

Steffany Thomas og Teresa Kieu Vu

Markedsavkastninger ved annonsering av topplederbytte

En empirisk studie av børsnoterte selskaper i det norske
aksjemarkedet i perioden 2010 - 2015

Oslo, Våren 2016

**Masteroppgave i økonomi og administrasjon
Handelshøgskolen ved HiOA, fakultet for samfunnsfag**

Forord

Denne masteroppgaven utgjør 30 studiepoeng, og oppgaven markerer avslutningen på det femårige siviløkonomstudiet ved Handelshøyskolen i Oslo og Akershus, våren 2016.

Temaet til oppgaven omhandler topplederbytter i norske børsnoterte selskaper og hvordan dette påvirker markedets aksjeavkastning. Masteroppgaven har gitt oss muligheten til å anvende det vi har lært i studieløpet og tilegnet oss ny og verdifull kunnskap. Prosessen har vært både utfordrende, lærerik og gitt oss en omfattende erfaring knyttet til datainnsamling og skriveprosess.

Avslutningsvis vil vi rette en stor takk til vår veileder, Einar Belsom. Han har kommet med konstruktiv kritikk, hjulpet oss med utfordringer og kommet med gode innspill underveis i prosessen.

Oslo, 27.mai 2016

Steffany Thomas

Teresa Kieu Vu

Sammendrag

Dette studiet tar for seg markedets reaksjoner på Oslo Børs ved annonsering av topplederbytte. Vi utfører et event-studie hvor vi tester om det eksisterer unormal avkastning ved annonsering av topplederbytte. Vi benytter ulike variabler for å avdekke hvilke forhold som påvirker den unormale avkastningen.

For annonsering av ny toppleder finner vi positiv signifikant unormal avkastning i motsetning til avgang der vi ser at markedet reagerer negativt. Den negative reaksjonen reduseres delvis dersom en ansettelse annonseres samtidig. Vi får signifikant forskjell mellom resultatene ved testing av avgang mot ansettelse. Vi finner at det ikke er signifikant forskjell mellom ansettelse av ulikt kjønn. Likevel ser vi at ansettelsen av en kvinnelig toppleder gir en større positiv reaksjon i markedet enn ved ansettelse av en mannlig toppleder. Dette indikerer at type topplederbytte og forklaringsvariablene spiller en sentral rolle for hvordan markedet vil reagere.

Abstract

This study investigates the market reaction on the Oslo Stock Exchange of announcement of CEO turnovers. Our research is an event-study, which tests for the existents of abnormal stock returns of CEO turnover announcements. We use different variables to identify the factors that influence the abnormal returns.

For announcement of new CEO we find positive significant abnormal returns as opposed to departing CEO announcement where the market reacts negatively. The negative reaction is partly decreased if an announcement of the new CEO is at the same time. By testing the results of CEO departures against CEO appointments, we find significant difference between them. We find that there is no significant difference between the employments of different gender. However, the appointment of female CEOs provides a greater positive reaction in the stock market than when employing male CEOs. This indicates that the type of CEO turnovers and the explanatory variables have a central role in how the market will react.

Innholdsfortegnelse

FORORD	II
SAMMENDRAG	III
ABSTRACT	IV
1. INNLEDNING	1
2. LITTERATURGJENNOMGANG	4
2.1 TOPPLEDER	4
2.2 ÅRSAKER TIL ET TOPPLEDERBYTTE	4
2.3 AKSJEKURSETS REAKSJONER	6
2.4 VIRKNINGEN AV ET TOPPLEDERBYTTE	8
2.4.1 Reaksjon på frivillig og tvungen avgang	9
2.4.2 Reaksjon på intern og ekstern ansettelse.....	10
2.5 VERDIVIRKNING AV KJØNN I LEDELSE.....	12
3. DATA	14
3.1 DATAINNSAMLING.....	14
3.1.1 Oslo Børs og NewsWeb	14
3.1.2 Markedsindeks og aksjekurs	16
3.1.3 Innhenting av data for underkategorier.....	16
3.2 BESKRIVELSE AV UTVALGET: TOPPLEDERBYTTE.....	16
3.3 UNDERKATEGORIER I UTVALGET	17
3.3.1 Kjønn	17
3.3.2 Frivillig eller tvungen avgang.....	18
3.3.3 Intern eller ekstern kandidat.....	19
3.4. KVALITETEN PÅ DATA.....	19
3.4.1 Reliabilitet.....	19
3.4.2. Validitet	20
4. METODE	22
4.1 FORSKNINGSDESIGN.....	22
4.2 EVENT-STUDIER	23
4.3 ANALYSEMETODE FOR ET EVENT-STUDIE	25
4.3.1 Markedsmodellen	25
4.3.2 Unormal avkastning.....	25
4.3.3 Kumulativ unormal avkastning (CAR).....	26

4.3.4 T-test for kumulativ unormal avkastning	27
5. RESULTAT OG ANALYSE	29
5.1 TOPPLEDERBYTTE.....	30
5.2 AVGANG.....	32
5.2.1 Frivillig versus tvungen avgang.....	33
5.2.2 Alder	35
5.3 ANSETTELSE.....	37
5.3.1 Intern versus ekstern ansettelse	37
5.3.2 Kjønn og unormal avkastning.....	39
5.3.3 Kvinnelig toppledere versus mannlig toppledere	40
5.4. SAMMENLIKNING AV AVGANG OG ANSETTELSER.....	41
5.5 I SAMME MELDING	42
5.5.1 Frivillig avgang versus intern og ekstern ansettelse	43
5.5.2 Tvungen avgang versus intern og ekstern ansettelse.....	44
6. KONKLUSJON.....	46
7. LITTERATURLISTE.....	48
8. VEDLEGG	52
8.1 DATASETT.....	52
8.2 ÅRSAKER TIL AVGANG.....	57
8.3 FRIVILLIG AVGANG OVER 60 ÅR.....	60

Oversikt over figurer

Figur 3.1: Søkeord.....	15
Figur 4.1: Tidslinje for event-studie.....	24
Figur 5.1: Kumulativ unormal avkastning på topplederbytte	30
Figur 5.2: Toppleders avgang i perioden 2010 - 2015	33
Figur 5.3: Toppleders ansettelse i perioden 2010-2015	38

Oversikt over tabeller

Tabell 5.1: Gjennomsnittlig kumulativ unormal avkastning (2010-2015).....	30
Tabell 5.2 - Resultater fra annonsering av et topplederbytte.	31
Tabell 5.3: Resultater fra annonsering av toppleders avgang.	32
Tabell 5.4: Frivillig avgang versus tvungen avgang	34
Tabell 5.5: Avgang under 54 år versus over 54år	36
Tabell 5.6: Resultater fra annonsering av toppleders ansettelse	37
Tabell 5.7: Intern ansettelse versus ekstern ansettelse	38
Tabell 5.8: Resultater fra ansettelser av kvinnelig og mannlig toppledere	39
Tabell 5.9: Resultater fra kvinnelig versus mannlig toppleder ansettelser	40
Tabell 5.10: Resultat fra annonsering av avgang og ansettelse.....	41
Tabell 5.11: Resultater fra annonsering i samme melding	42
Tabell 5.12: Underkategoriene; frivillig avgang og intern ansettelse	43
Tabell 5.13: Underkategoriene; frivillig avgang og ekstern ansettelse	44
Tabell 5.14: Underkategoriene; tvungen avgang og intern ansettelse	44
Tabell 5.15: Underkategoriene; tvungen avgang og ekstern ansettelse	45

1. Innledning

En toppleders avgang har betydelig påvirkning på selskapets fremtidige drift gjennom strategi og ledelse. Topplederbytter vil dermed føre til ulike reaksjoner i aksjemarkedet. Vi undersøker effekten topplederbytte i norske børsnoterte selskaper har på unormal avkastning. Event-studiet tar i bruk nyere norsk data fra perioden 2010 til 2015. I tidsperioden ble det totalt funnet 171 topplederbytter for 80 selskaper fra Oslo Børs.

Tidligere forskning har hatt fokus på årsaker, konsekvenser og effekter av et topplederbytte. Studiene viser ulike resultater om sammenhengen mellom topplederbytte og unormal avkastning. Noen studier får signifikant positiv relasjon og andre får signifikant negativ relasjon (Setiawan 2008; Dedman og Lin 2002). Ved noen tilfeller fant forfatterne også resultater som viser i retning av ikke statistisk signifikante resultater (Cools og Van Praag 2007).

En toppleder er den øverste sjefen i selskapet og har en sentral rolle for å skape verdi for selskapet. Topplederens prestasjon vil derfor ha mye oppmerksomhet fra media, investorer og andre interessegrupper. Prestasjonen vil være avgjørende for en toppleders fremtid i selskapet og kan utløse et topplederbytte. Hovedsakelig består et topplederbytte av to komponenter; en avgang og en ansettelse. I vårt studie ser vi også på hendelser hvor begge komponentene blir presentert i samme børsmelding. Vi har valgt å måle effekten av disse tre scenarioene og inndelt topplederbyttene inn i følgende kategorier; avgang, ansettelse og i samme melding. Med bakgrunn i dette har vi undersøkt hvilke effekter hver enkelte type annonsering gir aksjemarkedet.

