skriver att direktörer har en mängd olika motiv till att sitta i en styrelse. Det kan t.ex. handla om värdemaximisering, ersättning, status, rykte och kamaraderi. Direktörerna kan också visa sin lojalitet gentemot olika individer, t.ex. VD, VD:s föregångare eller en betydande aktieägare. Enligt Fredrickson *et al* (1988) skriver Mintzberg (1983), ”*direktörerna kan skydda vem dom än väljer... beroende på deras behov och vilka påtryckningar de är utsatta för*”. Dessa värderingar och lojaliteter kommer att påverka informationen styrelsen tar till sig angående hur väl VD presterar. Exempelvis kan en styrelsemedlem med ett betydande aktieinnehav förväntas vara mer vaksam i jämförelsen med andra bolags resultat, än en styrelsemedlem som är personlig vän med VD:n (Mace 1971).

Styrelsens lojalitet kan beskrivas på många olika sätt, och varje sätt kan hjälpa till att förutspå ett VD-byte olika mycket. Det är t.ex. inte klart vilket som är viktigast för att lyckas förutspå ett VD-byte - styrelsens gemensamma lojalitet mot aktieägarna, eller om endast en styrelsemedlem känner stor lojalitet gentemot desamma. Klart är dock, i likhet med förra punkten, att ju mer oense styrelsen är, desto större risk är det att VD:n avsätts (Fredrickson *et al*, 1988).

3.1.1.3 Tillgänglighet av alternativa VD-kandidater

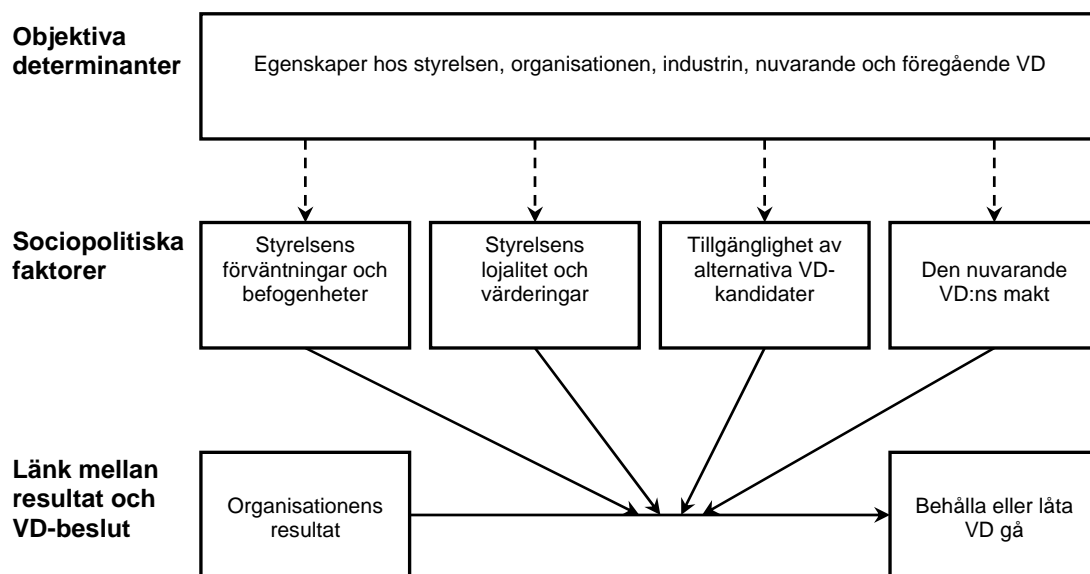
När man ska väga för- och nackdelar mot varandra för att fastslå om man ska byta VD eller inte, spelar det stor roll hur många kompetenta kandidater man har att välja mellan. Finns det många alternativ till den aktuella VD:n, ökar risken för att denna ska bli avsatt (Pfeffer & Moore, 1980). Därför ligger det i VD:ns intresse att inte tillhandahålla styrelsen med uppgifter om andra lämpliga chefer som kan komma att konkurrera ut den nuvarande VD:n.

3.1.1.4 Den nuvarande VD:ns makt

Även om ingen VD har absolut makt över sin position finns det VD:ar som har mer makt än andra. Det kan röra sig om personliga karaktäristika, kontroll över kritiska resurser såsom kunder eller teknologi (Perrow 1970), status och prestige eller helt enkelt kontroll över rösterna. Fredrickson *et al* (1988) menar att VD:n ökar sin makt ju längre han har suttit på sin post, och säger därför att en nyligen tillsatt VD är mer sårbar än en som suttit på sin post en längre tid.

3.1.2 Objektiva Determinanter

Hur stor roll de fyra sociopolitiska faktorerna spelar när det gäller styrelsens beslutsfattande, bestäms av ett antal objektiva variabler. Dessa variabler inkluderar egenskaper hos styrelsen, organisationen, industrin, VD:n och den föregående VD:n.



Figur 3-2 Egenskaper som påverkar de sociopolitiska faktorerna kring VD-bytet

3.1.2.1 Egenskaper hos styrelsen

Fredrickson *et al* (1988) förväntar sig att vissa egenskaper hos styrelsen påverkar beslutet om att byta VD eller behålla den nuvarande. De aktuella egenskaperna är styrelsens storlek, d.v.s. hur många medlemmar styrelsen har, medlemmarnas ägande i bolaget, om medlemmarna är internt eller externt rekryterade samt hur länge medlemmarna har suttit i medeltal.

När det gäller storleken menar Fredricksen *et al* (1988) att en större styrelse får svårare att vara eniga, vilket ökar risken för att VD:n byts ut. VD:n får svårare att tillfredsställa alla medlemmarna i en stor styrelse, vilket kan leda till oenighet inom styrelsen.

Fredrickson *et al* (1988) menar att det troligaste är att en styrelsemedlem som har en betydande andel aktier i bolaget, blir mer kritisk och synar VD:n mer noggrant. Dock säger bland andra Allen (1981), att det inte finns något samband mellan en styrelsemedlems enskilda ägande i bolaget och VD:ns tid på VD-posten. Fredrickson *et al* (1988) menar dock att en styrelsemedlems enskilda ägande säger för lite om detta samband. Istället är det bättre att se på hela familjers ägande. Allen och Pavian (1982) har även tittat på detta samband, och kommer fram till att när en ägarfamilj äger fem procent eller mer av bolaget, och VD:n inte tillhör familjen, förkortas tiden då VD sitter på sin post. Därför menar Fredrickson *et al* (1988) att när sådana ägarfamiljer är representerade i styrelsen, ökar risken för VD:s avsättning.

Styrelsemedlemmar som är internt rekryterade besitter ofta stora kunskaper om organisationen, och är tacksamma gentemot VD:n för deras jobb, menar Fredrickson *et al* (1988). Styrelsemedlemmar som är externt rekryterade besitter oftast inte denna kunskap eller tacksamhet. Däremot känner de en större press att agera, vilket ökar risken för att VD:n blir avsatt.

Fredrickson *et al* (1988) menar att tidsperioden som styrelsen suttit tillsammans kan ha betydelse när det gäller lojalitet gentemot VD:n. Wagner, Pfeffer & O'Reilly (1984) skriver att personer som blir en del av en grupp ungefär samtidigt, känner starkare band mellan sig. Samma sak gäller och styrelsen och dess medlemmar menar Fredrickson *et al* (1988). Sådana styrelser antas vara mer eniga i sina beslut, vilket skulle minska risken för en avsättning av VD:n.

3.1.2.2 Egenskaper hos organisationen

De egenskaper hos den aktuella organisationen som anses vara av stor betydelse är storlek, ålder och tidigare resultat.

Tidigare forskning menar att större organisationer tenderar att byta ut VD:n oftare än mindre (Pfeffer & Moore 1980). Detta kan bero på att större företag har fler valmöjligheter av interna efterträdare. Fredrickson *et al* (1988) drar därför slutsatsen att ju större bolag, desto större risk att styrelsen byter ut VD:n eftersom de har fler valmöjligheter till efterträdare.

När det gäller organisationens ålder menar Fredrickson *et al* (1988) att risken för att som VD bli avsatt är större i äldre bolag. Detta för att äldre bolag har samlat mer kunskande inom organisationen vilket gör det lättare att byta ut VD:n men även för att äldre företag helt enkelt har äldre VD:ar.

Organisationens tidigare resultat spelar roll när beslut om VD:n ska fattas. Fredrickson *et al* (1988) menar att risken för att bli avsatt ökar om företagets tidigare resultat varit extrema åt något håll. Ett bolag som visat dåliga resultat tillåter mindre marginaler och ett bolag som visat bra resultat kräver fortsatt ökning, varför dessa ställer större krav på VD:n och ökar risken för att bli avsatt.

3.1.2.3 Egenskaper hos VD

VD:ns egenskaper påverkar till stor del hans chanser att få fortsätta på sin post. De egenskaper Fredrickson *et al* (1988) fokuserar på är VD:s ägande i bolaget, hur länge han/hon suttit som VD i företaget, om denna är internt eller externt rekryterad samt ersättnings storlek.

När VD:n har ett stort ägande i bolaget menar Fredrickson *et al* (1988) att detta märks på två ställen i modellen, styrelsens lojalitet samt VD:ns makt. Ju större ägande VD:n har i bolaget desto större chans har denna att påverka valet av styrelsemedlemmar och dess handlingar. Ett stort ägande minskar alltså risken för att bli avsatt.

Fredrickson *et al* (1988) menar att ju längre en VD suttit på sin post, desto mindre blir risken för att bli avsatt. Detta strider dock mot tidigare påståenden att risken för ett VD-byte ökar ju äldre organisationen är (på grund av större utbud av efterträdare). Fredrickson *et al* (1988) hävdar emellertid att dessa både påståenden inte strider mot varandra, utan att risken ökar om man ser till organisationens hela historia, men minskar om man ser till en enskild VD:s period.

När det gäller externt eller internt rekryterad VD menar Fredrickson *et al* (1988) att risken för uppsägning av VD:n ökar om denna är extern rekryterad. Dock måste detta sättas i relation med tiden, för ju längre den extern rekryterade VD:n sitter på sin post, desto mer ”intern” blir denna, varför också risken minskar.

Fredrickson *et al* (1988) hävdar att en VD med hög lön löper större risk att få sluta än en VD med lägre lön. Detta beror på att en höglönad VD förmodas besitta mer kunskap och sköta bolaget bättre, varför denna också får högre krav på sig. Uteblir de förväntat höga resultaten löper då den högt ersatta VD:n hög risk att få sluta.

Som vi ser nedan visar tabell 3.1 hur de olika egenskaperna påverkar de fyra sociopolitiska faktorerna. Vissa av egenskaperna har enligt Fredrickson *et al* (1988) påverkan på flera av de fyra faktorerna. I dessa fall föreligger en stark påverkan på båda, och det finns även stöd för påverkan i tidigare litteratur.

	Styrelsens förväntningar och befogenheter	Styrelsens lojalitet och värderingar	Tillgänglighet av alternativa VD-kandidater	Den nuvarande VD:ns makt
Styrelsens egenskaper Storlek Ägande Utomstående Tid i styrelse (medel)		√ √ √ √		
Organisationens egenskaper Storlek Ålder Tidigare resultat	√		√ √	√
Egenskaper hos VD Aktieäggande Tid som VD Rekryterad utifrån Ersättning	√ √	√ √		√ √

Tabell 3-1 Tabell över egenskapernas påverkan på de sociopolitiska faktorerna

3.2 Human Capital Theory

Phan & Lee (1995) skriver att Becker (1984) delar upp humankapitalet i bolagsspecifikt och icke bolagsspecifikt humankapital. Investeringar i upplärning av den anställda för specifika arbetsuppgifter, fungerar som en försäkran om att denna stannar kvar längre. Detta resulterar i en högre produktivitet på grund av att den anställdes kompetenser passar arbetsgivarens uppgifter väldigt bra. Dock leder det till att dessa färdigheter inte kan realiseras utanför den aktuella arbetsplatsen.

En VD har inga incitament för att engagera sig i bolagsspecifik utbildning, eftersom det begränsar dennes möjligheter utanför bolaget. För företaget är det dock positivt ju mer intern utbildning VD:n får, men man har inga intressen i att denna vidareutbildar sig på en mer allmän nivå. För att lösa detta är man från den aktuella organisationens sida villiga att sänka resultatkraven, mot att VD:n får intern utbildning, eftersom detta kan komma att löna sig över en längre tidsperiod. Emellertid slår detta hårdare för företaget när VD:n slutar, och man då förlorar viktig kompetens, vilket i sin tur leder till lägre effektivitet. I dessa situationer, med en hög grad specifikt humankapital, blir företagets resultat, i jämförelse med ett industrimedeltal, mindre viktigt när styrelsen fattar beslut om VD:ns framtid i bolaget. (Phan & Lee 1995)

För att fastställa kostnader i samband med investeringar i humankapital, använder sig Becker (1984) av uppskattningar av utbildning och annan teknisk träning, vilken position inom företaget VD:n anställs på samt ett genomsnitt av kunskaper VD:ar i samma bransch besitter.

Phan & Lee (1995) menar att ett företag som anställer en VD med redan höga specialistkunskaper, minskar sina kostnader för investeringar i humankapital. Marginalkostnaden för att avskeda VD:n ökar, varför risken för att VD:n ska bli avsatt då minskar.

När det gäller utbildningen menar man att en högre utbildningsnivå leder till ett ökat värde av humankapitalet. Vissa personer väljer också att fortsätta sin utbildning efter en tid i företag, för att sedan komma tillbaka, varför man då också kan lägga till industrierfarenhet till detta ökade humankapital. Phan & Lee (1995) hävdar här att risken för att bli avsatt minskar med ökade kunskapsnivåer, både utbildnings- och industrimässigt.

En individs startposition inom organisationen indikerar hur mycket bolagsspecifik träning personen har tagit till sig innan VD-posten tillträds. En VD som har arbetat sig upp inom företaget har också kunnat tillgodogöra sig mycket intern utbildning på vägen, och känner därför till bolaget väldigt bra. Phan & Lee (1995) menar att en lägre ingångsnivå i företaget borde minska risken för att bli avsatt som VD.

3.3 Agentteorin

Agentteorin härstammar enligt Eisenhardt (1989) från riskforskning under 1960- och 70 talen. Denna forskning beskrev frågor om risker som ett problem som uppstår då olika parter har skiljda inställningar gentemot risker. Agentteorin breddade denna forskning till att även innefatta så kallade agentproblem som uppkommer då samarbetande parter har olika mål (Jensen & Meckling 1976). Agentteorin är speciellt inriktad på allmänt förekommande situationer då en part (principalen) delegerar arbete till en annan (agenten). Teorin försöker förklara dessa relationer genom att använda en metafor, att kontrakt ingås mellan de båda parterna (Eisenhardt, 1989).

Agentteorin kan enligt Eisenhardt (1989) tillämpas på frågor gällande makronivå, exempelvis lagstiftning, men även på mikronivå, i frågor rörande skuldbörda, lögner och andra uttryck av självintresse. Agentteorin är alltså användbar på alla nivåer inom organisationen. Eisenhardt (1989) säger vidare att agentteorin under senare år använts i organisatoriska frågor gällande exempelvis kompensation, uppköps- och diversifieringsstrategier, styrelserelationer, vertikal integration och ägarskaps- och finansieringsstrukturer.

När det gäller övervakningen av ledningen för ett bolag är styrelsen en viktig del. Ser man det ur agentteorins synvinkel används styrelsen för att övervaka aktieägarnas intressen (Fama & Jensen 1983). Enligt Eisenhardt (1989) är ledningen i ett företag mer villig att agera i aktieägarnas intressen om styrelsen förser dem med riklig information.

Enligt Eisenhardt (1989) delas agentteorin upp i två delar, principal-agentteorin samt den positivistiska teorin. Dessa två inriktningar delar uppfattningen om att det viktiga i analysdelen är kontraktet, och man delar även uppskattningar om människor, organisationer och information. Dock skiljer de både inriktningarna sig åt när det gäller de matematiska detaljerna. Principal-agentteorin är mer matematisk än den positivistiska, och kräver

matematiska bevis. Vidare har principal-agentteorin ett bredare fokus än de positivistiska, vilken nästan enbart koncentrerar sig på relationen mellan ägare och ledning av stora publika bolag.

Eisenhardt (1989) nämner två problem som kan uppstå mellan agenten och principalen, agentproblem och riskproblem.

- Agentproblem uppkommer eftersom det finns en målkonflikt mellan de båda parterna, samt eftersom det är mycket svårt, och förhållandevis dyrt, att övervaka agentens faktiska bidrag. Detta leder till att principalen inte kan kontrollera att dennes intressen följs.
- Riskproblem uppstår då principalen och agenten har olika attityder när det gäller risk. Resultatet av detta kan bli att de båda parterna fördrar olika alternativ till följd av olika riskpreferenser.

Eftersom analysdelen av agentteorin är inriktat på kontraktet mellan de båda parterna, ligger fokus enligt Eisenhardt (1989) på hur man skapar det mest effektiva kontraktet mellan dem. I arbetet med detta kontrakt måste man ta hänsyn till de båda parternas egenintresse och attityd när det gäller risk, till organisationen, t.ex. målkonflikter mellan anställda, men även till vilken information som finns tillgänglig (Eisenhardt 1989). När det gäller den sista biten, tillgänglig information, kan denna skilja mellan agenten och principalen. I ett sådant fall föreligger informationsasymmetrier, vilka Eisenhardt (1989) beskriver ur två synvinklar, moral hazard samt adverse selection.

3.3.1 Moral Hazard

Moral Hazard hänvisar enligt Eisenhardt (1989) till bristande ansträngning av agenten, d.v.s. att agenten inte uppfyller de krav som avtalats i kontraktet. Det kan exempelvis röra sig om att agenten inte sköter de uppgifter han/hon är kontrakterade att göra. Ur principalens synvinkel blir det väldigt svårt att övervaka agentens alla uppgifter, varför det således blir svårt att införskaffa information om vad agenten verkligen gör.

3.3.2 Adverse Selction

Adverse selection hänvisar enligt Eisenhardt (1989) till feltolkningar av agentens kunskaper. Agenten kan påstå att denne besitter vissa kunskaper och färdigheter när ett kontrakt mellan

de båda parterna ska ingås. Adverse selection uppkommer då principalen inte kan kontrollera dessa färdigheter, varken innan kontraktet ingås eller då agenten börjat sitt arbete. Osäkerhet skapas då principalen vid denna vetskap hade kunnat kräva högre riskersättning då kontraktet ingicks.

3.3.3 Agentteorin kopplad till VD-byte

I vår undersökning kommer frågan om moral hazard spela en viktig roll. Detta för att förklara ett byte av VD i samband med resultatet. Som nämnts ovan är det svårt för principalen, i vårt fall styrelsen, att övervaka agenten, i vårt fall VD:n, och få information om vad VD verkligen åstadkommer. Ett sätt att övervaka detta blir att jämföra styrelsens resultatmål med vad VD:n verkligen presterar för resultat. Detta skriver även Leker & Salomo (2000) och påstår att relationen mellan förväntat och realiserat resultat fastställer sannolikheten för ett VD-byte.

Så länge VD:n kan visa ett resultat som ligger inom styrelsen gränsvärde för vad som är förväntat, får VD:n fortsätta sitt arbete. Sjunker resultaten under denna gräns, måste styrelsen agera, varför sannolikheten för ett VD-byte ökar.

Även VD:ns ägande i bolaget kan hänföras till agentteorin. I och med ett ökat ägande i bolaget får VD:n ett större egenintresse i att nå bra resultat. VD:n får på detta sätt incitament att följa styrelsens riktlinjer för att nå dessa resultat. Problemen med moral hazard minskar, och VD:ns risk att bli utbytt minskar således också.

3.4 Tidigare forskning kring valda variabler

3.4.1 Sfärdummy

Traditionellt existerar det på Stockholmsbörsen ett antal ägargrupperingar som i folkmun benämns sfärer. Dessa ägargrupperingar är något som skiljer Stockholmsbörsen från större internationella börser som exempelvis den tyska DAX, där ägandet är mer av institutionell karaktär, och där större industrikonglomerat oftare ses som ägare till de noterade bolagen.

Sfärsystemet som finns på börsen har funnits länge, historien om detta ägarsystem kan följas ända tillbaka till slutet av 1800-talet, då familjen Wallenberg och sedermera Svenska Handelsbanken etablerade sig som majoritetsägare till de största svenska bolagen, (Schön, 2000).

Svenska Handelsbanken, dåvarande Stockholms Handelsbank, och Skandinaviska Banken, nuvarande SEB, spelade en stor roll i den industrialisering som Sverige upplevde under denna period. Genom finansiering från bankerna möjliggjordes satsningar som sedermera kom att bli stora, internationella industrikoncerner. Exempel på företag som skapades med hjälp av bankernas finansiering är ASEA, Grängesberg och Ericsson.

Finansieringen utgjordes ofta av det vi till vardags kallar Mezzanine-lån, en kombination av ett reverslån och aktier i låntagarens bolag. (Schön, 2000). På detta sätt kom de svenska affärsbankerna att bli storägare i svensk industri, och detta gäller fortfarande. På Stockholmsbörsen finns två huvudsakliga ägarsfärer, (Ägarna och makten, 2000-2005), den som till vardags benämns "Wallenberg-sfären", samt den sfär som finns kring Svenska Handelsbanken.

Ägandet på Stockholmsbörsen kartläggs av ett företag som heter SIS-ägarservice. Detta företag publicerar regelbundna listor över ägandet i våra svenska börsbolag, samt hur dessa förändras från en månad till en annan. En gång om året ger man även ut en bok, "Ägarna och makten", där man kartlägger hela det sfärsystem som existerar.

Idag finns det inte enbart två sfärer, utan nya sfärer har vuxit fram kring framgångsrika entreprenörer som Jan Stenbeck, och Melker Schörling.

I uppsatsen är sfärteorin central, då vi finner den vara av avgörande skillnad gentemot internationella börser, där samma system inte existerar. I bedömningen av vilka bolag som ingår i en viss sfär, utgår vi helt från de studerade exemplaren av "Ägarna och makten" som ger en rättvisande bild om detta. Det förväntade tecknet på variabeln blir med dessa teorier som bakgrund negativt.

3.4.2 Ålder

Åldern kommer att mätas som ålder det år som VD-bytet sker. I fallen med kontrollgruppen kommer VD:ns ålder för varje år som studeras att estimeras. Variabeln kommer att ge en klar indikation på om det finns något samband mellan ålder och när VD:n avgår. Den intuitiva känslan är att vi kommer att finna ett starkt samband mellan hög ålder och avgång. Murphy & Zimmerman (1993) påvisar ett starkt samband mellan VD:ns ålder och avgång. För att eliminera för eventuella "naturliga" pensionsavgångar kommer vi att använda en dummy-variabel för pensionsavgång. Ur detta resonemang kan vi konstatera att vi förväntar oss en positiv koefficient på åldersvariabel.

3.4.3 Pensionsdummy

Som tidigare nämnts kommer den del av urvalet som uppnått en ålder av 63 år eller mer att klassificeras som en pensionsavgång. Att just 63 år är den gräns som avskiljer pensionen från vanliga VD-byten grundar sig i att VD:ar ofta går i pension lite tidigare än vanliga tjänstemän. (Goyal & Park, 2001)

3.4.4 Mandatperiod

Mandatperioden kan ha både positiv och negativ påverkan på om VD:n avgår eller inte. Om VD:n har suttit länge kan det indikera att han/hon närmar sig pension, å andra sidan kan en lång mandatperiod innebära att VD:n skaffat sig mycket makt i bolaget och därmed blir svår att bli av med (Salancik & Meindl, 1984).

Nelson (2005) å andra sidan visar i sin studie att det inte finns något samband mellan VD:ns mandattid och risken för att han skall bytas ut. Vi kommer att testa hur det ser ut på svenska bolag eftersom vi tror att amerikanska och svenska bolag skiljer sig på denna punkt. (Dagens Industri, 2001-12-11).

Med utgångspunkt i Nelsons studier som saknar samband samt Salancik & Meindls indikation på att VD sitter säkrare ju längre mandatperiod, konstaterar vi att koefficienten för mandatperiod kommer att vara negativ.

3.4.5 VD sitter i styrelsen

Att VD:n inte bara är VD utan också har en plats i styrelsen kan antas ha stor påverkan på när VD:n ska avgå. De faktorer som kan tänkas påverka är VD:ns inflytande på beslut om att byta VD. Jensen (1993) påpekar att styrelsen kan få problem med att utvärdera VD:ns prestationer om han sitter med i styrelsen. Det finns således en intressekonflikt mellan VD:n och styrelsen.

Brickley, Coles & Jarrell (1997) hävdar däremot att ha VD med i styrelsen minskar övervakningskostnaderna som uppstår om VD:n inte är med i styrelsen. Huson, Malatesta & Parrino (2003) påpekar dock ett antal problem med övervakningen av VD. De menar att det är mycket svårt att upprätthålla en adekvat övervakning eftersom man inte vet styrelsemedlemmarnas förhållande till varandra, vilket också förklaras av texten i punkten 3.1.1.2.

På grund av kontradikta tidigare studier kan vi inte förutsäga vilket tecken koefficienten kommer att ha för denna variabel.

3.4.6 Marknadsjusterad avkastning

Aktieavkastningen kommer att ge oss information om hur marknaden ser på bolaget och dess VD-byte. Aktieavkastningen är ett direkt mått på marknads förväntningar och fångar genast den nya informationen i kursen. Kaplan (1994) hävdar dock att avkastning inte är ett bra mått eftersom aktier värderas med en diskonteringsränta. Om räntan förändras kommer också kursen att förändras, vilket då skulle ge en orättvis bild av VD:ns prestation. För att undvika en del av denna problematik används i denna studie marknadsjusterade avkastningar eftersom det enligt Warner, Watts & Wruck (1988) ger en mer tillförlitlig bild av hur bolaget presterar jämfört med andra bolag.

Både Warner *et al* (1998), Fee & Hadlock (2003) samt Leker & Salomo (2000) hävdar alla i sina studier att ett sänkt resultat ökar risken för att VD:n skall bytas ut. Därmed kan vi med säkerhet konstatera att det förväntade tecknet på koefficienten för variabeln marknadsjusterad avkastning kommer att vara negativt.

3.4.7 Räntabilitet på eget kapital

Räntabilitet på eget kapital är ett annat resultatmått som helt och hållet fokuserar på bolagets resultat. Istället för att färgas av utdelningspolicy, analytikers tolkningar och marknadsfluktuationer visar detta mått hur företaget faktiskt presterar. Puffer & Weintrop (1991) använder sig av avkastning på eget kapital för att få ett redovisningsmått på bolagets resultat. Man kan även applicera Leker & Salomos (2000) resultat på vår tolkning. Koefficienten till variabeln förväntas således vara negativ.