En toppleders avgang kan skyldes flere årsaker og reflekteres i aksjeavkastningen dersom markedet er effisient. Det er vanlig å dele en avgang inn i to underkategorier; frivillig og tvungen avgang. Vi har valgt å se på disse underkategoriene for å få bedre innsikt i årsakssammenhengen til en toppleders avgang, og hvilke markedsreaksjoner dette vil gi. For å avgjøre om avgangen er tvungen eller frivillig bruker vi alder som en indikator.

Neste komponent i et topplederbytte er ansettelse. En ansettelse kan deles inn i to underkategorier; intern og ekstern ansettelse. Det er interessant å se hvilke effekter en intern eller ekstern ansettelse kan ha på annonseringen av ny toppleder. For videre analyse har vi sett på topplederens kjønn for å se om markedet reagerer ulikt på en mannlig eller kvinnelig toppleder. Deretter valgte vi å se på tilfeller der avgang og ansettelse blir presentert samtidig og hvilke effekter dette gir i markedet. Vi har valgt å kombinere ulike hendelser for å se effektene av intern og ekstern ansettelse som følge av frivillig og tvungen avgang.

I et effisient aksjemarked oppstår det svingninger i aksjeavkastningen i form av unormal avkastning. Svingningene kan skyldes annonsering av et topplederbytte. Vi har brukt daglige aksjeavkastninger fra Datastream og markedsindeksen OSEBX for å beregne den unormale avkastningen. I studiet har vi benyttet oss av et event-vindu på (-2, +2) dager og en estimeringsperiode på 250 dager.

Ved bruk av NewsWeb fikk vi tilgang til å konstruere et datasett ved å innhente børsmeldinger om annonsering av topplederbytter. Børsmeldingene ble innhentet fra tidsintervallet 01.01.2010 til 31.12.2015. Vi har forsøkt å identifisere om det oppstår unormal markedsavkastning ved topplederbytte og hvordan ulike typer topplederbytte påvirker det norske aksjemarkedet. Vår problemstilling vil være om det eksisterer unormal avkastning ved annonsering av topplederbytte og hvordan de ulike kategoriene påvirker aksjemarkedet.

Vår inndeling av kategorier er inspirert av tidligere studier. Vi finner flere studier som har blitt gjort på dette emnet, blant annet for det amerikanske, britiske, danske og japanske markedet, men få på det norske aksjemarkedet. Vårt studie skiller seg ut fra tidligere studier, da vi har fokus på det norske aksjemarkedet og nyere data. Vi synes det er interessant å studere kjønnsmangfold og vil på grunnlag av dette se på forskjeller mellom kvinner og menn i topplederposisjon. Vårt bidrag til dette emnet er et studie basert på norsk næringsliv med fokus på nyere data og kjønn.

Utredningen vår er inndelt i seks kapitler hvor kapittel 1 er innledning. Kapittel 2 starter med å utdype tidligere litteratur og forskning om temaet topplederbytte. Videre i kapittel 3 beskrives datainnsamlingsprosessen og de ulike forutsetningene for vårt datasett. Her presenteres også de utvalgte underkategoriene som brukes i våre hypoteser. I kapittel 4 utdypes fremgangsmåten for vår statistiske analyse og metodevalget for vårt studie. Deretter vil vi i kapittel 5 presentere våre resultater og analysere om det eksisterer unormal avkastning. Videre diskuteres teorien fra kapittel 2 opp mot våre funn. Avslutningsvis vil vi i kapittel 6 komme frem til en konklusjon som besvarer vår problemstilling. Dette kapittelet vil også fremlegge forslag til videre forskning.

2. Litteraturgjennomgang

I dette kapitlet presenterer vi litteratur som er relevant for vårt studie. Formålet er å formidle forskning og teorier for å få bedre innsikt rundt temaet topplederbytte. I første del av kapittel 2 vil vi belyse hva et topplederbytte innebærer deretter vil litteraturen bli presentert.

2.1 Toppleder

En toppleder har hovedansvaret for styring og er av stor betydning for selskapet og investorene. Topplederen har innflytelse på kulturen i selskapet i form av motivasjon og er beslutningsmyndig ovenfor avgjørelser knyttet til investering, finansiering og drift. Det er hovedsakelig fire områder i selskapet en toppleder har ansvar for; struktur, eierskap, kompetansenivå og finansiering (Finkelstein 1992). I et studie gjort av Ernst & Young (1997) kommer det frem at en toppleder skaper ledelseskvalitet, troverdighet, kvalitet på bedriftens strategi og innovasjon. Selskapets prestasjoner vil dermed avhenge av hvilke avgjørelser topplederen tar. Toppleder og toppledelsen er med på å skape verdi for bedriften i form av aksjeavkastning. Dette blir brukt som et måleverktøy for å måle toppleres prestasjon.

Topplederbytte blir definert som endringer i øverste ledelse og er hovedsakelig rettet mot selskapets administrerende direktør. Endringer i selskapsledelse som et topplederbytte kan ha en effekt på selskapets verdi. Resultatet av et topplederbytte kan føre til usikkerhet rundt selskapets fremtidige resultater, som for eksempel en økning av volatiliteten på en aksje (Clayton, Hartzel og Rosenberg 2000). Dette avhenger av hvilken type omstendighet og hvilken type lederbytte som fremkommer.

2.2 Årsaker til et topplederbytte

Warner, Watts og Wruck (1988) mener topplederbytte kommer av ulike årsaker og forskjeller i aksje prestasjon før og etter byttet. Dette er avhengig av om aksjekursen påvirkes av en topplers prestasjon. I andre tilfeller kan det være ytterlige årsaker som ikke har sammenheng med aksjeprisen og topplers prestasjon.

Det er tidligere blitt forsket mye på området topplederbytte og hvilke mulige indikatorer som kan være med på å forklare en topplers avgang og ansettelse. Disse vil være med på å bestemme i hvilken grad markedet vil reagere på topplederbyttet.

Adams og Mansi (2009) og Rhim, Peluchette og Song (2006) diskuterte dårlige prestasjoner gjort tidligere i selskapet, som en mulig årsak til en toppleders avgang. Fra det danske aksjemarkedet ble det bevist at dårlig prestasjon og resultat øker sannsynligheten for et topplederbytte (Neumann og Voetmann 2005). Selskapets styre kan i mange tilfeller føle seg forpliktet til å si opp topplederen i slike situasjoner, for å kunne snu lav vekst og dårlige resultater (Dahya, Lonie og Power 1998). Det finnes åpenbare årsaker som skyldes helsetilstanden til en toppleder eller brudd på lovverk som fører til topplederbytte (Rhim, Peluchette og Song 2006). En toppleders handlinger vil gi ulike konsekvenser og prestasjon blir til enhver tid overvåket av styret i selskapet. Dette vil være avgjørende for et selskaps fremtid. Derfor er det ofte usikkerhet knyttet til strategi, vekst og inntjening ved et topplederbytte. Dersom en toppleder ikke klarer å tilfredsstille forventningene knyttet til selskapet vil dette føre til avgang (Engel, Hayes og Wang 2003).

En avgang av en toppleder blir ofte presentert gjennom fire ulike kategorier for avtrapping; pensjon, frivillig avgang, dødsfall eller oppsigelse (Furtado og Rozeff 1987). I følge Warner, Watts og Wruck (1988) er pensjon den vanligste rapporterte årsaken til en toppleders avgang. Vi ser dermed at den vanligste indikatoren som forventes å påvirke sannsynligheten for en toppleders avgang er alder. Videre kan alder være med på å sannsynliggjøre om en avgang er frivillig eller tvungen. Farrell og Whidbee (2003) finner at en konsernsjef som har nådd 60-års-alderen mest sannsynlig har en frivillig avgang. Derimot vil en toppleders avgang under alderen 60 år ofte være en tvungen avgang (Furtado og Rozeff 1987). I følge Denis og Denis (1995) er pensjon den vanligste oppgitte årsaken for en tvungen avgang.

Det er en vanlig prosedyre hos et selskap å skjule den egentlige årsaken til ansettelsen av en ny toppleder (Kang og Shivdasani 1996). Tidligere forskning på området tyder på at selskapene ikke ønsker å kunngjøre den egentlige årsaken bak avgangen (Warner, Watts og Wruck 1988). Shen og Cannella (2003) forsterket idéen om at motivet bak en toppleders avgang er viktig, men ansettelsen av en ny toppleder er en sak av like stor betydning. Dette fordi den nye topplederen er med på å forme selskapets fremtidige strategiske retninger og prestasjoner.