3.4.8 Procentuellt ägande

En VD:s ägande i bolaget kan påverka avgången dels genom att ett eventuellt stort ägande och därmed makt att bestämma vem som ska vara VD. Dels i att VD:n känner sig pressad att prestera mycket bättre på grund av ägandet och därmed sin avkastning. (Huson, Malatesta & Parrino, 2003)

Tucker & Kennedy-Tucker (2004) visar i sin studie att en VD:s ägande i bolaget har en negativ påverkan på resultatmättet räntabilitet på eget kapital. Detta skulle i sin tur kunna leda till att företaget beslutar sig för att byta VD:n. Huruvida detta samband existerar även bland svenska företag kommer att undersökas i kapitel 4 och genom korrelationsmättet i tabell 4.3.

Fler studier som visar att VD:ns innehav av aktier påverkar beslutet om VD-byte är exempelvis Salancik & Pfeffer (1980) och Boeker (1992).

Enligt dessa teorier bör således det förväntade tecknet på koefficienten för variabeln procentuellt ägande vara positivt.

4. Empiri

Empiri är den data som ska studeras med hjälp av tidigare genomgången teori. "Teorin är glasögonen man tar på sig för att studera empirin med" (Reickner & Jørgensen, 2002). Empirin, eller primärdatan, i vår undersökning utgörs av de data som insamlats för varje variabel i avsnitt 2.2. Teorin som diskuterades i förra avsnittet kommer alltså att användas för att studera våra data. Detta avsnitt kommer att beskriva informationen och avgöra hur den kommer att kunna användas i analysen i avsnitt 5.

4.1 Variabler

De variabler som undersökts är; VD-byte, VD:s ålder, Pensionsdummy, Mandatperiod, VD i styrelse, procentuellt ägande, sfärtillhörighet, marknadsjusterad avkastning, samt räntabilitet på eget kapital. För att vidare beskriva hur variablerna förhåller sig till varandra samt statistiska mått finns i tabell 4.1.

Tabell 4.1

Deskriptiv statistik på företag som gjort VD-byte och för en kontrollgrupp som inte bytte VD.

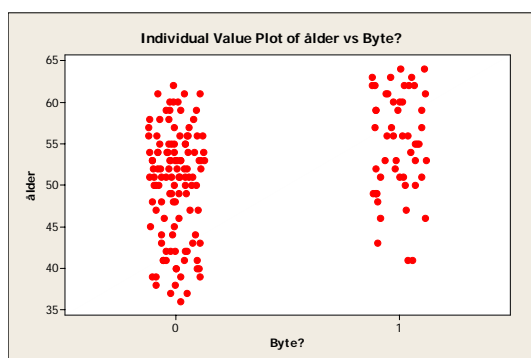
Variabel	Grupp	N	Medel	Median	Std. Avvikelse
Ålder	Kontroll	120	50,167	51,000	6,503
	VD-byte	54	54,963	55,500	6,090
Pensionsdummy	Kontroll	120	0,050	0,000	0,219
	VD-byte	54	0,148	0,000	0,359
Antal år som VD	Kontroll	120	6,200	5,000	4,822
	VD-byte	53	6,849	5,000	6,458
Sitter även i styrelsen	Kontroll	120	0,858	1,000	0,350
	VD-byte	54	0,889	1,000	0,317
Procentuellt ägande av samtliga aktier	Kontroll	118	0,0053	0,0005	0,015
	VD-byte	53	0,0091	0,0002	0,030
Ingår bolaget i en sfär?	Kontroll	120	0,400	0,000	0,492
	VD-byte	54	0,300	0,000	0,461
Marknadsjusterad avkastning	Kontroll	120	0,110	0,070	0,370
	VD-byte	54	0,099	0,070	0,509
Räntabilitet på eget kapital	Kontroll	119	0,066	0,100	0,250
	VD-byte	54	0,007	0,090	0,304

Variablerna i tabellen kommer att redovisas var för sig. Vissa kommer även att presenteras med ett spridningsdiagram för att kunna förtydliga hur datan är fördelad. Dessa diagram kan vara en indikation om hur signifikansen i de kommande regressionerna kommer att vara.

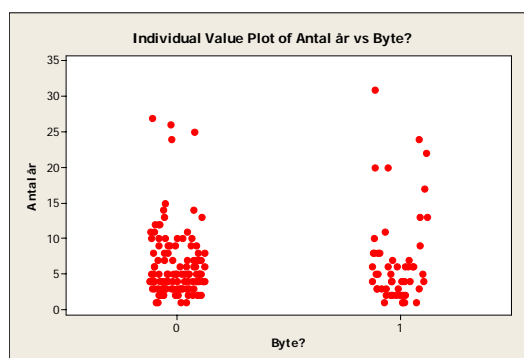
4.1.1 Ålder

För variabeln Ålder i tabell 4.1 kan man konstatera att både medel och median är högre i den grupp som genomfört ett VD-byte under den studerade perioden. Detta kan härledas av att man de facto tar ett steg närmare en ny VD för varje år som den gamla VD:n åldras. Standardavvikelsen för kontrollgruppen är 6,5 och 6,1 för VD-bytesgruppen vilket också syns i figur 4.2.

Enligt figur 4.2 verkar urvalet vara jämt fördelat mellan 35 och 63 i kontrollgruppen medan det är i VD-bytesgruppen fördelats mellan ca 40 och 65. Alltså en viss förskjutning uppåt, vilket också styrker vår teori om att en VD faktiskt närmar sig avgång ju äldre han blir.



Figur 4.2 Urvalets fördelning av VD:s ålder i kontrollgruppen (0) och VD-bytesgruppen (1).



Figur 4.3 Urvalets fördelning av antal år som VD i kontrollgruppen (0) och VD-bytesgruppen (1).

4.1.2 Pensionsdummy

Pensionsdummys har ett klart högre värde i VD-bytesgruppen. Det hänger samman med resonemanget i förra punkten. I och med att medelåldern i VD-bytesgruppen är nästan fem år högre än i kontrollgruppen kan man ur dessa siffror konstatera att 14,8 % av VD-bytena beror på pension. Detta styrks också av information i företagens årsredovisningar.

4.1.3 Antal år som VD

Även medelvärdet för antal år som VD är högre i VD-bytesgruppen. Det talar emot Huson, Malatesta & Parrinos (2003) teori om att en VD befäster sin makt ju längre han/hon sitter på sin post. Skillnaden på de två medeltalen är dock inte så stor. Det syns också i figur 4.3 som illustrerar hur variabeln är fördelad. Här syns också att det finns ett antal extremvärden med VD:ar som suttit så länge som över 30 år. Dessa företags VD är oftast grundare till bolaget. Ingen närmare notis kommer att läggas på detta fenomen, men man kan ha i åtanke att det kan

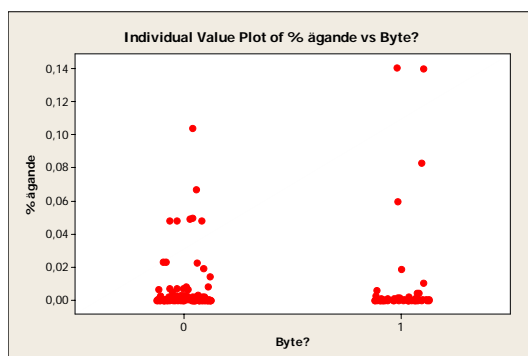
vara dessa värden som gör att vi kanske får svag signifikans på denna variabel senare i analysen.

4.1.4 Styrelse

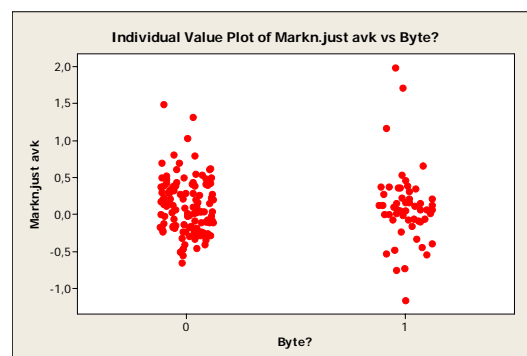
Variabeln för om VD:n också sitter i styrelsen säger inte så mycket så här långt. Både för VD-bytarna och för kontrollgruppen är medlet kring 0,9 vilket styrker att i princip de flesta VD:ar idag även sitter med i styrelsen.

4.1.5 Procentuellt ägande

VD:ns ägande i bolaget skiljer sig en hel del mellan grupperna. Vid en direkt observation kan man tro att detta motsäger teorin om att en VD som har ett stort ägande i bolaget skulle kunna använda sitt inflytande för att få sitta kvar. Standardavvikelsen talar visserligen för en stor spridning i materialet, men man kan ändå säga att det finns ett samband mellan VD-byte och ett större ägande. Viktigt att notera här är att medelvärdet är större i VD-bytesgruppen och medianen är större i kontrollgruppen. Av det kan man dra slutsatsen att det finns ett litet antal VD:ar i bytesgruppen som äger en mycket stor mängd aktier. Mer generellt är ägandet större i kontrollgruppen eftersom den typiske VD:n i kontrollgruppen äger 0,003 procentenheter mer aktier i sitt bolag än vad VD:n i bytesgruppen gör. Detta tydliggörs i figur 4.4 där extremvärden i VD-bytesgruppen klart tangerar de i kontrollgruppen. Man ser även att spridningen är större i kontrollgruppen.



Figur 4.4 Urvalets fördelning av VD:n ägande av aktier i bolaget. Kontrollgruppen (0) och VD-bytesgruppen (1).



Figur 4.5 Urvalets fördelning av marknadsjusterad avkastning för kontrollgruppen (0) och VD-bytesgruppen (1).

4.1.6 Sfär

Om ett bolag ingår i en sfär verkar det mindre troligt att VD:n byts ut. Bara 30 % av bolagen som bytte VD under perioden ingår i en sfär medan 40 % av bolagen i kontrollgruppen ingår i sfärer.

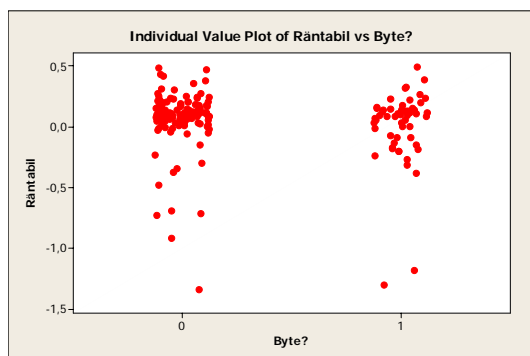
En annan intressant observation man kan göra beträffande sfärvariabeln är att VD i företagen som ingår i en sfär har lite högre genomsnittlig mandatperiod än de som är VD i ett bolag som inte ingår i en sfär. VD i sfärbolag sitter i genomsnitt 6,7 år medan en VD i ett icke sfärbolag sitter i genomsnitt 6,2 år. Man kan således tänka sig att en VD i ett bolag som ingår i en sfär är sitter säkrare samt att det troligtvis är svårare att få en tjänst som VD i ett sfärbolag.

4.1.7 Marknadsjusterad avkastning

Marknadsjusterad avkastning visar ingen större skillnad mellan grupperna. Medianen för de båda grupperna är 0,07 men medelvärdet i kontrollgruppen är något högre. Figur 4.5 visar att de båda gruppernas spridning är koncentrerad kring samma värde. VD-bytesgruppen har ett par riktiga extremvärden som är värda att titta närmare på; Bure har mindre än -100 % det aktuella året. Detta beror på att bolaget nästan tappade hela sitt börsvärde under året samt att marknadsindex ökade, det är alltså marknadsjusteringen som gör att det blir en teoretisk minskning med mer än 100 %. Det andra värdet är Q-med som ökade med nästan 200 % och därmed riskerar att skapa insignifikans i analysen senare.

4.1.8 Räntabilitet på eget kapital

För variabeln räntabilitet på eget kapital kan man se en stor skillnad mellan grupperna. Kontrollgruppen har betydligt högre räntabilitet (medelvärde 6,6 %). De företag som bytt VD under perioden har endast en snitträntabilitet på 0,7 %. Figur 4.6 visar spridningen grafiskt och där kan man kanske inte se att medelvärdet skiljer så mycket men det som däremot bör uppmärksammas är att kontrollgruppen har en mycket mer koncentrerad spridning av datan jämfört med VD-bytesgruppen. Detta syns även på standardavvikelsen som är aningen större i denna grupp.



Figur 4.6 Urvalets fördelning av räntabilitet på eget kapital i kontrollgruppen (0) och VD-bytesgruppen (1).

4.2 Viktiga observationer

Detta avsnitt kommer att belysa andra intressanta observationer kring datan. Vi kommer att kunna göra uttalanden om huruvida datan är tillräckligt pålitlig för att ge oss bra resultat i analysen. Datan har delats upp i årsvisa observationer och därefter studeras varje variabel för att se om det finns någon trend eller samband som skiljer åren åt. Även en uppdelning efter branschtillhörighet gjordes, men på grund av att vissa branscher inkluderade få företag och andra inkluderade många blev statistiken svår att dra konkreta slutsatser ur på grund av att det var så få observationer.

4.2.1 Årsvisa observationer

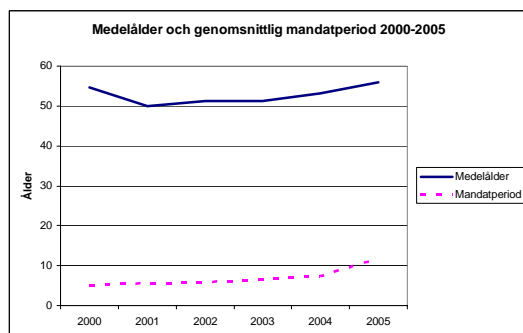
Tabell 4.2

Tabellen visar medelvärde, median och standardavvikelse för de olika variablerna årsvis.