2.3 Aksjemarkedets reaksjoner

Annonsering av et topplederbytte fører til ulike reaksjoner i aksjeavkastningen. Warner, Watts og Wruck (1988) mente at en av årsakene var formidlingen av annen informasjon. Ved annonsering av et topplederbytte kan også ny informasjon bli introdusert til markedet, som for eksempel informasjon om lederens dårlige prestasjon. Dermed vil den unormale avkastningen av annonseringen være summen av to komponenter:

1. En negativ informasjonseffekt som reflekterer reaksjonen på tidligere prestasjoner. Dette kan komme av at byttet signaliserer dårligere lederprestasjon enn forventet.
2. En positiv reell effekt som reflekterer investorenes behov. Dersom den gamle lederen med dårlig prestasjon går av og ny leder kommer på, vil investorenes behov kunne tilfredsstilles.

Hypotesen om de to effektene trekker fram et sentralt prinsipp, hvis den reelle-effekten er nominell høyere enn informasjonseffekten vil nettoeffekten generere positiv unormal avkastning. Bonnier og Bruner (1989) sier at aksjeavkastningen er sensitiv for ny informasjon og ved et topplederbytte vil dette kunne reflekteres via aksjeavkastningen.

Videre i dette delkapitlet har vi valgt å dele presentasjonen av tidligere forskning på unormal avkastning ved et topplederbytte inn i fire deler. Første avsnitt er en presentasjon av studier som har funnet positive markedsavkastninger. Andre avsnitt omhandler studier som konkluderer med negative markedsavkastninger. Tredje avsnitt inneholder forfattere som har kommet fram til konklusjoner som trekker i begge retninger. Siste avsnitt er studier som finner ufullstendige eller ikke statistiske signifikante resultater.

Et studie basert på den indonesiske konteksten finner positive markedsavkastninger for topplederbytte (Setiawan 2008). Dahya og McConnell (2005) har også i gjennomsnittet funnet en positiv aksjeavkastning i forbindelse med annonsering av topplederbytte. I Dahya, Lonie og Power (1998) sitt studie viser de at uventede endringer i ledelsen førte til en positiv og signifikant aksjeavkastning for store britiske selskaper. For det japanske markedet har Kang og Shivdasani (1996) bidratt til empiri som konkluderte med statistisk signifikant verdiøkning. I likhet med disse studiene finner Warner, Watts og Wruck (1988) også positive reaksjoner på aksjeavkastningen ved annonsering av topplederbytte.

I studiet til Furtado og Rozeff (1987) ble det funnet signifikante unormale avkastninger på to-dagers annonseringsperiode. Dette gir indikasjoner på at topplederbytte har signifikant betydning for markedet.

Ved annonsering av topplederbytte finner Beatty og Zajac (1987) at det er negativ markedsavkastning. Vi finner også likheter i forskningen til Dedman og Lin (2002), som undersøkte topplederbytter i britiske selskaper. Resultatet viste til en negativ markedsavkastning på avgangsmeldinger. Annonseringen av avgangen hadde også en tendens til å bli utgitt sammen med andre nyheter knyttet til selskapet. Dette for å dekke over potensielle dårlige nyheter ved topplederbyttet.

Empirisk forskning gir ulike resultater på unormal avkastning ved et topplederbytte. Neumann og Voetmann (2005) finner positive markedsavkastninger rundt annonseringsdatoen ved tvungen avgang. Dersom avgangen er frivillig får de en negativ markedsavkastning. Videre finner de resultater som sier at den kumulative unormale avkastningen ikke var statistisk signifikant. Andre forskere som også fant ulike resultater for markedets reaksjoner i aksjeavkastningen var Shen og Cannella (2003).

Cools og Van Praag (2007) konkluderte med at den gjennomsnittlige unormale avkastningen på aksjekursen rundt annonseringsdatoen ikke var signifikant for en toppleders avgang. Warner, Watts og Wruck (1988) fant heller ingen bevis på gjennomsnittlig unormal avkastning på daglig basis rundt annonseringsdatoen for et topplederbytte.

2.4 Virkningen av et topplederbytte

Ved å måle effekten av et topplederbytte fremheves sentrale aktiviteter som selskapets presentasjon og ytelse. Bonnier og Bruner (1989) hevder at unormal avkastning reflekterer selskapets stabilitet og fremtidig lønnsomhet. I følge Furtado og Karan (1990) kommer det frem at endringer i ledelsen vil kunne gi utslag på graden av interesse hos interessenter og aksjonærer. Dette vil kunne skape ulike oppfatninger og tolkninger av topplederbyttet.

Reinganum (1985) sier at effekten av en endring enten vil være kortsiktig eller langsiktig. Effekten avhenger av reaksjonene til bedriftens prestasjon og ytelse. Ved annonsering av et topplederbytte kan det ved mange tilfeller oppstå signaleffekter. Dette er effekter som forekommer dersom selskapets privat informasjon annonseres til markedet. Effektene henger sammen med hvilken type informasjon som blir annonsert og hvilke beslutninger ledelsen tar ovenfor den nye informasjonen.

Flere studier har valgt å dele topplederbytte i tre scenarioer;

- 1) Annonsering av topplers avgang
- 2) Annonsering av ny toppleder
- 3) Annonsering av avgang og ny toppleder samtidig.

Første scenario er en situasjon hvor den nye meldingen som annonseres gir markedet informasjon om avgangen til nåværende leder. Slike annonseringer fører til negative reaksjoner i markedet fordi det skaper usikkerhet rundt selskapet (Dedman og Lin 2002).

Andre scenario er det motsatte tilfellet hvor kun informasjon om ansettelsen av en ny toppleder blir offentliggjort. Et topplederbytte blir oppfattet som positivt av markedet, men den positive oppfattelsen forsterkes når den nye topplederen er på plass samtidig som den gamle topplederen går av (Reinganum 1985). Hvordan markedsreaksjonen var når toppleder gikk av, kan ha mulige effekter på annonsering av en ny toppleder. Siste tilfellet er en situasjon hvor første og andre scenario skjer samtidig. Når annonseringen av en avgang og en ansettelse skjer samtidig forekommer det ingen signifikant markedsreaksjon. Dette fordi det skaper mindre usikkerhet i markedet. Investorene kan få et inntrykk av at selskapet har kontroll og har funnet ny toppleder. Den positive informasjonen om en ny ansettelse vil kansellere ut den negative informasjonen om avgangen (Dedman og Lin 2002).

I studiet til Larcker og Tayan (2012) kommer det frem at styret er med på å kontrollere effekten av en avgang ved å presentere etterfølgeren på samme tidspunkt. Denne type handling er med på å signalisere at selskapet har et beslutningsdyktig styre, som knytter en avgang med en reserveplan til ansettelsen av en etterfølger. Dermed har selskapet en plan for videre fremdrift som indikerer at graden av overraskelsesmoment vil være noe lavere i markedet. Videre kommer det frem at ved kun annonsering av en avgang vil det føre til lengre tid før etterfølgeren blir presentert. I slike tilfeller vil graden av signaleffekt knyttet til overraskelsesmoment være noe høyere i markedet.

2.4.1 Reaksjon på frivillig og tvungen avgang

Markedets reaksjoner ved en toppleders avgang er tidligere blitt mye forsket på og det sentrale her er å skille avgangen inn i to typer; frivillig og tvungen avgang. Dersom en toppleders avgang skyldes helsemessige årsaker eller at vedkommende tar en jobb utenfor selskapet blir avgangen klassifisert som frivillig (Huson, Malatesta og Parrino 2004). Uavhengig av selskapets resultater kan en toppleders avgang også være frivillig dersom det skyldes pensjon eller personlige årsaker (Denis og Denis 1995).

En avgang kan klassifiseres som tvungen dersom topplederen ble sagt opp, eller at avgangen var et resultat av uenigheter med styret (Huson, Malatesta og Parrino 2004). Avgang kan også være tvungen dersom topplederen går av som følge av krisetid i selskapet. Dette med bakgrunn i dårlige resultater eller at topplederen går av etter enighet med styret (Denis og Denis 1995). Videre finner Farrell og Whidbee (2002) at det er en sammenheng mellom negativ presseomtale og tvungen avgang. Dette betyr at omdømme også kan ha en påvirkningskraft.

Furtado og Rozeff (1987) var blant en av de studiene som diskuterte årsakene til et topplederbytte. En toppleders avgang var som tidligere nevnt kategorisert inn i fire deler, men i forskningen deres ble det kun gitt bevis på markedets aksjereaksjoner ved en oppsigelse, i denne konteksten en tvungen avgang. En slik avgang ble assosiert med en økning i aksjeavkastningen. Kang og Shivdasani (1996) fant at en avgang gav positiv aksjeavkastning, spesielt for en tvungen avgang.

I forskningen til Denis og Denis (1995) ble det dokumentert at store og betydelige reduksjoner i driftsresultatet var en årsak til tvungede avganger hos toppledere. Virkningen av avgangen førte til positive markedsavkastninger gjennom store forbedringer i selskapets prestasjon.

Uavhengig av jobbavtalen reagerer markedet positivt, men svakt på frivillige toppleder avganger. Ved tvungede avganger derimot gir markedet blandede markedsreaksjoner. Funnene fra eksisterende litteratur tyder klart på at markedets reaksjoner har en tendens til å være positive for en toppleders avgang. I motsetning til disse studiene finner Dedman og Lin (2002) negative resultater for avgang, spesielt ved en tvungen avgang. I følge Huson, Parrino og Starks (2001) skal andelen av tvungede avganger øke over tid.