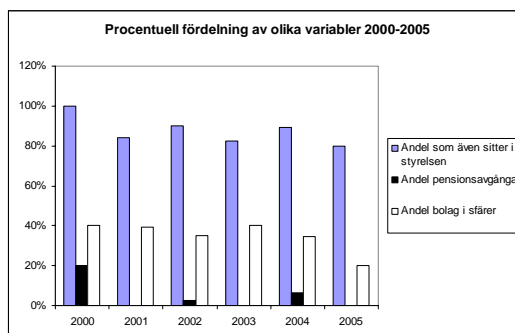
Variabel	År	N	Medel	Median	Std. Avvikelse
Ålder	2000	5	54,60000	57	8,8769
	2001	38	49,86842	51	6,7310
	2002	40	51,27500	51,5	6,8388
	2003	40	51,17500	52	6,5785
	2004	46	53,08696	54	6,4630
	2005	5	56,00000	57	5,0990
Pensionsdummy	2000	5	0,20000	0	0,4472
	2001	38	0,00000	0	0,0000
	2002	40	0,02500	0	0,1581
	2003	40	0,00000	0	0,0000
	2004	46	0,06522	0	0,2496
	2005	5	0,00000	0	0,0000
Antal år som VD	2000	5	5,00000	2	4,7958
	2001	38	5,50000	3,5	5,3259
	2002	40	5,82500	4	5,1832
	2003	40	6,30000	5	4,3394
	2004	46	7,28261	6	5,1323
	2005	5	11,80000	6	12,3167
Sitter även i styrelsen	2000	5	1,00000	1	0,0000
	2001	38	0,84211	1	0,3695
	2002	40	0,90000	1	0,3038
	2003	40	0,82500	1	0,3848
	2004	46	0,89130	1	0,3147
	2005	5	0,80000	1	0,4472
Procentuellt ägande av samtliga aktier	2000	5	0,00036	0,000087	0,0006
	2001	38	0,00337	0,000231	0,0089
	2002	40	0,00773	0,000242	0,0243
	2003	40	0,00450	0,000242	0,0131
	2004	46	0,00889	0,000551	0,0271
	2005	5	0,01705	0,000560	0,0368
Ingår bolaget i en sfär?	2000	5	0,40000	0	0,5477
	2001	38	0,39474	0	0,4954
	2002	40	0,35000	0	0,4830
	2003	40	0,40000	0	0,4961
	2004	46	0,34783	0	0,4815
	2005	5	0,20000	0	0,4472
Marknadsjusterad avkastning	2000	5	0,26821	0,130111	0,8863
	2001	38	0,16087	0,167062	0,4653
	2002	40	0,12578	0,100387	0,3239
	2003	40	0,15354	0,072540	0,4373
	2004	46	-0,01369	0,008701	0,3730
	2005	5	0,11302	0,059331	0,1246
Räntabilitet på eget kapital	2000	5	0,15309	0,086000	0,1597
	2001	38	0,02073	0,095000	0,4053
	2002	40	0,01195	0,087500	0,2476
	2003	40	0,06773	0,096500	0,1843
	2004	46	0,06576	0,110000	0,2224
	2005	5	0,09607	0,136037	0,1693

Tabell 4.2 visar variablernas medelvärde, median och standardavvikelse uppdelat efter respektive år som studerats. Både medelålder och mandatperiod ökar med tiden i vårt material. Snittåldern för en VD 2001 är ca 50 år och har under 2005 ökat till 56 år vilket

också synliggörs i figur 4.7. Även mandatperioden har under perioden ökat från fem år till nästan tolv.



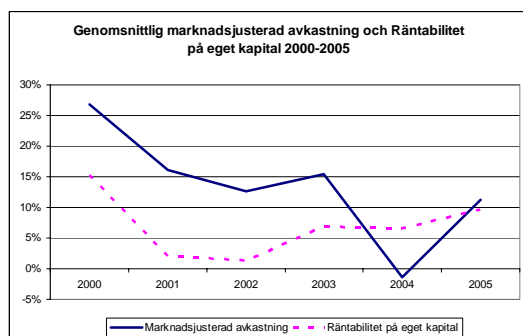
Figur 4.7 Genomsnittlig årlig mandatperiod samt genomsnittlig ålder på VD:n



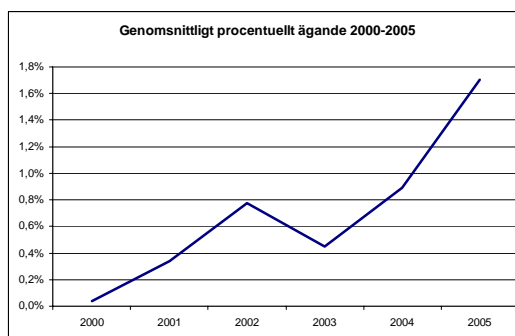
Figur 4.8 Genomsnittlig andel VD:ar i styrelser, pensionsavgångar samt andel företag som ingår i en sfär.

Figur 4.8 visar den procentuella fördelningen av VD i styrelse, andel pensionsavgångar per år, samt hur stor andel företag som ingår i en sfär. Både för variabeln andel VD:ar i styrelsen och andel bolag i sfärer kan man se en avtagande trend. Från att ha varit samtliga studerade företag under 2000 till endast 80 % under 2005.

Andelen bolag som ingår i sfärer har från 2000 till 2005 minskat från ca 40 % till drygt 20 %. Alltså en halvering. Dessa siffror är visserligen inte fullständigt pålitliga eftersom standardavvikelsen för de båda måtten är så stor men ger ändå en indikation av vad som hände under den studerade tidsperioden.



Figur 4.9 Figuren visar marknadsjusterad avkastning och räntabilitet på eget kapital under åren 2000-2005



Figur 4.10 Figuren visar VD:arnas procentuella ägande av aktier i bolaget.

Den marknadsjusterade avkastningen i figur 4.9 har också en avtagande trend vilket är märkligt eftersom att avkastningen är marknadsjusterad borde den justeringen fånga upp marknadsfluktuationerna. Räntabilitet på eget kapital i figur 4.9 varierar mellan 3 och 10 % under åren. Det finns inga tydliga trender.

Figur 4.10 visar VD:s genomsnittliga procentuella ägande mellan 2000 och 2005. En klar ökning av ägandet kan tydas ur figuren. Från ett i princip obefintligt ägande till nästan två procent. Det verkar som om det blivit ett krav från företaget att VD:n skall vara ekonomiskt bunden till företaget genom ett stort privat ägande.

4.2.2 Korrelation

Tabell 4.3
Pearson-korrelation mellan variabler

	Byte	Ålder	Pensions- dummy	Antal år som VD	Styrelse- dummy	Sfär- dummy	Marknads- justerad avkastning	Ränta- bilitet	
Ålder	0,33***								
Pensionsdummy	0,26***	0,30***							
Antal år som VD	0,05	0,34***	0,09						
Styrelsedummy	0,04	0,10	0,07	0,16**					
Sfärdummy	-0,10	0,05	0,08	0,04	-0,02				
Marknadsjusterad avkastning	-0,01	0,02	0,18**	-0,07	-0,08	0,10			
Räntabilitet på eget kapital	-0,10	0,07	-0,04	0,09	0,02	0,16**	0,30		
Procentuellt ägande	0,08	0,04	-0,05	0,06	0,11	-0,12	-0,04	-0,07	

Korrelationen baseras på 174 "företagsår".

** p < 5 %

*** p < 1 %

Korrelationen mellan de oberoende variablerna, som enligt Lind, Marchal & Wathen (2005) skall vara mindre än 0,7 och större än -0,7 för att inte orsaka problem med multikoliniäritet är i våra data inget problem. Däremot korrelationen mellan de beroende oberoende variablerna och den beroende variabeln är mycket låg. Den högsta korrelation som uppmätts är på variabeln ålder (0,33). Korrelationen mellan dessa variabler skall vara så hög som möjligt för att de ska kunna förklara den beroende variabeln. De övriga variablerna har för visso inte tillräckligt hög signifikans, men det troligaste är att det inte finns något samband mellan dem.

Som diskuterats tidigare i kapitel 3.4.8 finns det som Tucker & Kennedy-Tuckers (2004) hävdar ett negativt samband mellan en VD:s ägande i bolaget och räntabilitet på eget kapital. Korrelationen är däremot så liten att det knappast kan räknas som pålitligt i vår undersökning.

5 Resultat

Resultatavsnittet är uppdelat i tre delar. Först en del där regressionerna på alla bolag körs i olika konfigurationer. Det vill säga att vissa variabler utelämnas i vissa regressioner och är med i andra. Det görs för att testa olika teorier som presenteras i kapitel 2. Därefter kommer bolagen att prövas årsvis. Slutligen görs en storleksmässig uppdelning för att undersöka skillnader mellan stora och små bolag.

5.1 Ekvationer i olika utförande

Följande avsnitt kommer att redovisa resultatet av ett antal regressioner där samtliga bolag är med i alla regressioner, men vissa variabler är ibland utelämnade för att testa sambanden i olika påverkan. Först testas samtliga variabler individuellt mot den beroende variabeln VD-byte.

Tabell 5.1

Logit regression mellan kontrollvariablerna och den beroende variabeln.

	Konstant	Ålder	Pensions- dummy	Antal år som VD	Styrelse- dummy	Sfär- dummy	Marknads- justerad avkastning	Ränta- billet	% ägande
Förv. Tecken	+	?	-	?	-	-	-	-	+
Coeff.		0,125664	32,58402	0,021389	0,277926	-0,459532	-0,067745	-0,768246	8,117552
Prob.		0	1	0,4707	0,5828	0,1911	0,8644	0,1912	0,2817
z-statistic		4,116519	9,58E-06	0,721302	0,549265	-1,307422	-0,170785	-1,307152	1,076504
Constant		-7,422153	-0,895671	-0,93761	-1,041454	-0,63908	-0,791432	-0,768513	-0,854254
McFadden R-sq		0,096	0,0558	0,0024	0,0015	0,0082	0,00014	0,0079	0,0054

Individuella regressioner på varje variabel mot den beroende variabeln byte.

Regressionerna baseras på 174 "företagsår".

Regressionerna i denna tabell är individuella i sin karaktär. Det innebär alltså att till skillnad från alla andra regressioner i analysen kommer varje variabel här att individuellt jämföras med VD-bytesvariabeln. Den enda variabel som uppnår tillräcklig signifikans är åldersvariabeln. Åldersvariabelns koefficient får ett värde på 12,6 % och med adekvat signifikans. Det innebär att en VD som är ett år äldre än en annan VD löper 12,6 % större risk att bli utbytt. Alla andra variabler har så låg signifikans att deras resultat inte är tillräckligt pålitliga för att diskuteras vidare här. McFadden R-squared visar mycket låga värden, vilket beror på att det saknas förklarande variabler.

Följande resultat hänvisar till tabell 5.2 nedan, radreferenserna som görs i de olika styckena refererar till de olika raderna i tabellen.

Rad ett är resultatet av regressionen som innefattar samtliga variabler och samtliga observationer. De variabler som är intressanta och signifikanta förutom konstanten är sfärdummyn och framförallt åldersvariabeln. Sférdummyn når inte riktigt upp till utsatta mål på konfidensgrad men är ändå värd att kommentera. Koefficienten för variabeln ålder har ett värde på ca 0,12. Det innebär i praktiken att av två VD som har exakt samma förutsättningar, förutom ålder, kommer den VD som är ett år äldre att löpa 12 % större risk att bli utbytt. Detta resultat kan fastställas med nästan hundra procentig säkerhet. Sfértillhörigheten påverkar också sannolikheten för ett VD-byte. I ett bolag som ingår i en sfär är sannolikheten för att VD:n skall bytas ut 61 % mindre. Detta samband är säkerställt till 88 %. McFadden R-squared visar ett värde på ca 0,15 vilket innebär att variablerna i modellen förklarar 15 % av variationen i den beroende variabeln.

På rad två har vi valt att utelämna räntabilitet på eget kapital och VD:ns ägande i bolaget i regressionen. Det vi ser är att den enda variabeln som signifikant påverkar ett VD-byte är åldern. Konstantens värde är här 0,120361 vilket indikerar att om VD:ns ålder ökar med ett år, ökar risken för ett VD-byte med ca 12 procent. Detta givet att vi håller alla andra variabler lika med noll. Fler variabler av intresse är dummyn som kontrollerar för sfärbolag. Även om man här inte kan påvisa ett statistiskt säkerställt samband på 95 % -nivån, ser vi en tydlig påverkan från denna variabel. Avkastningen, styrelsedummyn, antal år som VD och pensionsdummyn kan vi inte visa som signifikanta variabler. Dock finner vi koefficienterna rimliga med våra antaganden. Anmärkningsvärt är att pensionsdummyn inte påverkar risken för ett VD-byte. Denna dummy indikerar om VD i ett bolag är över 63 år, vilket således pekar på en snar pensionsavgång.

På rad tre har vi istället för räntabiliteten på eget kapital plockat bort den marknadsjusterade avkastningen från modellen. En regression med dessa variabler visar liknande resultat som föregående regression, d.v.s. enbart åldern är signifikant. Siffrorna i övrigt skiljer sig inte nämnvärt från modellen ovan. Även i denna modell visar sférdummyn intressanta siffror, och vi ser att risken för ett VD-byte minskar om bolaget ingår i en sfär.

I vår fjärde modell har vi plockat bort de båda resultatmåttent räntabilitet på eget kapital samt marknadsjusterad avkastning. Detta för att försöka finna påverkande variabler när man bortser från hur företaget presterat resultatmässigt. Dock finner vi fortfarande siffrorna väldigt lika föregående regressioner. Som väntat ser vi en signifikant påverkan från åldersvariabeln, medan de andra variablerna inte påverkar nämnvärt. Vidare ser vi att sfärdummen fortfarande har en låg probability-siffra men att den fortfarande inte är signifikant på 95 % -nivån.