2.4.2 Reaksjon på intern og ekstern ansettelse

I likhet med en toppleders avgang kan også en toppleders ansettelse deles inn i to typer; intern og ekstern. Hvorvidt en topplederkandidat blir rekruttert internt eller eksternt, kan ha en betydelig effekt på markedets reaksjon på annonsering av en ny toppleder. Definisjonen av en intern ansatt er en som sitter i en annen stilling i selskapet eller en som allerede sitter i selskapets styre. Ansettelsen av ny toppleder kan klassifiseres som ekstern dersom den nye topplederen blir ansatt fra et annet selskap, og intern dersom vedkommende var i selskapet på det tidspunktet kandidaten fikk stillingen (Reinganum 1985).

I studiet til Lazear og Rosen (1981) kommer det frem at interne etterfølgere er foretrukket når styret skal utnevne en ny toppleder. Dette skyldes selskapenes preferanse for forfremmelse som et incentiv- og belønningssystem. De konkluderer med at andre studier også finner at det er en høyere andel interne etterfølgere enn eksterne.

Flere studier finner at det er en signifikant relasjon mellom type ansettelse og bedriftens størrelse (Huson, Parrino og Starks 2001). Furtado og Rozeff (1987) viser til positive markedsavkastninger både for en intern og ekstern ansettelse av etterfølgeren, men i store selskaper er interne ansettelser mer foretrukket. Det kommer frem at interne ansettelser kan bevise kvaliteten og validiteten av et selskaps investeringspolitikk i human kapital. Parrino (1997) sier også at store bedrifter har større sannsynlighet for å ansette en intern kandidat fremfor en ekstern kandidat.

Reinganum (1985) finner en positiv utvikling i aksjeavkastningen etter en ekstern ansettelse, men den unormale avkastningen er mer signifikant for små selskap enn for store. Empirisk forskning viser at mindre bedrifter har færre kvalifiserte kandidater, som kan ta over toppleder-stillingen og derfor erstatter avgående toppleder med en ekstern kandidat. I følge Farrell og Whidbee (2003) vil en ekstern kandidat mest sannsynlig være mer effektiv, i mindre og komplekse selskaper.

I følge Warner, Watts og Wruck (1988) kommer det frem at når selskaper ansetter ekstern toppleder vil det gi et bedre utgangspunkt for økt avkastning. En annonsering av ny ekstern konsernsjef gir større markedsreaksjon, enn ved en annonsering av en intern konsernsjef. Worrell, Davidson og Glascock (1993) finner positive signifikante markedsreaksjoner ved eksterne ansettelser, men ved intern ansettelser derimot finner de ingen signifikant reaksjon. Kang og Shivdasani (1996) viser også til signifikante positive avkastningseffekter når etterfølgeren er ansatt eksternt.

Adams og Mansi (2009) argumenterer for at markedet reagerer positivt på begge typer av ansettelser, men avkastningen er mer signifikant for eksterne ansettelser. Shen og Cannella (2003) finner tilsvarende resultater, hvor en ekstern etterfølger gir positive markedsavkastninger og det motsatte tilfellet med negative reaksjoner fra investorene ved en intern etterfølger. Beatty og Zajac (1987) finner negative markedsreaksjoner i aksjeavkastning både for interne og eksterne ansettelser.

I henhold til Setiawan (2008) kommer det frem at frivillig avgang gir positive markedsreaksjoner på interne ansettelser og negativt på eksterne ansettelser. Ved annonsering av tvungen avgang derimot gir både interne og eksterne ansettelser markedsreaksjoner som trekker i begge retning.

Huson, Parrino og Starks (2001) studerte utviklingen i andelen av interne og eksterne kandidater og finner at ansettelsesprosessen har endret seg over tid. Andelen eksterne ansettelser har økt. Funnene fra eksisterende litteratur sier at eksterne ansettelser gir en høyere positiv unormal avkastning i gjennomsnittet. Resultatet fra de ulike forfatterne gir oss blandede markedsreaksjoner for interne versus eksterne ansettelser. Andelen eksterne etterfølgere er fortsatt i økning selv om interne kandidater er mer fortrukket av styret Huson, Parrino og Starks (2001).

2.5 Verdivirkning av kjønn i ledelse

Forskningstemaet kjønn og ledelse er et svært omdiskutert tema, da kvinner har hatt en økende utvikling i å både skaffe seg utdanning og lederstillinger i selskaper (Statistisk Sentralbyrå 2016).

Krishnan og Parsons (2008) sier at bedrifter med kjønns mangfold i toppledelsen har en vesentlig høyere inntjening og inntjeningskvalitet. De påpeker at en høyere andel kvinner i toppledelsen fører til mer lønnsomhet og høyere avkastning, enn bedrifter med færre kvinner i ledelsen. I følge Andersen (2011) er det muligheter for å studere kjønns mangfold ved å se på vesentlige forskjeller mellom kvinner og menn i lederposisjon. Dette i form av deres egenskaper og evne til å skape lønnsomhet. Avotie (2002) argumenterer for at “kvinnelige” egenskaper og holdninger betraktes som noe positivt og bedriftsøkonomisk interessant og har derfor empirisk støtte. Den empiriske forskningen til Yukl (2013) gir ingen støtte for at mannlige toppledere er mer kvalifiserte enn kvinnelige toppledere. Dette stemmer med forskningen til Powell (1990) og Eagly, Makhijani og Klonsky (1992) om små forskjeller i lederposisjon mellom kjønn.

Rundt forskningstemaet kjønn i ledelse har det blitt utviklet en teori om “female advantage”. Tilhengerne av dette synet hevder at kvinner i større grad har en tendens til å besitte evner som er nødvendig for effektiv ledelse. I motsetning til menn som adopterer lederstil og evner som har blitt bevist suksessfulle for deres kjønn, har kvinner kun benyttet seg av evnene og holdningene som har blitt utviklet gjennom deres delte erfaringer som kvinne (Rosener 1990). Disse evnene og holdningene reflekterer kulturelle stereotyper og antakelser om kjønn og hvilke yrker som er passende for menn og kvinner. Det sentrale her er at de feminine verdier vennlighet, medfølelse og omsorg, blir ansett for å være viktige verdier for en leder. I midlertidig er dette synspunktet omkring det såkalte “female advantage” kun basert på svake antakelser og stereotyper. Det kreves en nøye evaluering av empiriske funn for å kunne vurdere påstander om et kjønns overlegenhet (Yukl 2013).

Hvordan markedet reagerer på en annonsering av kvinnelig topplederbytte er uklart. Ulike studier viser til ulike resultater. I følge Wolfers (2006) ble det ikke funnet forskjeller i aksjeavkastningen ved annonseringen av en kvinnelig toppleder. Det ble heller ikke funnet noen signifikante forskjeller i ansettelsen av en kvinnelig eller mannlige toppleder.

Markedet reagerer positivt til topplederbyttet uavhengig av kjønn (Martin, Nishikawa og Williams 2009). Ved en annonsering av en kvinnelig toppleder finner Lee og James (2007) at investorer og aksjonærer blir skeptiske. Dette skyldes fåtall av nåværende kvinnelige toppledere på markedet.

Derimot finner Gondhalekar og Dalmia (2007) resultater som viser til unormal avkastning i markedet ved annonsering av en kvinnelig toppleder. Ved annonseringen av en kvinnelig toppleder vises det til svake, men positive reaksjoner i form av unormal avkastning. For annonseringen av en mannlig toppleder derimot gav markedet ingen respons. Gondhalekar og Dalmia (2007) oppdaget i tillegg at selskaper som ansetter kvinnelige toppledere var i større grad mindre selskaper.

3. Data

I dette kapittelet skal vi gjøre rede for vår datainnsamlingsprosess ved å beskrive hvilke forutsetninger og kriterier som ligger til grunn for vårt studie. Videre presenteres utvalget og underkategoriene som brukes i våre hypoteser.

3.1 Datainnsamling

Vi har tatt utgangspunkt i børsnoterte selskaper og valgt å samle inn informasjon om annonsering av topplederbytter på Oslo Børs. Vårt begivenhets-vindu har en tidsperiode fra 2010 til 2015, og analysen er hovedsakelig basert på innhentet sekundærdata. Hovedkildene våre er NewsWeb og Datastream, hvor vi manuelt har hentet data i form av børsmeldinger som annonserer topplederbytte og aksjekurser. Vi har brukt relevante søkeord som CEO, Konsernsjef, Direkt, Admin og Chief executive for å finne annonsering av topplederbytte. Søkeordene vil bli diskutert nærmere i neste underkapittel 3.1.1.