I modell fem har vi undersökt enbart resultatvariablerna tillsammans med ägandet i bolaget. Detta för att försöka finna ett resultatmått som leder till att en VD byts ut. Dock ser vi att varken den marknadsjusterade avkastningen eller räntabiliteten på eget kapital kan påvisas vara signifikant påverkande beslutet om att byta VD. Märkligt nog ser man att koefficienten på den marknadsjusterade avkastningen är positiv, vilket skulle leda till en ökad risk för VD-byte då avkastningen ökar. Denna variabel är emellertid inte signifikant varför vi inte säga något med säkerhet om denna. Räntabiliteten är inte heller den signifikant på 95 % -nivån, även om den uppvisar något lägre värde. Värdet på McFadden R-squared har här sänkts drastiskt till ca 0,01. Det visar hur betydelsefulla de variabler som tagits bort är.

På rad sex har vi som ovan undersökt de olika resultatmåttent, men vi har även lagt till VD:ns ålder samt hur länge han/hon suttit på sin post. Som i alla modeller ovan hittar vi ett signifikant samband mellan VD:s ålder och beslutet att byta VD. I detta fall ökar risken för att bli avsatt med 13,6 procent då VD:n blir ett år äldre. Hur länge VD:n suttit på sin post finner vi inte signifikant. Inte heller något av resultatmåttent kan vi påvisa signifikant på 95 % -nivån.

Tabell 5.2

Logit regression mellan kontrollvariablerna och den beroende variabeln.

	Konstant	Ålder	Pensions- dummy	Antal år som VD	Styrelse- dummy	Sfär- dummy	Marknads- justerad avkastning	Ränta- billitet	% ägande	<i>McFadden R-squared</i>
Förv. Tecken	+	+	?	-	?	-	-	-	+	
(1)										
Coeff.	-6,89951	0,121954	54,60937	-0,024713	-0,005709	-0,615833	-0,129992	-0,758657	5,935155	0,1499
Prob.	0,0001	0,0003	1	0,4781	0,9918	0,124	0,7827	0,2723	0,463	
z-statistic	-3,828039	3,583464	1,65E-10	-0,709285	-0,010335	-1,538345	-0,275786	-1,097756	0,733912	
(2)										
Coeff.	-6,757998	0,120361	32,29398	-0,028222	0,00408	-0,683815	-0,29818			0,1412
Prob.	0,0002	0,0004	1	0,4241	0,994	0,0832	0,509			
z-statistic	-3,787791	3,561756	7,16E-06	-0,799396	0,007479	-1,73256	-0,660399			
(3)										
Coeff.	-6,972658	0,123069	95,87532	-0,023323	0,055843	-0,653928		-0,851373		0,147
Prob.	0,0001	0,0003	1	0,5057	0,9184	0,0998		0,1935		
z-statistic	-3,872645	3,622104	3,01E-19	-0,665614	0,102409	-1,645873		-1,300223		
(4)										
Coeff.	-6,72605	0,118168	36,21715	-0,026499	0,007026	-0,675783			6,563687	0,1422
Prob.	0,0002	0,0004	1	0,4447	0,9897	0,0863			0,4176	
z-statistic	-3,778667	3,517071	1,09E-06	-0,764242	0,012901	-1,715001			0,81056	
(5)										
Coeff.	-0,832058						0,112286	-0,783848	7,556549	0,0127
Prob.	0						0,7854	0,2067	0,3199	
z-statistic	-4,62975						0,272286	-1,262694	0,994631	
(6)										
Coeff.	-7,82889	0,136404		-0,024055			0,011681	-1,028134	6,332623	0,1149
Prob.	0	0		0,4677			0,9783	0,133	0,4253	
z-statistic	-4,595792	4,165709		-0,726156			0,027139	-1,502259	0,797238	
(7)										
Coeff.	-6,77613	0,119414	33,79615	-0,026201	0,051296	-0,710211				0,1391
Prob.	0,0001	0,0004	1	0,456	0,9246	0,07				
z-statistic	-3,808218	3,555197	3,33E-06	-0,745383	0,094637	-1,812121				
(8)										
Coeff.	-0,816802		34,0169		0,07878	-0,51215	-0,152875	-0,487057	7,542626	0,0786
Prob.	0,1016		1		0,8793	0,1797	0,7401	0,4469	0,3328	
z-statistic	-1,636925		5,57E-06		0,151865	-1,341545	-0,331757	-0,760513	0,96852	

Regressionerna baseras på 174 "företagsår".

När vi tar bort resultatmåttan och enbart fokuserar på de övriga variablerna, som på rad sju, får vi ännu en gång en signifikant påverkan på åldern på 95 % -nivån. Vi finner också sfärvariabeln signifikant, om än på 90 % -nivån. Koefficienten visar här att sannolikheten för ett VD-byte minskar med 71 procent då bolaget ingår i en sfär. Det är genomgående dessa två variabler som tycks förklara orsakerna till VD-bytet bäst.

På sista raden har vi testat att plocka bort VD:ns ålder och antal år som VD. Här tittar vi bara på resultatmåttan och dummyvariablerna. I denna modell får vi ingen signifikans alls, inte ens hos konstanten. Vi ser på sänkningen av R-värdet att dessa två variabler är mycket viktiga som förklaring till den beroende variabeln.

5.2 Årsvisa Observationer

I syfte att ge den analyserade datan ytterligare djup, utförde vi en regression där datan sorterades årsvis. Den årsuppdelade regressionen, och dess plats i undersökningen, motiveras i pkt 2.3. Liksom tidigare analyser finner vi överlag låg signifikans i dessa regressioner.

Tabell 5.3 visar utförda regressioner med årsvis uppdelning.

5.2.1 Bolagsåren 2000-2005

Regressionerna för dessa år, blir haltande med anledning av bristande datamängd. Att inhämta ytterligare data för dessa år, ansågs inte vara en prioritet, då dessa regressioner enbart skulle komplettera den övriga analysen.

Med anledning av den databrist som nämndes ovan, utförde vi en regression där åren 2000-2002 samt 2003-2005 klumpades ihop till två separata grupper. På detta sätt kringgår vi problematiken med den bristande datamängden, utan att behöva ta bort denna del av analysen. I den första tidsperioden finner vi liknande resultat som i övriga regressioner. Den enda variabeln som visar sig vara statistiskt signifikant är ålder. Enligt utförd regression kommer en ökning av VD:s ålder mer ett år, öka risken för ett byte med 15,8%, allt annat lika. Detta ter sig ganska logiskt, och stämmer väl överens med våra förväntningar. Bland övriga undersökningsvariabler finner vi svag signifikans. I tidigare regressioner har sfärdumryn visat en relativ styrka, men här finner vi ett probability-värde på 0,4, vilket ligger långt från önskvärda nivåer. Avsaknaden av signifikans gör det svårt att dra några slutsatser av regressionen.

Under den andra studerade tidsperioden återfinner vi det tidigare mönstret med svaga siffror. Återigen är ålder den enda variabeln som visar signifikans på 95 % -nivån. Vi finner dock ett antal skillnader mellan perioderna, som är anmärkningsvärda. Sfärdumryns probability-värde förbättras från 0,4 till 0,22. Denna skillnad ser vi ingen logisk anledning till, utan anser att den kan vara hänförlig till heteroskedasticitet.

Värdena på McFadden R-squared visar sig vara höga på de enskilda årsobservationerna, men i linje med övriga observationer när åren klumpats ihop. Värt att notera är att värdet på åren 2000 till 2002 är något högre än övriga observationer.

Tabell 5.3

Logit regression mellan kontrollvariablerna och den beroende variabeln uppdelat efter år.

	Konstant	Alder	Pensions- dummy	Antal år som VD	Styrelse- dummy	Sfär- dummy	Marknads- justerad avkastning	Ränta- billet	% ägande	McFadden R-squared	
Förv. Tecken	+	+	?	-	?	-	-	-	+		
2001											
Coeff.	-10,00813	1,35E-01		0	0,121119	0,916573	-0,260022	1,68E+00	-2,145541	-56,46578	0,2656
Prob.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
z-statistic	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
2002											
Coeff.	-42,11434	0,253042	40,21287	-0,090456	28,4477	-1,172614	-1,240838	-0,754218	13,37434		0,3566
Prob.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
z-statistic	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
2003											
Coeff.	-5,322306	0,138622		0	-0,214511	-1,624576	0,380531	-1,329546	-4,009527	-52,21187	0,2152
Prob.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
z-statistic	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
2004											
Coeff.	-5,570035	0,102756	77,75806	-0,104982	0,477619	-1,278247	0,602261	-1,17112	3,411655		0,2348
Prob.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
z-statistic	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
2000-2002											
Coeff.	-9,873113	0,158021	34,70972	-0,02408	1,019695	-0,506016	-0,307154	-0,294772	6,425621		0,1985
Prob.	0,0012	0,0046	1	0,6481	0,3828	0,4058	0,7244	0,7592	0,6227		
z-statistic	-3,242202	2,831782	1,24E-06	-0,456372	0,872811	-0,831363	-0,352602	-0,306588	0,492097		
2003-2005											
Coeff.	-5,03696	0,098282	35,84564	-0,026755	-0,515679	-0,673603	0,045092	-1,589631	6,196787		0,1392
Prob.	0,0312	0,0287	1	0,5819	0,4508	0,2206	0,9399	0,1994	0,5528		
z-statistic	-2,154076	2,188206	1,09E-06	-0,550612	-0,754093	-1,225005	0,075407	-1,283389	0,593495		

Regressionerna baseras på 174 "företagsår".

5.3 Storleksmässig uppdelning

Den storleksmässiga regressionen är ett försök att hitta skillnader i små och stora bolag. Generellt sett kan man tänka sig att ett litet företag skulle skilja sig avsevärt från stora företag. De stora företagen har en annan struktur som innebär att de i många fall är betydligt stabilare, och därmed också långsammare i sin utveckling och förändring. Uppdelningen i materialet kommer att innebära att vi tittar på dels "små bolag" och dels "stora bolag". Små bolag är i vårt urval de bolag som har en omsättning som är mindre än medianföretaget i urvalet. De stora bolagen är således de bolag som har större än eller lika med medianomsättningen. Tabell 5.4 Visar regressionen som gjorts efter uppdelning i små och stora bolag.

Tabell 5.4

Logit regression mellan kontrollvariablerna och den beroende variabeln uppdelat i små och stora bolag

	Konstant	Alder	Pensions- dummy	Antal år som VD	Styrelse- dummy	Sfär- dummy	Marknads- justerad avkastning	Ränta- bilitet	% ägande	McFadden R-squared
Förv. Tecken	+	+	?	-	?	-	-	-	+	
(Små bolag)										
Coeff.	-6,910136	0,121511	33,75189	0,02662	-0,581546	-2,363844	0,085299	-0,729742	15,84611	0,2344
Prob.	0,0092	0,0197	1	0,6337	0,4235	0,0366	0,8962	0,3946	0,1514	
z-statistic	-2,606236	2,331727	3,83E-06	0,476483	-0,800347	-2,090174	0,130507	-0,851381	1,43451	
(Stora bolag)										
Coeff.	-7,450918	0,114192	35,49522	-0,041883	2,04882	-0,283587	-0,51656	-6,190365	-1,893934	0,1922
Prob.	0,0302	0,0403	1	0,4426	0,2041	0,5967	0,5251	0,0137	0,9114	
z-statistic	-2,167737	2,050646	8,11E-07	-0,767736	1,269917	-0,529141	-0,635531	-2,466242	-0,111223	

Regressionerna baseras på 174 "företagsår". Panel "Små bolag" är de bolag som har ett börsvärde under medianen i vårt urval. Panel "Stora bolag" är bolag som är lika med eller större än medianen i vårt urval.

Den första regressionen där enbart små bolag är inkluderade har två variabler som är intressanta. Den första är åldersvariabeln. Enligt regressionen för små bolag kommer ökningen av VD:s ålder med ett år att öka risken för att bytas ut med ca 12 % om alla andra variabler hålls konstanta.

Den andra variabel som är intressant och signifikant är sfärdummin. Med en hög signifikans kan vi säga att vara VD i ett litet företag kan få förödande konsekvenser om företaget ingår i en sfär.

Det procentuella ägandet verkar också påverka till viss grad. Vi kan på grund av att signifikansen inte når upp till önskvärd nivå inte göra något definitivt uttalande, men det verkar vara en viss vikt åt att en VD som har ett stort ägande i bolaget också kan påverka så att han sitter kvar i större utsträckning än någon med litet ägande.

Gruppen med stora bolag har också ett antal variabler som är intressanta att titta närmare på. Även här är åldersvariabeln signifikant på önskvärd nivå. Koefficienten är mycket lik koefficienten för små bolag vilket gör att vi kan med säkerhet säga att åldern starkt påverkar huruvida en VD ska sitta kvar eller ej. I gruppen med stora bolag ökar en ett års skillnad i ålder mellan två VD:ar risken för att bli utbytt med 11,4 %.

Den andra variabeln som har tillräckligt hög signifikans för att vara betydande för undersökningen är räntabilitet på eget kapital. Förändring i räntabilitet har stor påverkan på risken för att VD ska bytas ut. Viktigt att notera här är att förändringen är i procentuella siffror och inte heltal så koefficienten på -6,19 är alltså den procentuella förändringen av risk för att VD skall bytas ut vid en procents förändring av räntabilitet på eget kapital. I praktiken

innebär detta att två bolag med exakt samma förutsättningar där det ena ökar sin räntabilitet på eget kapital med en procentenhet kommer risken för att VD byts ut minska med 6,19 procentenheter.

För att göra en jämförelse mellan de två regressionerna kan man konstatera att åldersvariabeln är signifikant i båda och antyder att en ettårig ökning av VD ökar risken för att bli utbytt med omkring 12 %.

Sfärdumryn är enbart signifikant i gruppen med små bolag, men koefficienten för både små och stora bolag är negativ vilket antyder att oavsett storlek på företag är tillhörighet i en sfär negativt för VD:n om han vill sitta kvar.

Räntabiliteten på eget kapital är bara signifikant i stora bolag men även här pekar ändå koefficienterna åt samma håll. Man kan här säga att en VD i ett stort bolag löper större risk att bli utbytt om det går dåligt än vad en VD i ett litet bolag gör. Å andra sidan befäster en VD i ett stort bolag sin makt i större utsträckning när bolaget går bra än vad en VD i ett litet bolag gör.

R-värdet visar sig vara högre än i tidigare regressioner. För små bolag är det ca 0,23 och för stora är det ca 0,19. Det finns alltså ett en starkare förklaringsgrad när bolagen delats upp efter storlek än när de alla jämförs med varandra.

6 Analys och avslutande diskussion

I detta avslutande kapitel presenteras vår analys samt de slutsatser som framkommit av utförd analys. I kapitlet reflekterar vi över den studie vi utfört, och för en diskussion till hur vidare forskning skulle kunna se ut.

6.1 Analys

Analysen uppdelas ungefär som resultatkapitlet. Först analyseras 5.2, därefter de årsvisa regressionerna från tabell 5.3, sedan den storleksmässiga uppdelningen från tabell 5.4. Slutligen även ett stycke som behandlar övriga faktorer som kan tänkas påverka sannolikheten för ett VD-byte.

6.1.1 Standardregressioner

Resultaten i regression 1 i tabell 5.2 visade intressanta siffror när det gäller vår sfärvariabel. Även om variabeln inte var signifikant såg vi ett negativt värde på koefficienten vilket tyder på att sannolikheten för ett VD-byte är mindre om bolaget ingår i en ägarsfär än om det inte ingår i en. Ett intressant resultat som delvis motsäger tidigare studier om ägarfamiljer av Allen & Pavian (1982). Allen & Pavian kontrollerade dock i sin studie om den aktuella VD:n var externt eller internt rekryterad. En faktor som vi har valt att utesluta i vår studie, varför våra resultat inte är helt jämförbara.

Det faktum att en VD i ett sfärbolag faktiskt löper mindre risk att bli avsatt, är dock intressant. Allen & Pavian (1982) menar att en externt rekryterad VD löper större risk att bli avsatt än en internt rekryterad VD, om en ägarfamilj äger fem procent eller mer av bolaget. Jämfört med andra teorier som menar att internt rekryterad VD sitter säkrare än en externt rekryterad, exempelvis Fredrickson *et al* (1988), låter detta rimligt. Då en VD i ett sfärbolag inte löper lika stor risk att bli avsatt kan man anta att sfärbolag oftare rekryterar internt inom organisationen, eller inom sfärfamiljen. På detta sätt kan man också anta att agentkostnaderna minskar, då en internt rekryterad VD inte behöver övervakas i samma utsträckning som en externt rekryterad. Kommer man inifrån organisationen har man redan fått styrelsens förtroende, varför övervakning i samma utsträckning inte är nödvändig.

En av våra övriga variabler i regression 1 visar sig ha en signifikant påverkan på sannolikheten för ett VD-byte. Det är åldersvariabeln, som påvisar att risken för att bli avsatt ökar med 12 procent vid en ökning av VD:s ålder med ett år, ceteris paribus. Detta resultat kan vi finna stöd för i tidigare studier, exempelvis Murphy & Zimmerman (1993), som visar ett starkt samband mellan VD:ns ålder och avgång. Resultatet ligger också i linje med vad vi tidigare antagit.

Resterande variabler visar ingen signifikant påverkan av sannolikheten för ett VD-byte. Modellen visar även ett lågt förklaringsvärde på 14 procent, vilket innebär att ett VD-byte till 86 procent förklaras av andra faktorer än de vi inkluderat. Troligtvis beror den låga förklaringsgraden på att vi inte rensat bort tillräckligt mycket, utan att våra variabler fångar upp en stor del av övrig information som kan tänkas påverka beslutet om ett VD-byte. I ekvation 7 i tabell 5.2 ser vi också hur liten betydelse variablerna avkastning, räntabilitet och procentuellt ägande har. McFadden R-squared minskar jämfört med ekvationen på rad ett från ca 0,15 till ca 0,14. Att reducera modellen med resultatmått minskar alltså bara förklaringsgraden med en procentenhet.

Anmärkningsvärt är att inget av våra resultatmått visar sig vara signifikant. Dock visar tecknen på koefficienten att en ökad räntabilitet och en ökad marknadsjusterad avkastning minskar risken för ett VD-byte, vilket även tidigare studier visar. Warner *et al* (1998), Fee & Hadlock (2003) samt Leker & Salomo (2000) menar alla att ett minskat resultat ökar risken för ett VD-byte. Även om våra koefficienter pekar åt rätt håll kan vi inte dra några säkra slutsatser om detta. Den bristande signifikansen kan exempelvis bero på att den svenska marknaden reagerar mer på andra resultatmått än räntabilitet på eget kapital. Det beror troligtvis också till stor del på styrelsens uppsatta mål jämfört med det faktiska resultatet.

Den enda variabel på rad två i tabell 5.2 som påverkar ett byte är åldern, detta finner vi inte överraskande, då vi funnit klart stöd för detta i tidigare forskning, såsom Murphy och Zimmerman (1993). Tillhör bolaget en sfär, minskar risken för ett VD-byte, vilket vi också kan finna stöd för i teorin, stycke 3.4.1.

Koefficienten på marknadsjusterad avkastning på rad fem och sex i tabell 5.2 visar till vår förvåning ett positivt tecken. Det innebär att en VD i ett bolag där avkastningen minskar

också minskar risken för att bli utbytt. Detta är ett resultat som motsägs av Fee & Hadlock (2003) samt Warner (1998) som tvärtom menar att VD:n löper större risk att bli utbytt då bolaget visar lägre avkastning. Övriga koefficienter på marknadsjusterad avkastning uppvisar negativt tecken, vilket är förväntat enligt ovanstående studier.

6.1.2 Årsvis uppdelning

De individuella årsvisa observationerna saknar både p-värde och z-statistika. Det beror på att det i materialet inte finns tillräckligt med observationer för att göra årsvisa regressioner. McFadden R-squared är också mycket högre än i övriga regressioner. Man ska inte lägga så mycket vikt vid detta eftersom både p-värde och z-statistikan saknas.

Som i regressionerna ovan är även här variabeln ålder signifikant. Mellan åren 2000-2002 påverkar åldern sannolikheten för ett VD-byte med ca 15,8 %. I tidsperioden 2003-2005 har graden av påverkan minskat till 9,8 %. Det kan vara så att under åren 2000-2002 avskedades betydligt fler VD:ar på grund av turbulensen på marknaden. Det kan också vara som enligt Pfeffer & Moore (1980), att om det finns många alternativa VD:ar ökar urvalet och därmed sannolikheten för en ny VD. Just under dessa år bör det ha funnits en uppsjö av hungriga VD-kandidater som var redo att ta över.

Övriga variabler har så låg signifikans att det blir svårt att med säkerhet dra några slutsatser.

6.1.3 Storleksmässig uppdelning

I uppdelningen mellan små och stora bolag finner vi att sfärvariabeln har en negativ och signifikant påverkan på bytesbeslutet. Även här betyder det alltså att en VD i ett sfärbolag löper mindre risk att bli utbytt. Detta kan vi bland de små bolagen påvisa på ett statistiskt säkerställt sätt. Även bland de stora bolagen är sfärkoefficienten negativ, dock ej på en signifikant nivå. Enligt Fredrickson *et al* (1988) är risken för att som VD bli avsatt större i ett stort bolag, då dessa organisationer har ett större urval av interna efterträdare. Detta kan vara en förklaring till att sfärvariabeln inte blir signifikant bland det stora företagen. Det finns på vissa variabler i storleksuppdelningen motsvarande resultat som i tidigare regressioner, däremot noterar vi även att koefficienterna skiljer sig åt i flera av variablerna. Slutsatsen av det är att det finns stora skillnader mellan små och stora bolag. Skillnaderna förklaras dock inte med tillräckligt stor signifikans av våra variabler.

I gruppen stora bolag finner vi att räntabilitet på eget kapital är signifikant. En negativ koefficient tyder på att en ökning av räntabiliteten minskar sannolikheten för att VD:n ska bytas ut. Detta ligger i linje med våra tidigare antaganden, och även med tidigare studier. Som vi ser i stycke 3.4.7 menar Leker & Salomo (2000) att ett minskat resultat leder till en ökad risk för ett VD-byte. Vi ser även en negativ koefficient hos de små bolagen, men detta kan vi ej påvisa med säkerställd signifikans.

6.1.4 Övriga påverkande faktorer

Som tidigare nämnt är förklaringsgraden i regression 1 förhållandevis låg, runt 0,14. Detta innebär att endast 14 procent av vår beroende variabel, ett VD-byte, förklaras med våra uppställda oberoende variabler. Resterande 86 procent förklaras följaktligen av variabler som vi inte har inkluderat i vår modell. För att få en modell med högre förklaringsgrad måste man således lägga till dessa övriga variabler som fångar upp och rensar för den aktuella informationen.

Vad detta kan vara för ytterligare variabler kan vi bara spekulera i. En egenskap som kan förklara en stor del är givetvis om VD:n avgått frivilligt eller blivit tvungen att lämna bolaget ofrivilligt. Ett frivilligt avhopp kan ju ha en mängd personliga orsaker, vilka naturligtvis då ligger till grund för VD-bytet. Denna variabel har vi valt att bortse från i vår undersökning, då informationen om varför VD:n lämnat bolaget stundtals varit mycket svår att finna. En VD som frivilligt lämnar sin post delger ju också ett skäl till beslutet, varför en undersökning om påverkande faktorer blir ovidkommande.

Frågan om huruvida VD:n är internt eller externt rekryterad kan också vara en variabel väl värd att undersöka. Fredrickson *et al* (1988) menar att en internt rekryterad VD löper mindre risk att bli avsatt än en externt rekryterad VD. Detta kan man också koppla till Human Capital Theory som anser att en person som börjat arbeta tidigt inom organisationen har mycket bolagsspecifik träning och utbildning, varför denna person känner till bolaget väldigt bra, och då också löper mindre risk att bli utbytt. Man skulle med detta resonemang även kunna tänka sig att agentkostnaderna minskar då en internt rekryterad VD tillsätts. Eftersom denna person redan känner till bolaget och dess rutiner väl, behöver personen i fråga inte övervakas i samma utsträckning som en externt rekryterad VD. I detta fall måste man dock anta att tilliten mellan styrelsen och en internt rekryterad person är stor.

Human Capital Theory nämner också andra intressanta aspekter kring VD-byten som inte inbegrips av vår modell. Utbildning och humankapital är centrala delar i denna teori, och man skiljer även på bolagsspecifik och icke bolagsspecifik utbildning. Utbildning är en variabel som vi från början valt att inkludera i vår modell, men på grund av att denna information var väldigt svår att hitta fick vi utelämna den. Utbildningen kan dock tänkas spela roll i beslutet om ett VD-byte, vilket även Phan & Lee (1995) hävdar.

I vår undersökning fann vi ett mindre antal VD:ar som också var grundare för respektive bolag. Detta är en faktor vi valde att bortse ifrån eftersom antalet var väldigt litet, men med utgångspunkt i Fredrickson *et al* (1988) som påstår att en internt rekryterad VD löper mindre risk att bli avsatt, kan man anta att också en grundare till ett bolag, som i allra högsta grad är internt rekryterad, löper mindre risk för att bli utbytt. Denna person besitter ett enormt humankapital och är troligtvis även mycket respekterad av styrelsen. Enligt Fredrickson *et al* (1988) och även Human Capital Theory skulle detta humankapital leda till en minskad risk för att grundaren ska bli utbytt.

De ovanstående variablerna behandlar egenskaper hos VD:n som kan tänkas påverka beslutet om ett VD-byte. Då det är styrelsen som utser och utvärderar en VD:s arbete, kan man också anta att det finns egenskaper hos styrelsen som inverkar på ett beslut om VD:ns framtid. Detta antagande fångas också upp av Social Network Theory där Fredrickson *et al* (1988) menar att exempelvis styrelsens ägande i bolaget kan påverka beslutet på så vis att ett stort ägande hos en styrelseledamot gör denna mer kritisk och därför synar VD:n mer noggrant. Detta är dock uppgifter som är motsägelsefulla då Allen (1981) kommit fram till att det inte finns något samband mellan en enskild styrelseledamots ägande och VD:ns tid på VD-posten. Dessa variabler har vi valt att bortse ifrån i vår studie där vi enbart koncentrerar oss på egenskaper hos den aktuella VD:n, resultat och eventuell sfärtillhörighet.

En annan orsak som hade varit intressant att studera är hur bolaget presterar i relation till styrelsens uppsatta mål. Skiljer sig detta resultat nämnvärt i förhållande till VD:n faktiskt uppnådda resultat, samtidigt som detta är lägre än styrelsens mål, kan man anta att VD:n löper större risk att bli uppsagd från sin post. Detta skriver även Fredrickson *et al* (1988), vilka även anser att det räcker med att prestera under nivån de mest inflytelserika styrelseledamöterna anser vara för låg för att risken för att bli utbytt ökar.