I begivenhets-vinduet vårt fikk vi 955 treff hvor vi deretter silte bort informasjon som ikke var knyttet til den aktuelle begivenheten. Dette var nødvendig for å kunne isolere effekten av annonsering av topplederbytte. Vi endte opp med 244 treff knyttet til topplederbytte. NewsWeb inneholder også nyheter om selskaper som har børsnoterte obligasjoner, men som ikke har børsnoterte aksjer. Derfor ble neste steg i prosessen å utelukke alle disse selskapene. Videre måtte vi også ekskludere flere treff på grunn av manglende aksjekurs for selskapene i Datastream. Dette fordi Datastream utelukker selskaper som per dags dato ikke er børsnotert. Totalt antall treff vi fikk tilslutt var på 171 annonseringer fordelt på 80 børsnoterte selskaper. Vi har valgt å benytte oss av ulike kilder for å finne årsakssammenhengen ved annonseringen av topplederbytte.

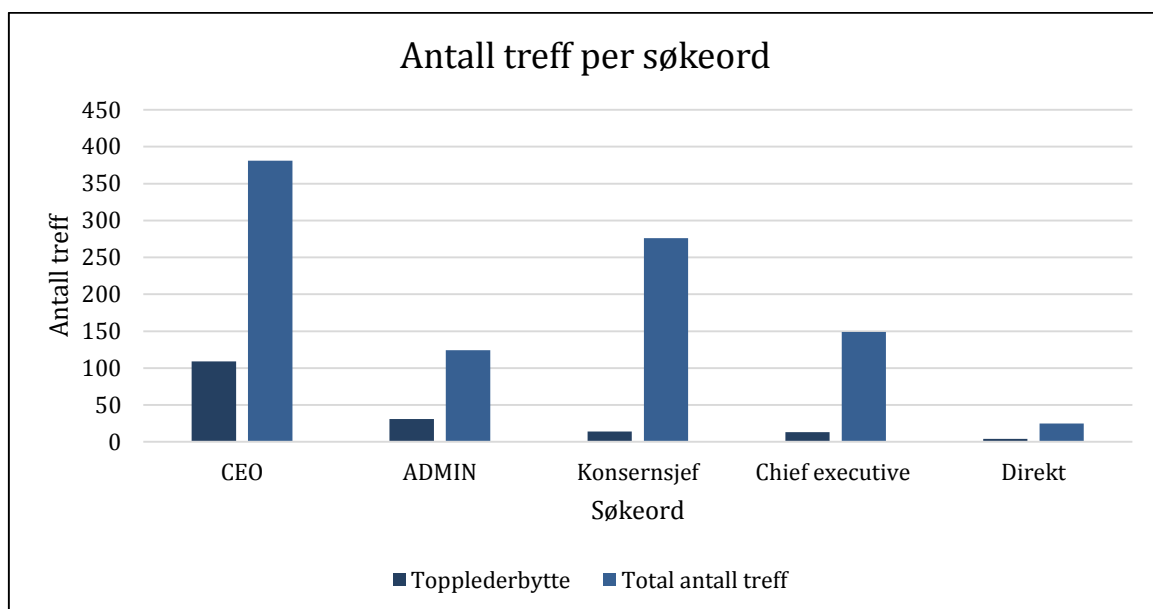
3.1.1 Oslo Børs og NewsWeb

Hovedformålet til Oslo Børs er å være en sentral markeds plass for notering og omsetning av finansielle instrumenter i det norske markedet (Oslo Børs 2016). NewsWeb er en internettkanal som har selskapsspesifikke meldingstyper tilgjengelig for alle. I henhold til verdipapirhandellovens §5-12 om offentliggjøring, innsending og oppbevaring av opplysninger kommer det frem at annonsering av endringer i toppledelsen er meldepliktig (Lovdata 2016).

Ved bruk av NewsWeb fikk vi tilgang til å konstruere et datasett ved å innhente informasjon om børsnoterte meldinger fra og med 01.01.2010 til og med 31.12.2015. Meldinger fra selskapene identifiseres med annonseringsdato, marked, utstederens ID og kategori for den børsnoterte meldingen.

I NewsWeb har man muligheten til å søke på meldingstittel som inneholder utvalgte søkeord. For å få flest mulig observasjoner har vi valgt å bruke flere søkeord som vil sikre oss flere treff. Vi kom frem til de mest relevante søkeordene tilknyttet den øverste leder som var: CEO, Konsernsjef, Direkt, Admin, Chief executive.

Figur 3.1: Søkeord



Figuren viser at den mest brukte betegnelsen på en toppleder er CEO. Derfor valgte vi også å bruke konsernsjef fordi det er den vanligste betegnelsen på en toppleder i Norge. Videre har vi valgt å inkludere forkortelser for å fange ord som administrerende direktør. Vi oppdaget at flere av søkeordene og meldingstitlene overlappet hverandre. For å unngå dataoverskudd måtte vi ekskludere den ene eventen slik at vi satt igjen med kun én event for hver begivenhet. Dersom vi for eksempel fikk et valg mellom å ekskludere en event med søkeordet CEO og en med søkeordet Admin valgte vi å beholde den eventen med søkeordet som var mindre brukt. I dette tilfellet ville det ha vært å beholde eventen med søkeordet Admin, da CEO er mer utbredt.

For eksempel fant vi flere overlapp mellom ordene CEO og konsernsjef, da tilfellet var at selskapet annonserte det på forskjellige språk som engelsk og norsk. Vi valgte her å beholde eventen med søkeordet konsernsjef. I andre tilfeller brukte selskapet både ord som konsernsjef og administrerende direktør for å annonsere meldingen hver for seg. Her valgte vi å beholde eventen med søkeordet administrerende direktør.

3.1.2 Markedsindeks og aksjekurs

Vi har valgt å kun bruke markedsindeksen OSEBX som referanseindeks på Oslo Børs. Indeksen er innhentet fra Datastream. OSEBX er en investerbar indeks som består av et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs. Verdipapirene blir justert for utbytte og revidering skjer på halvårlig basis. Dette gjør at indeksen gjenspeiler markedsforholdene i vår analyse. Aksjekursen er en indikator på hvordan markedet reagerer på selskapshendelser. Derfor har vi valgt å bruke aksjekursen som en indikator. Aksjekursen til våre selskaper er blitt hentet fra Datastream med daglige kurser fra perioden 01.01.2010 til og med 31.12.2015. Avhengig av datoen på eventene har vi for noen av selskapene også innhentet daglige aksjekurser for året 2009. For å beregne den unormale aksjeavkastningen var det videre nødvendig å hente ut markedsindeksen OSEBX for tilhørende periode.

3.1.3 Innhenting av data for underkategorier

For å finne data til våre underkategorier har vi i tillegg til NewsWeb også benyttet oss av andre internettkilder som www.proff.no og www.bloomberg.com. Her har vi funnet informasjonen om toppledernes kjønn og alder.

3.2 Beskrivelse av utvalget: Topplederbytte

I denne delen beskrives hvilke forutsetninger og kriterier vi har valgt for utvalget topplederbytte. I vårt studie undersøker vi effekten av dette for å fortelle noe om hvordan markedet reagerer på annonsering av topplederbytte.

Et topplederbytte består først og fremst av to komponenter; en avgang og en ansettelse. Dette forteller oss at det kan oppstå ulike potensielle markedsreaksjoner for begge hendelsene (Reinganum 1985).

Dermed ønsker vi å måle effekten av begge scenarioene hver for seg og sammen for å undersøke om det gir en signifikant forskjell i aksjekursen. Vi har derfor valgt å dele vårt datasettet inn i følgende hovedkategorier;

- 1) Reaksjonen ved en annonsering av en toppleders avgang.
- 2) Reaksjonen ved en annonsering av en toppleders ansettelse.
- 3) Reaksjonen ved en annonsering hvor avgang og nyansettelse kommer i samme melding.

I børsmeldingene fra NewsWeb stod det tydelig om annonseringen gjaldt en beskjed om avgang eller ansettelse av topplederen. Dette gjorde det lettere for oss å inndele vår datainnsamling for avganger og ansettelser. I det siste tilfellet antok vi at for hver melding som inneholdt informasjon om både den avgående og den nye etterfølgeren, ble klassifisert som i samme melding.

Under innsamlingsprosessen av data valgte vi å utelukke annonsering av midlertidige CEO. En midlertidig CEO er en toppleder som kun blir værende i posisjonen en begrenset periode frem til selskapet har funnet en ny etterfølger. Flere meldinger fra NewsWeb viser for eksempel at den midlertidige CEO-en kun sitter i stillingen i noen få måneder. Vi mener at slike hendelser ikke måler den virkelige effekten på markedet som følge av et topplederbytte, men kun gir en midlertidig effekt. Derfor har vi valgt å ekskludere ansettelsen og avgangen av en midlertidig CEO i vårt studie.

3.3 Underkategorier i utvalget

Videre beskriver vi underkategoriene i utvalget og hvilke forutsetninger vi har lagt til grunn. For å kunne påvise en årsak-virkning sammenheng tar vi for oss spesifikke påvirkningskategorier.