Detta är naturligtvis bara exempel på vad som skulle kunna påverka sannolikheten för ett VD-byte. Att det finns så många andra variabler som kan tänkas påverka resultatet syns också mycket tydligt på värdet för McFadden R-squared i samtliga regressioner. Som tidigare nämnts är ca 86 % av de variabler som förklarar utelämnade.

6.2 Slutsatser

Syftet med studien som utförts var att undersöka hur ett bolags sfärtillhörighet påverkar beslutet om ett VD-byte. Den svenska marknaden har vissa egenheter, i denna studie ligger fokus på det system av ägarsfärer som finns på Stockholmbörsen idag. Vi har utgått från befintlig teori, och utfört en reproduktion av en utländsk studie (Goyal & Park, 2001) på den svenska marknaden, med fokus på ägarsfärer. Här finner vi att en negativ koefficient på sfärvariabeln, vilket tyder på att en VD i ett sfärbolag löper mindre risk att bli avsatt jämfört med en VD i ett icke-sfärbolag. Även om denna variabel inte riktigt visade en signifikant nivå, kan vi ändå dra slutsatsen att en sfär-VD sitter säkrare.

Även i uppdelningen mellan stora och små bolag visar våra resultat en negativ koefficient hos sfärvariabeln. Här på en signifikant nivå, varför vi kan dra slutsatsen att en VD i ett litet sfärbolag löper mindre risk att bli avsatt än en VD i ett icke-sfärbolag. Även bland de stora bolagen påvisades dessa resultat, dock ej på en signifikant nivå.

De övriga resultaten mellan den utförda undersökningen och referensstudien är inte alls likvärdiga. Enligt vår studie av svenska börsbolags VD:ar har vi funnit låg signifikans i de flesta av våra undersökningsvariabler. Det blir därmed svårt att dra slutsatser kring hur mycket en viss variabel påverkat det studerade VD-bytet.

I referensstudien använder man sig av ett mindre antal undersökande variabler, de variabler som lagts till är dock intressanta att studera ur ett svenskt perspektiv, och vi finner inte att studiens resultat skulle förbättras nämnvärt om vissa variabler skulle exkluderas ur studien. Tvärtom ser vi i analysen att den sfärvariabel som vi valt att lägga till i studien, står sig relativt bra gentemot de andra variablerna. Således kan vi, dock utan statistisk säkerhet, säga att det finns en påverkan på ett VD-byte från det sfärsystem som finns på börsen. Enligt analysen påverkar eventuell sfärtillhörighet ett VD-byte på ett negativt sätt. Detta innebär att om en VD sitter i ett bolag som tillhör en sfär, minskar risken för att denne ska bytas ut. En

tolkning av detta skulle kunna vara att en VD i ett sfärbolag åtnjuter ett större förtroende från ägarna.

På ett tidigt stadium, fastslog vi skulle utföra fler än en regression med de olika variablerna. Med grund i studien av Goyal & Park (2001), utförde vi således dels en årsuppdelad, en storleksmässigt uppdelad, samt regression där vi plockade bort vissa av variablerna. Dessa fördjupningar har dock inte förbättrat resultatet från den ursprungliga regressionen nämnvärt. Den årsuppdelade regressionen blev lidande av databrist, och övriga visade åter på låg signifikans bland de flesta variabler. Den variabel som generellt påvisar bra resultat är ålder, som i samtliga regressioner har varit signifikant, och varit analyserbar. Denna variabel har visat sig öka sannolikheten för ett VD-byte med omkring 12 %.

Man kan från dessa regressioner dra slutsatsen att den svenska marknaden skiljer sig från andra internationella marknader, och att inte alla våra undersökningsvariabler är applicerbara på svenska bolag. Exempelvis finner vi inte att något av våra resultatmått påverkar på en signifikant nivå, vilket annars fastslås av många tidigare studier i ämnet. Den enda variabeln som konstant uppvisat påverkan av sannolikheten för ett VD-byte är åldersvariabeln.

Orsaker till att vår modell inte förklarar en större del av anledningarna till ett VD-byte, kan vara många. En trolig anledning är att den svenska marknaden är en liten marknad som skiljer sig från andra internationella marknader. Det speciella förhållandet med ägarsfärer gör också att klimatet blir annorlunda. En VD inom ett sfärbolag kan tänkas ha starkare stöd hos styrelsen om denna är hämtad inifrån sfären. Allen och Pavian (1982) skriver att om en ägarfamilj är representerad i styrelsen, och om VD:n är externt rekryterad, ökar risken för ett VD-byte, varför vi tror att risken också minskar om VD:n är hämtad inifrån familjen. Detta finner vi också stöd för i våra resultat, att sannolikheten för ett VD-byte minskar om bolaget ingår i en sfär. Vi ser även i empirin att en VD i ett sfärbolag i genomsnitt sitter längre på sin post än en VD i ett icke sfärbolag, 6,7 mot 6,2 procent.

En annan orsak till att vår modell har en låg förklaringsgrad är att vi inte lyckats fånga rätt undersökningsvariabler. Många egenskaper är svåra att kvantifiera, och därför även svåra att ta med i en sådan här undersökning. Fredrickson (1988) skriver om egenskaper på det sociala planet, och även om alternativa VD-kandidater som kan finnas tillgängliga. Becker (1984)

skriver om utbildning och humankapital, en variabel som också är svår att mäta, men som förmodligen påverkar till stor del.

6.3 Förslag till vidare forskning

I den internationella studie som nämns ovan, finns en mängd data som inte varit möjlig att samla in till vår undersökning. Man har använt sig av en internationell databas som omfattar flera länder, däribland USA och England, och man har således mer än 10x så mycket analyserbar data än det vi har samlat ihop. Vår undersökning omfattar fem år, där vi studerat samtliga VD-byten för samtliga bolag på A-listan samt Attract 40. Naturligtvis skulle mer data kunna samlas in, exempelvis skulle man kunna utöka undersökningen till att omfatta samtliga bolag på Stockholmsbörsen. En möjlighet är också att utöka den undersökta perioden, för att på så sätt komma över mer data. Vi finner det dock osannolikt att mängden data skulle förbättra kvalitén på studien nämnvärt, det är enbart de årsvisa regressionerna som blivit direkt lidande av databristen.

Utöver datamängden, finns det naturligtvis möjlighet att utöka, eller byta ut de variabler som vi använder oss av i undersökningen. Vi finner att våra variabler är relevanta, och logiska i det skeende där en VD skall bytas ut. Med en bra motivering, finns det självklart ytterligare variabler att ta hänsyn till. En faktor som vi valt att bortse ifrån i undersökningen, är huruvida en VD blivit avskedad eller inte. Detta är ju naturligtvis en helt annan, om än intressant fråga som det borde gå att fördjupa sig i.

Källor

Allen, Michael Patrick (1981) *Managerial Power and Tenure in the Large Corporation*. Social Forces, Vol 60, Nr 2, 482-494

Andersson, Maria & Gidlöf, Sophie (2002) *"VD-karusellen – En studie av marknadens reaktion vid ett VD-byte"* Kandidatuppsats, Lunds Universitet

Becker, Gary S (1984) *Human Capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education*. New York, Columbia University Press

Bharadwaj, Anandhi S; Bharadwaj, Sundar G. & Konsynski, Benn R. (1999) *"Information technology effects on firm performance as measured by Tobin's q"* Management Science. Vol. 45, No. 6, (Juni 1999), 1008-1022

Boeker, Warren (1992) *Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top*, Administrative Science Quarterly, Vol 37, Nr 3, 400-422

Bokhari, Jawaad; Cai, Charlie; Hudson, Robert & Keasey, Kevin (2005) *"The predictive ability and profitability of technical trading rules; does company size matter?"* Economic letters 86 (2005)

Bommer, William H; Ellstrand, Alan E. (1996) *CEO successor choice, its antecedents and influence on subsequent firm performance*, Group & Organization Management, Vol 21, Nr 1, 105-124

Brickley, J.A; Coles, J.L. & Jarrell, G. (1997) *"Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board"* Journal of corporate finance 3, 189-220

Chung, Kee H. & Pruitt, Stephen W. (1994) *"A simple approximation of Tobin's q"* Financial management 23, 70-74

Eisenhardt, Kathleen M. (1989) *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management, Vol 14, Nr 1, 57-74

Eriksson, S. (1978) "*Statistisk undersökningsmetodik*" Studentlitteratur, Lund

Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C. (1983) *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, Vol 26, Nr 2, 301-326

Fredrickson, James W; Hambrick, Donald C. & Baumrin, Sara (1988) "*A model of CEO dismissal*" Academy of Management review, 1988, vol 13, no 2, 255-270

Goyal, Vidhan K. & Park, Chul W. (2001) "*Board leadership structure and CEO turnover*" Journal of Corporate Finance 8 (2002), 49-66

Harvinder, Kaur (2004) "*Effect of company size on stock return volatility*" Finance India 18:1 103-114

Hill, Carter R.; Griffiths, William E.; Judge, George G. (2001) *Undergraduate Econometrics* New York, John Wiley & Sons

Hjalmarsson, Ann-Sofie; Hjertstrand, Per & Mickovic, Ivana (2004) "*VD-bytets påverkan på marknaden*" Kandidatuppsats, Lunds Universitet.

Holme I. M. & Solvang B. K. (1997) "*Forskningsmetodik*" Studentlitteratur, Lund

Huson, Mark R; Malatesta, Paul H. & Parrino, Robert (2003) "*Managerial succession and firm performance*" Journal of Financial Economics 74 (2004), 237-275

Jensen, M.C (1993) "*The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems*" Journal of finance 48, 831-880

Kaplan, S. N. (1994) "*Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States*" Journal of political economy 102, 510-546

Leker, Jens; Salomo, Sören (2000) *CEO turnover and corporate performance*, Scandinavian Journal of Management, Vol 16, Nr 3, 287-303

Lind, Douglas A; Marchal, William G. & Wathen, Samuel A. (2005) *“Statistical techniques in business and economics”* McGraw-Hill, New York.

Lindenberg, E. B. & Ross, S. A. (1981) *“Tobin’s q ratio and industrial organization”* Journal of Business 54, 1-32

Murphy, Kevin J.; Zimmerman, Jerold L. (1993) *Financial performance surrounding CEO turnover*, Journal of Accounting & Economics, Vol 16, Nr 1-3, 273-316

Nelson, James (2005) *“Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance”* Journal of corporate finance 11, 197-228

Pfeffer, Jeffrey; Moore, William M. (1980) *Average Tenure of Academic Department Heads: The Effects of Paradigm, Size, and Departmental Demography*, Administrative Science Quarterly, Vol 25, Nr 3, 387-406

Phan, Philip H; Lee, Soo Hoon (1995) *Human capital or social networks: What constrains CEO dismissals?* Academy of Management Journal, 37-42

Puffer, Sheila M.; Weintrop, Joseph B. (1991) *Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations*, Administrative Science Quarterly, Vol 36, Nr 1, 1-20

Reickner, Lotte & Jørgensen, Peter Stray (2002) *”Att skriva en bra uppsats”* Liber, Malmö

Salancik, G.R. & Meindl, J.R (1984) *“Corporate attributions as strategic illusions of management control”* Administrative Science Quarterly 29, 238-254

Salancik, Gerald R.; Pfeffer, Jeffrey (1980) *Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations*, Academy of Management Journal, Vol 23, Nr 4, 653-664

Schön Lennart, (2000) *En modern svensk historia*. SNS förlag, Stockholm

Sundqvist Sven-Ivan. (2000-2005) *Ägarna och makten*. Samtliga upplagor åren 2000-2005.

Tucker III, Jessie L & Kennedy-Tucker, Patricia E “*Equity holdings and the financial performance of managed care firms*” *Management research news* 27:6, 1-10

Wagner, Gary W.; Pfeffer, Jeffrey; O'Reilly, Charles A. (1984) *Organizational Demography and Turnover in Top-Management Group*. *Administrative Science Quarterly*, Vol 29, Nr 1, 74-92

Warner, J; Watts, J. & Wruck, K. (1988) “*Stock prices and top management changes*” *Journal of Financial economics* vol. 20, 461-492

Wooldridge, Jeffrey M (2003) *Introductory Econometrics: A modern approach, 2e* Mason, Thomson learning

Elektroniska källor

www.affarsvarlden.se 2005-04-10

www.di.se 2005-04-12

www.waymaker.se 2005-04-07

www.stockholmsborsen.se 2005-04-15

Samtliga studerade bolags hemsidor.

Databaser

Six Trust

Reuters

Årsredovisningar

Data har samlats in från samtliga bolags årsredovisningar under åren 1999-2004.