3.3.1 Kjønn

Vi har valgt kjønn som en underkategori for å se hvordan markedet reagerte ved topplederbytte avhengig av kjønn. Topplederens kjønn ble identifisert basert på navn og bruk av pronomen som ble beskrevet i børsmeldingen. Vi har valgt å bruke dummyvariabel på kjønn, og valgt å betegne kvinner som 1 og menn som 0 i datainndelingen. I vårt endelige datasett har vi totalt 164 mannlige toppledere og 7 kvinnelige toppledere.

3.3.2 Frivillig eller tvungen avgang

Vi bruker alder som en indikator for å avgjøre om avgangen til en toppleder er tvungen eller frivillig. I mange av tilfellene fikk vi oppgitt alderen til topplederen i børsmeldingen. Derimot i de tilfellene vi ikke fikk oppgitt informasjonen måtte vi beregne dette selv. Dette gjorde vi ved å beregne avviket mellom annonseringsåret og informasjonen om topplederens fødselsdato. Ved alder over 60 år klassifiseres avgangen som frivillig på grunn av pensjonsalderen og større sannsynligheter for pensjonspakker. Med utgangspunkt i vårt datasett er toppledernes gjennomsnittlige avgangsalder ved tvungen avgang 54 år.

I vår analyse har vi valgt å klassifisere avgangen som tvungen, dersom lederen går av stillingen uten informasjon om at han tok avgjørelsen selv, inkludert ved utgåtte kontrakter. En avgang defineres også som tvungen dersom han går av på dagen uten informasjon om ny jobb. Dette er kriteriene som vi har valgt for inndelingen av tvungen avgang. Andre kriterier for inndelingen av tvungen og frivillig avgang er nærmere blitt beskrevet og hentet fra underkapittel 2.5.1.

Vi antar tvungen avgang dersom:

- Uenighet mellom styret og toppleder
- Avgående leder var under 60 år, og ikke forlot selskapet til fordel for et annet eller på grunn av sykdom, pensjon eller død.
- Går av uten informasjon om ny jobb
- Dårlig prestasjon

Vi antar frivillig avgang dersom:

- Helsemessige årsaker
- Avgående leder over 60 år
- Pensjon
- Personlige årsaker
- Ny jobb

3.3.3 Intern eller ekstern kandidat

For å inndele våre ansettelsesmeldinger i interne og eksterne kandidater har vi tatt bestemte forutsetninger under vår datainnsamlingsprosess. En ansatt som har vært minimum 6 måneder i bedriften defineres som en intern ansatt. Dersom en intern ansatt blir utnevnt toppleder, skyldes det en form for forfremmelse. Vi antar også at en ansettelse er intern når børsmeldingen mangler informasjon om kandidatens bakgrunn.

En kandidat som kommer utenfor selskapet er ekstern. Kandidaten anses som ekstern, dersom det utgis informasjon i børsmeldingen om kandidatens tidligere prestasjon og erfaring fra tidligere arbeid. Flere kriterier for inndeling av intern og ekstern kandidat er blitt diskutert under underkapittelet 2.5.2.

3.4. Kvaliteten på data

For at studiet skal trekke valide konklusjoner er det viktig å ha et godt datagrunnlag. Det er en essensiell faktor og avgjør om forskningsresultatet gir kvalitet eller ikke. Derfor er det viktig å være oppmerksom over manglende data slik at man ikke trekker konklusjon på feil grunnlag. For å kunne ta stilling til hvor god en undersøkelse er til å fange opp og måle et eller flere fenomener, ser man på undersøkelsens reliabilitet og validitet (Johnson og Duberley 2000).

3.4.1 Reliabilitet

Reliabilitet vil si påliteligheten til forskningsdataen, og ser på hvilke data som benyttes, hvordan man har samlet inn og hvordan man har bearbeidet datamaterialet. I henhold til Johannessen, Kristoffersen og Tufte (2004) vil det alltid være noen metoder som er mer reliable enn andre ved innhenting og behandling av data. Derfor vil det være viktig å ha formålet til undersøkelsen i fokus under hele forskningsperioden. Ved å begrense unøyaktigheter og feil i datamaterialet kan man begrense trusler mot reliabilitet. Subjektfeil er en trussel som oppstår når ulike omstendigheter leder til ulike utfall, som igjen vil lede til ulike konklusjoner (Robson 1993). For å hindre dette må forskeren forsøke å nøytralisere subjektfeilene. Vi har valgt å hente aksjekurser fra Datastream, som er en pålitelig kilde og vi ser ikke noe tegn til reliabilitetsproblemer.

En annen trussel er subjektfordommer, som er når informantene kommer med feilaktig opplysninger. I vårt studie kan dette være et tilfelle med feil børskurs-informasjon. Et annet eksempel vil være årsaken til et topplederbytte. Dersom et selskap ikke utgir årsaken til en toppleders avgang vil dette muligens ha en ulik påvirkning på selskapets aksjekurs. Dette har vi vært oppmerksom på, og derfor har vi tatt ulike forutsetninger ut i fra informasjonen fra børsmeldingen. Observasjonsfordommer er også en trussel for vårt studie (Robson 1993). En slik trussel forekommer fordi vi er to personer som utfører dette studiet og vårt arbeid kan medføre til observasjonsfeil eller fordommer som kan påvirke studiet. Dette vil være i form av feilberegning eller feil ved kategorisering av topplederbytter.

3.4.2. Validitet

Validitet vil beskrive gyldigheten til dataene våre og er en metode som sikrer hvor godt eller hvor relevant dataene representerer undersøkelsen til studiet. Det er viktig å ha et studie som gjenspeiler hva man ønsker å undersøke, og utvalgte observasjoner som er interessante. Dette har vi tatt hensyn til i vårt studie. Validitet bør være oppfylt for at en undersøkelse skal kunne holde kvalitet. Trusler mot validitet kan komme av systematiske feil ved databehandling. Dette kan være i sammenheng mellom det man registrerer og hva man faktisk ønsker å måle. For en kvantitativ studie mener forfatterne at det er aktuelt med begrepsvaliditet, statistisk validitet, intern validitet og ekstern validitet (Johannessen, Kristoffersen og Tufte (2004).

Begrepsvaliditet handler om å kunne undersøke sammenhengen mellom hendelse og innhentet data. I vårt studie vil dette være sammenhengen mellom topplederbytter og aksjekursen. Vi bruker data fra NewsWeb og Datastream og har dermed muligheter til å få et høyt begrepsvaliditet. En svakhet ved studiet vårt er at vi har begrenset antall søkeord. Derfor vil det ikke fange opp alle børsmeldinger knyttet til topplederbytte. På en annen side er det også usikkerhet om aksjekurssvingningene skyldes annonseringen av et topplederbytte eller noe annet.

Statistisk validitet er dersom analysen av datamaterialet gir statistisk grunnlag til å trekke gode konklusjoner. En slik validitetstype deles inn i klinisk- og statistisk signifikans. Dersom en konklusjon er klinisk signifikant forteller den om sikkerheten i konklusjonen i form av en tilfredsstillende størrelsesorden. Vi mener at i kategoriene våre har vi nok observasjoner til å ha en tilfredsstillende klinisk signifikans.

På den andre siden er det også få observasjoner til å kunne identifisere disse som statistisk signifikante i flere av våre underkategorier. Statistisk analyse handler om sikkerheten til de konklusjoner man trekker. Begrepet forteller om sannsynligheten for at analysen er et resultat av tilfeldigheter. Et signifikansnivå setter kriterier til hypotesetesting for å kunne observere om det forekommer unormale bevegelser i aksjen. Dette for å kunne trekke statistisk signifikante konklusjoner.

I indre validitet er man opptatt av å eliminere annen støy som kan påvirke utvalget. Derfor har vi valgt et kort event-vindu og vært bevisst på andre påvirkningsfaktorer. En mulighet for å oppnå høyere validitet er å benytte seg av flere event-vinduer rundt annonseringsdatoen. Videre valgte vi å utelukke annonsering av midlertidig CEO for å fange opp den virkelige effekten på markedet. Dette gjør at vårt studie får høyest mulig indre validitet (Easterby-Smith, Thorpe og Lowe 1991). For å kunne maksimere indre validitet velger vi å dele populasjon i ulike utvalg. Dette for å påvise om det er kausal sammenheng mellom utvalgene og aksjekursen.

Indre validitet må være oppfylt for at ønske om ytre validitet skal være oppfylt. Det sentrale for ytre validitet er en generalisering fra utvalg til populasjon. Dette innebærer i hvilken grad utvalget er representativt for populasjonen.

En mulig trussel mot ytre validitet er størrelsen på bortfall i utvalget. I vårt studie har vi bortfall i utvalget knyttet til tilgjengeligheten på NewsWeb, hvor søkeordene i noen tilfeller ikke fanger opp alle børsmeldinger. Vi møter også på bortfall ved at Datastream ikke har data for selskaper som ikke lenger er børsnoterte. Noe av vårt bortfall skyldes også eventer som ble annonsert på en søndag samtidig som at selskapet ikke lenger var børsnotert.