Bilaga 1

Byte?	Bolag	ålder	Pensionsdummy	Antal år	Styrelsedummy	Sfärdummy	Markn.just avk	Räntabil	% ägande
1	ABB	51	0	2	1	0	-0,3967	-0,2040	
1	ABB	64	1	2	1	0	0,3715	-0,3800	0,000521
1	ASSA	49	0	9	1	1	0,0476	0,0990	0,010531
1	Atlas Copco	61	0	5	1	0	0,3647	0,1170	3,13E-05
1	ELUX	59	0	5	1	1	0,4562	0,1320	9,08E-05
1	ERIC B	59	0	4	0	1	-0,5289	-0,2670	2,84E-06
1	FSB	55	0	4	1	0	0,1309	0,1590	2,03E-05
1	Gambro	51	0	2	1	1	-0,7282	0,0860	8,7E-05
1	Holmen	64	1	3	1	1	0,1478	0,0970	0
1	Industrivärlden	61	0	6	1	1	0,0680	0,3204	0,000297
1	investor	49	0	6	1	1	0,0593	0,1360	0,001415
1	Nordea	49	0	2	1	0	-0,0756	0,1380	0
1	Sandvik	63	1	8	1	1	0,2114	0,1550	9,93E-05
1	SCA	60	0	13	1	1	-0,0543	0,2000	4,44E-05
1	SEB	56	0	7	1	1	0,1496	0,1230	1,28E-05
1	Handelsbanken	50	0	10	1	1	0,6598	0,2220	0
1	Skandia	53	0	6	1	0	-0,3286	-0,2400	0,00021
1	Skanska	55	0	5	1	0	-0,0888	0,0010	0,000119
1	SKF	62	0	5	1	1	0,5381	0,1560	4,39E-05
1	SSAB	57	0	2	1	0	0,1612	0,0300	2,14E-05
0	Astra Zeneca	58	0	3	1	0	0,1599	0,3070	4,23E-05
0	Astra Zeneca	59	0	4	1	0	0,0322	0,2730	4,47E-05
0	Astra Zeneca	60	0	5	1	0	-0,0786	0,2490	4,55E-05
0	Astra Zeneca	61	0	6	1	0	-0,4594	0,2760	4,65E-05
0	Autoliv	53	0	2	1	0	0,6071	0,0300	0,000138
0	Autoliv	54	0	3	1	0	0,2734	0,0900	0,00014
0	Autoliv	55	0	4	1	0	0,2250	0,1200	0,00058
0	Autoliv	56	0	5	1	0	0,0206	0,1300	0,000707
0	Getinge	40	0	4	1	0	0,7928	0,2040	0,00011
0	Getinge	41	0	5	1	0	0,4217	0,2110	0,00011
0	Getinge	42	0	6	1	0	0,3292	0,2390	0,000159
0	Getinge	43	0	7	1	0	0,0607	0,2460	0,000159
0	Scania	56	0	7	1	1	0,6124	0,0650	0,00025
0	Scania	57	0	8	1	1	0,4058	0,1720	0,00025
0	Scania	58	0	9	1	1	-0,2313	0,1740	0,00025
0	Scania	59	0	10	1	1	-0,1472	0,2080	0,000565
0	Securitas	48	0	8	1	1	0,3827	0,1040	0,00689
0	Securitas	49	0	9	1	1	-0,1051	0,1110	0,001643
0	Securitas	50	0	10	1	1	-0,2998	0,0850	0,001643
0	Securitas	51	0	11	1	1	0,0437	0,1030	0,001643
0	Nokia	51	0	9	1	0	-0,1745	0,1910	1,36E-05
0	Nokia	52	0	10	1	0	-0,1114	0,2550	3,45E-05
0	Nokia	53	0	11	1	0	-0,3298	0,2440	4,03E-05
0	Nokia	54	0	12	1	0	-0,2993	0,2180	4,33E-05
1	Capona	60	0	6	1	1	0,0691	0,1170	0,000916
1	Concordia	63	1	20	1	1	0,3119	0,0700	0,000839
1	Enea	46	0	6	1	0	1,1617	-0,1760	1,51E-05
1	Eniro	48	0	3	1	0	0,1099	-0,1700	1,14E-05
1	H&M	41	0	2	1	0	0,1301	0,3290	3,06E-05

1 IBS	61	0	24	1	0	0,0661	-0,0900	0,018907
1 Intenia	46	0	20	1	0	-0,7535	-0,1500	0,059661
1 NCC	57	0	8	1	1	-0,0645	0,0900	0,000597
1 Net Insight	62	0	6	1	0	-0,5441	-1,1800	0,000119
1 Nolato	56	0	4	1	0	-0,1004	0,0350	0,000125
1 Pergo	59	0	1	0	0	0,2758	-0,1970	0,00056
1 Pergo	52	0	3	0	0	-0,2328	-0,1360	0,002254
1 Pricer	54	0	3	1	0	-0,4385	-1,3000	0,000105
1 Protect Data	49	0	4	1	0	-0,4775	-0,3100	0,139936
1 Q-Med	56	0	2	0	0	1,9781	0,1110	0,004086
1 Saab	62	0	8	1	1	0,3750	0,1080	0,000141
1 Sweco	63	1	13	1	0	1,7099	0,0000	0,001351
1 Teleca	55	0	1	1	0	-0,0777	-0,0890	0,140142
1 Vostok Nafta	43	0	4	1	0	-0,0140	0,4970	0,002801
0 Capio 2001	51	0	7	0	0	0,1742	0,0638	0,00018
0 Capio 2002	52	0	8	1	0	0,3340	0,1285	0,00018
0 Capio 2003	53	0	9	1	0	-0,4111	0,0703	0,00018
0 Capio 2004	54	0	10	1	0	0,1996	0,2041	0,000477
0 Kinnevik 2001	55	0	2	0	1	-0,0727	-0,0400	
0 Kinnevik 2002	56	0	3	0	1	-0,1821	-0,3750	
0 Kinnevik 2003	57	0	4	0	1	1,4858	0,3780	0,000111
0 Kinnevik 2004	58	0	5	0	1	-0,1568	0,0550	0,001566
0 Observer 2001	53	0	7	1	0	-0,2530	0,0200	0,000407
0 Observer 2002	54	0	8	1	0	-0,1006	0,0100	0,002393
0 Observer 2003	55	0	9	1	0	-0,2296	-0,0100	0,002825
0 Observer 2004	56	0	10	1	0	-0,1319	-0,0200	0,002143
0 Proffice 2001	45	0	4	1	0	-0,2877	0,0270	0,008378
0 Proffice 2002	46	0	5	1	0	-0,1202	-0,0050	0,008154
0 Proffice 2003	47	0	6	1	0	-0,1750	-0,2330	0,007145
0 Proffice 2004	48	0	7	1	0	-0,3217	-0,3460	0,007318
0 Rottneros 2001	44	0	2	1	0	0,4968	0,0800	8,6E-05
0 Rottneros 2002	45	0	3	1	0	0,1490	0,0300	9,55E-05
0 Rottneros 2003	46	0	4	1	0	-0,0558	0,0500	9,55E-05
0 Rottneros 2004	47	0	5	1	0	-0,2502	-0,0514	9,55E-05
0 Skanditek 2001	37	0	2	1	0	-0,2329	-0,0590	0,022831
0 Skanditek 2002	38	0	3	1	0	-0,2228	-0,4800	0,022831
0 Skanditek 2003	39	0	4	1	0	0,5347	0,0000	0,022716
0 Skanditek 2004	40	0	5	1	0	0,1582	0,0300	0,01927
0 Tele2 2001	41	0	2	0	1	0,1155	0,0140	1,36E-05
0 Tele2 2002	42	0	3	0	1	-0,0269	0,0080	0,000353
0 Tele2 2003	43	0	4	0	1	0,4157	0,0810	0,000352
0 Tele2 2004	44	0	5	0	1	-0,4741	0,0620	0,000352
0 Telelogic 2001	39	0	3	1	0	-0,6543	-1,3440	0,004783
0 Telelogic 2002	40	0	4	1	0	0,1032	-0,1510	0,006439
0 Telelogic 2003	41	0	5	1	0	0,6182	-0,0270	0,00676
0 Telelogic 2004	42	0	6	1	0	0,1940	0,1990	0,001841
0 Wihlborgs 2001	59	0	3	1	0	0,2988	0,1000	0,049236
0 Wihlborgs 2002	60	0	4	1	0	0,4960	0,1670	0,049376
0 Wihlborgs 2003	61	0	5	1	0	0,0097	0,1140	0,066938
0 Wihlborgs 2004	62	0	6	1	0	0,4190	0,1730	0,103757
1 Swma	52	0	6	1	0	-0,1560	0,3890	0,000178
1 Telia	62	0	1	1	0	0,0976	0,0940	7,16E-07
1 Bergman	53	0	22	1	0	0,0483	0,2700	0,004316
1 Bure	51	0	1	1	0	-1,1580	-0,1840	3,46E-05
1 Elekta	53	0	31	1	0	0,2152	0,1735	0,082883
1 Gunnebo	59	0	11	1	0	0,2200	0,0877	0,006091

1 Haldex	62	0	17	1	0	0,0091	0,1304	0,000312
1 JM	51	0	6	1	0	0,3447	0,0546	0,000891
1 Lindex	56	0	3	1	0	0,1588	-0,0733	0,000889
1 Scribona	50	0	3	1	0	0,3622	0,0594	0,000401
1 Seco Tools	53	0	4	1	0	0,0036	0,2275	4,9E-05
1 Ticket	47	0	1	0	0	0,0165	0,1450	0
1 Alfa	60	0	7	1	0	0,3814	0,1373	0,001378
1 Axis	41	0	8	0	0	0,1289	-0,0084	0,000203
1 Billerud	57	0	4	1	0	0,0057	0,2374	9,39E-05
0 Trelle	48	0	2	1	1	0,3862	0,0630	0,000569
0 Trelle	49	0	3	1	1	0,2850	0,0550	0,000569
0 Trelle	50	0	4	1	1	0,4358	0,0950	0,000569
0 Trelle	51	0	5	1	1	-0,1751	0,1270	0,000537
0 Volvo	50	0	4	1	1	0,2978	0,1112	8,31E-05
0 Volvo	51	0	5	1	1	0,2143	0,1093	8,32E-05
0 Volvo	52	0	6	1	1	0,2586	0,1132	8,32E-05
0 Volvo	53	0	7	1	1	0,0840	0,1319	8,32E-05
0 Beijer	50	0	2	1	1	0,4712	0,0810	0,014205
0 Beijer	51	0	3	1	1	0,3728	0,0850	0,048087
0 Beijer	52	0	4	1	1	0,0975	0,0980	0,048087
0 Beijer	53	0	5	1	1	0,5215	0,0590	0,048087
0 Cardo	53	0	4	1	1	0,2270	0,1330	0,00051
0 Cardo	54	0	5	1	1	0,6913	0,1870	0,00051
0 Cardo	55	0	6	1	1	-0,2345	0,0950	0,00051
0 Cardo	56	0	7	1	1	-0,1650	0,0900	0,00051
0 Hexagon	36	0	1	1	1	0,2909	0,0900	0
0 Hexagon	37	0	2	1	1	0,4850	0,1000	0,000357
0 Hexagon	38	0	3	1	1	0,1967	0,1000	0,001337
0 Hexagon	39	0	4	1	1	0,4913	0,1200	0,001337
0 Hufvudstaden	39	0	2	1	1	0,0372	0,1040	1,22E-05
0 Hufvudstaden	40	0	3	1	1	0,4301	0,0705	1,33E-05
0 Hufvudstaden	41	0	4	1	1	0,0340	0,0766	1,56E-05
0 Hufvudstaden	42	0	5	1	1	0,3203	0,1328	1,56E-05
0 Höganäs	51	0	11	1	0	0,3879	0,1100	0,002302
0 Höganäs	52	0	12	1	0	0,3956	0,1500	0,002302
0 Höganäs	53	0	13	1	0	-0,2792	0,1580	0,002302
0 Höganäs	54	0	14	1	0	0,0138	0,1868	0,002302
0 Sardus	53	0	7	0	0	0,3714	0,2200	0,0005
0 Sardus	54	0	8	0	0	0,6982	0,2300	0,0005
0 Sardus	55	0	9	0	0	0,1432	0,2400	0,0005
0 Sardus	56	0	10	0	0	-0,1003	0,1800	0,000793
0 TV4	51	0	2	1	0	-0,1796	0,1780	5E-08
0 TV4	52	0	3	1	0	0,0393	0,0810	5E-08
0 TV4	53	0	4	1	0	-0,0197	0,0930	5E-08
0 TV4	54	0	5	1	0	-0,1073	0,0930	5E-08
0 Tieto	54	0	12	1	0	0,2841	0,4710	0,000899
0 Tieto	55	0	13	1	0	-0,1844	0,1370	0,000664
0 Tieto	56	0	14	1	0	0,3854	0,1410	0,000664
0 Tieto	57	0	15	1	0	-0,0836	0,4879	0,000664
0 WM-data	58	0	24	1	1	-0,2630	0,0458	0,000229
0 WM-data	59	0	25	1	1	-0,3444	-0,7160	0,000485
0 WM-data	60	0	26	1	1	0,5402	0,1540	0,000485
0 WM-data	61	0	27	1	1	-0,2384	0,0948	0,000485
0 Ångpannan	41	0	1	0	0	0,4231	0,1060	0,000234
0 Ångpannan	42	0	2	0	0	0,0060	-0,2990	0,000234
0 Ångpannan	43	0	3	0	0	-0,0098	0,0900	0,000234

0 Ångpannan	44	0	4	0	0	-0,0218	0,0830	0,000234
0 Active	49	0	2	1	0	0,1256		0,003112
0 Active	50	0	3	1	0	-0,4042	-0,7270	0,003112
0 Active	51	0	4	1	0	1,0244	-0,6911	0,003401
0 Active	52	0	5	1	0	-0,5592	-0,9184	0,00059
0 Axfood	50	0	1	1	1	0,2173	0,4150	8,08E-05
0 Axfood	51	0	2	1	1	0,8043	0,4310	8,04E-05
0 Axfood	52	0	3	1	1	-0,1668	0,3580	8,04E-05
0 Axfood	53	0	4	1	1	0,2695	0,3120	7,9E-05
0 Boliden	47	0	1	1	0	-0,4994	-0,0130	6,23E-05
0 Boliden	48	0	2	1	0	-0,3060	0,0520	6,23E-05
0 Boliden	49	0	3	1	0	1,3083	0,1372	6,54E-05
0 Boliden	50	0	4	1	0	-0,4630	0,1392	6,57E-05