4. Metode

I denne delen av oppgaven presenteres fremgangsmåten for vår statistiske analyse og metodevalget for undersøkelsen. Vi har valgt å gjennomføre en event-studie. Først beregnet vi den unormale avkastningen for hver enkelt event. Deretter ble den unormale avkastningen aggregert for hele utvalget. Videre testet vi om den gjennomsnittlige kumulative unormale avkastningen (CAR) er signifikant, med testobservatoren.

I første delkapittel 4.1 starter vi med å presentere forskningsdesignet til studiet vårt. Videre i delkapittel 4.2 presenteres rammeverket for event-studiet. Til slutt presenteres delkapittel 4.3 som omfatter analysemetoden for event-studiet. Her forklares modeller og tester som brukes for å beregne den kumulative unormale avkastningen.

4.1 Forskningsdesign

Forskningsdesignet bidrar til organisering av vårt forskningsprosjekt gjennom detaljert planlegging. Detaljene vil i dette tilfelle være fremgangsmåten for datainnsamling, valg av observasjonsområde og hvordan data skal analyseres. Disse aspektene er med på å gi svar på problemstillingen (Easterby-Smith, Thorpe og Lowe 1991).

Det finnes to type tilnærminger som brukes av forskere; deduktiv eller induktiv tilnærming. I vårt forskningsprosjekt har vi tatt utgangspunkt i deduktiv tilnærming også kalt for ekstensivt design. Denne tilnærmingen tar for seg eksisterende forskning på området og deretter utarbeides det hypoteser som skal testes. Neste steg vil være å analysere vårt data for å se om det gir grunnlag for å forkaste eller beholde nullhypotesen. Dersom nullhypotesene forkastes vil de signifikante testene bli brukt til å revidere eksisterende teori. Induktiv tilnærming derimot er det motsatte tilfellet, hvor man først samler inn data før man utvikler en teori basert på analysen av innsamlet data (Henriksen og Johansen 2011).

I følge Robson (2002) består deduktiv tilnærming av fem trinn:

1. *Utvikle* hypoteser med utgangspunkt i eksisterende teori og forskning.
2. *Utarbeide* hypotesene slik at de er testbare med variablene.
3. *Testing* av hypotesene med relevante metoder.
4. *Undersøke* om resultatet gir grunnlag for å forkaste eller beholde nullhypotesene.
5. *Modifisering* av eksisterende teori i forhold til resultatet.

Vår deduktive tilnærming inkluderer ulike variabler for å forklare markedsreaksjonen på topplederbytte. Dette er med på å forsterke reliabiliteten i vår forskning og derfor er det nødvendig å ha gode kvalifiserte data. Dermed har vi muligheten til å teste dataene statistisk ved bruk av ulike metoder. Vi har valgt å gjøre det slik:

1. *Utvikle* hypoteser, som skal fortelle oss mer om markedsreaksjonene ved topplederbytte.
2. *Utarbeide* hypoteser for å kunne undersøke markedsreaksjonen nærmere og med ytterlige årsaker. Vi har valgt å utarbeide variablene frivillig eller tvungen avgang, intern eller ekstern ansettelse, alder og kjønn. Disse variablene kan være med på å forklare sammenhengen mellom annonseringen av topplederbytte og aksjeavkastningen.
3. *Testing* av hypotesene ved hjelp av kvantitativ metode gjør at vi benytter oss av event-studiemetodikken. Vi beregner hver enkelte eventers kumulative unormale avkastning og aggregerer disse i ulike utvalgsgrupper.
4. *Undersøke* om event-studiet kan bekrefte eller avkrefte våre hypoteser.
5. *Modifisering* av våre resultater og om det sammenfaller med eksisterende teori.

4.2 Event-studier

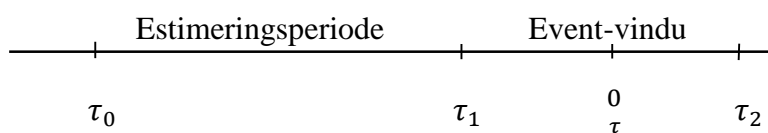
En event-studie blir betegnet som en statistisk metode. Ved bruk av finansielle data måler en event-studie effekten av en spesifikk hendelse på selskapets verdi. Den spesifikke hendelsen kan både være noe kontrollerbart og ikke-kontrollerbart for selskapet. En hendelse kan være påvirket av en ekstern eller intern årsak. Eksterne årsaker kan skyldes lovendring og makroøkonomiske nyheter, og interne årsaker kan være utbyttebetalinger eller et topplederbytte. En event-studie er en godt egnet analysemetode for å vurdere effektene av hendelser som blir annonsert i markedet, og hvordan markedsreaksjonen er på den spesifikke hendelsen (MacKinlay 1997).

For å gjennomføre analysemetoden måtte vi definere hvilken estimeringsperiode og event-vindu som var relevant for vår undersøkelse. Estimeringsperioden skal fange opp markedsreaksjonen til den spesifikke hendelsen, det vil si aksjens normale og forventende svingninger. Det er viktig at estimeringsperioden ikke overlapper eller er for nærme de spesifikke hendelsene.

I følge MacKinlay (1997) er det viktig med lengde på estimeringsperioden for å unngå estimeringsfeil. Han argumenterer for bruken av en lang estimeringsperiode som for eksempel et års kursutvikling. Derfor har vi valgt å bruke en estimeringsperiode på 250 dager for estimeringen av beta.

I motsetning til estimeringsperioden er event-vinduet betydelig mye kortere, og må ses i sammenheng med undersøkelsen. Dersom en event har en spesifikk dato, er det naturlig å ha et event-vindu større enn en dag. Dette gjør at eventen kan fange opp den unormale avkastning som oppstår rundt den spesifikke hendelsen. Vi har valgt å ha et event-vindu på $(-2, +2)$, som fanger opp effekten på topplederbyttet to dager før og to dager etter annonseringsdatoen. Dette for å ha et rent event-vindu med minst mulig støy, som kan fange om den faktiske effekten ved topplederbyttet. Det er viktig at intervallet på event-vinduet er langt nok til å kunne avdekke de kortsiktige kursendringene, som følge av topplederbyttet. Samtidig kan ikke vinduet være for stort da kursendringer kan skyldes andre hendelser. Dagene før eventen vil inkludere de normale svingningene på aksjekursen før annonseringen av topplederbyttet. Dagene etter eventen derimot skal være med på å fange opp markedsreaksjonen etter annonseringen av topplederbyttet (MacKinlay (1997)).

Figur 4.1: Tidslinje for event-studie



τ brukes for å beregne tidshorisonten til den unormale avkastningen i forhold til annonsering datoen.

- $\tau = 0$ er annonseringsdagen av topplederbytte.
- $\tau = \tau_1$ til τ_2 er event-vinduet før og etter annonseringen av topplederbytte.
- $\tau = \tau_0$ til τ_1 er estimeringsperiode før annonseringen av topplederbytte.

4.3 Analysemetode for et event-studie

For å analysere et event-studie starter man først med å måle den unormale avkastningen som deretter aggregeres. Videre bruker man verdien i testobservatoren. Det er nødvendig å måle den unormale avkastningen for å kunne fortelle om en event påvirker aksjeavkastningen eller ikke.

4.3.1 Markedsmodellen

Den mest hensiktsmessige modellen i følge tidligere forskning og litteratur om event-studier, er markedsmodellen. Modellen er en lineær og statistisk modell, hvor aksjens forventede avkastning avhenger av hvordan markedsporteføljen samvarierer.

For perioden τ kan aksjeavkastningen $R_{i\tau}$ uttrykkes som følger:

$$\begin{aligned} R_{i\tau} &= \alpha_i + \beta_i R_{m\tau} + \varepsilon_{i\tau} \\ E(\varepsilon_{i\tau}) &= 0 \\ \text{var}(\varepsilon_{i\tau}) &= \sigma_{\varepsilon_i}^2 \end{aligned} \tag{1}$$

Markedsmodellen inkluderer parameterne β_i og α_i , hvor første parameter viser aksjens samvariasjon til markedet. Parameter α_i måler den gjennomsnittlige avkastningen på aksjen, dersom markedsavkastningen i perioden var lik null. I vårt studie antar vi at den forventede verdien på α er lik null, fordi forutsetningene for et effisient marked er oppfylt.

Markedsavkastningen i perioden blir definert som $R_{m\tau}$, også kalt markedsindeks. Den unormale avkastningen ved eventen er gitt ved størrelsen på feilleddet ε . Dersom avkastningen er i likevekt er feilleddet lik null (MacKinlay 1997). Markedsmodellen gir mulighet til å utvikle mer avanserte og tilpassede modeller for beregning av avkastning.

4.3.2 Unormal avkastning

Den unormale avkastningen defineres som avviket mellom den observerte avkastningen og den forventende normalavkastningen. Ved å måle den unormale avkastningen kan man tolke hvordan en event påvirker aksjeprisen. Den estimerte unormale avkastningen finner vi ved å beregne estimatet $AR_{i\tau}$ i en gitt periode.

Ved omskriving av markedsmodellen blir estimert unormal avkastning definert som følgende:

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\beta}_i R_{m\tau} \quad (2)$$

Hvor:

$AR_{i\tau}$ = Unormal avkastning på aksjen i på dag τ

$R_{i\tau}$ = Forventet normalavkastning på aksjen i på dag τ

$\hat{\beta}_i$ = Forventet β på aksjen i på dag τ

$R_{m\tau}$ = Realisert markedsavkastning på dag τ

Vi har valgt å bruke formelen fra MacKinlay (1997) sine studier som utgangspunkt for estimering av β_i ved bruk av estimeringsperioden. I formelen benyttes minste kvadraters metode (OLS) for beregningen av parameteren β .

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (3)$$

For estimering av β har vi brukt ukentlig aksjeavkastning for å unngå aksjekurs lik null. Dette kan skyldes lav likviditet i selskapet og vil kunne gi utslag på beta estimeringen.

Først beregnes β for aksjens forventede normalavkastning for å undersøke om det foreligger unormal avkastning. Deretter beregnes den unormale avkastningen på aksjen. Videre settes de unormale avkastningene sammen på tvers av selskapene, gitt utvalgt kategori. Det er vesentlig å foreta en t-test for å undersøke om den unormale avkastningen er signifikant eller ikke (Henderson 1990).

4.3.3 Kumulativ unormal avkastning (CAR)

I første delen av prosessen skal vi legge sammen den unormale avkastningen fordelt gjennom dato og aksjer. Den kumulative unormale avkastningen til de ulike selskaper kan også aggregeres ved å summere flere hendelser. Denne prosessen kalles for den kumulative unormale avkastningen (CAR).

Uttrykket for den kumulative unormale avkastningen (CAR) er:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} \quad (4)$$

Likningen for gjennomsnittlig unormal avkastning er som følger:

$$\overline{CAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i \quad (5)$$

I likning (5) defineres den gjennomsnittlige kumulative unormale avkastningen for hver kategori. Dette gjøres ved å legge sammen de kumulative unormale avkastningene for alle event-vinduene i de valgte kategoriene som testes. Deretter finner vi gjennomsnittlig kumulativ unormal avkastning ved å multiplisere verdien med 1 dividert med antall eventer.

4.3.4 T-test for kumulativ unormal avkastning

I hypotesetesting er de kumulative unormale avkastningsverdiene sentrale for å avgjøre om man oppnår en signifikant unormal avkastning. I vårt tilfelle vil dette være om det oppstår unormal avkastning ved annonseringen av et topplederbytte. Vi tar i bruk en t-test for å kunne teste om hypotesen gir et statistisk signifikant resultat.

T-statistikken tester et enkelt utvalg mot nullhypotesen om gjennomsnittlig kumulativ unormal avkastning lik null, derfor er μ_0 lik 0. I et tilfelle hvor verdien er signifikant vil det være mulig å trekke en konklusjon om det eksisterer unormal avkastning.

Likningen for t-test for enkelt utvalg (Ubøe 2012):

$$t = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\frac{s}{\sqrt{n}}} \quad (6)$$

\bar{x} = gjennomsnittet til utvalget

μ_0 = estimerte μ

s = standardavvik

n = antall observasjoner

P-verdien angir sannsynligheten for at nullhypotesen stemmer. Ved noen tilfeller hvor nullhypotesen ikke stemmer, kan det likevel være mulighet til å ikke forkaste ved type II feil. Alt avhenger av hvilken signifikansnivå man bruker for å forkaste nullhypotesen. De vanligste signifikansnivåene man kan teste imot er 1%, 5% og 10%.

Videre ønsker vi å kunne undersøke om den unormale avkastningen ved en begivenhet kan knyttes opp mot ulike underkategorier. Vi har valgt å utføre t-test som tester type avgang mot type ansettelse. Videre utfører vi også t-tester som tester alder mot avgangstype og kjønn mot ansettelsestype. Derfor skal vi i tillegg til å ha en test som tester opp mot et enkelt utvalg, også teste for to ulike utvalgsgrupper. Testen vil gi en indikasjon på om de gjennomsnittlige verdiene for utvalgene er like, eller om de er signifikant forskjellig.

5. Resultat og Analyse

I dette kapitlet analyseres de empiriske resultatene. Resultatene er basert på våre hypoteser og presenteres i kategorier. Vi diskuterer om det eksisterer unormal avkastning ved et topplederbytte og hvilke effekter dette vil gi markedet. På bakgrunn av tidligere studier har vi utarbeidet hypoteser som vi ønsker å undersøke. Vi har valgt å benytte oss av ensidig test for å bekrefte eller avkrefte hypotesene. Den alternative hypotesen vil forklare om den gjennomsnittlige kumulative unormale avkastningen er signifikant forskjellig fra null.

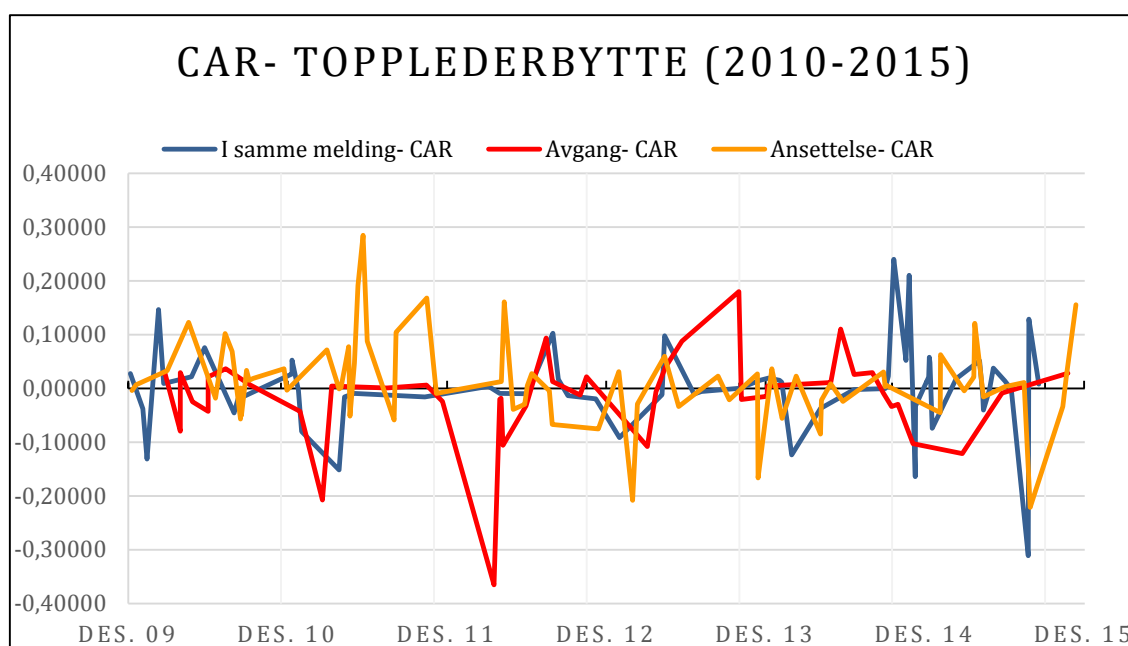
Vi har valgt å dele opp hypotesetestingen for å fange opp effekter ved ulike handlingshendelser. Dette for å få bedre innsikt i årsakssammenhengen mellom hovedkategoriene, underkategoriene og markedsreaksjonene dette vil gi.

Våre resultater diskuteres og analyseres med utgangspunkt i tidligere litteratur og forskning fra kapittel 2. I delkapittel 5.1 fremlegges først resultatene av alle eventene kategorisert og deretter samlet for hele utvalget. Videre i delkapittel 5.2 analyseres hovedkategorien avgang, og tilhørende underkategorier frivillig avgang, tvungen avgang og alder. Deretter vil delkapittel 5.3 inneholde hovedkategorien ansettelse, hvor vi har underkategoriene intern ansettelse, ekstern ansettelse og kjønn. I delkapittel 5.4 sammenligner vi hovedkategoriene avgang mot ansettelse. Avslutningsvis vil vi i delkapittel 5.5 ta for oss siste hovedkategori i samme melding.

5.1 Topplederbytte

Det er totalt 171 topplederbytter fra perioden 2010 til 2015 for 80 børsnoterte selskaper. Vi skal først presentere en oversikt over resultatene for de kumulative unormale avkastningene for hovedkategoriene. Deretter analyseres alle eventene i vårt utvalg samlet. I empirisk forskning som presentert i delkapittel 2.4 kommer det frem at effekten av et topplederbytte fremhever sentrale aktiviteter som selskapets presentasjon og ytelse. Furtado og Karan (1990) argumenter for at årsaker til endring i ledelse vil skape ulike oppfatninger og tolkninger.

Figur 5.1: Kumulativ unormal avkastning på topplederbytte



Tabell 5.1: Gjennomsnittlig kumulativ unormal avkastning (2010-2015)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Avgang	-0,0029	-0,0439	-0,0474	0,0284	-0,0009	-0,0339
Ansettelse	0,0202	0,0703	-0,0011	-0,0353	-0,0067	0,0064
I samme melding	0,0049	-0,0246	0,0101	-0,0007	0,0162	-0,0039

Markedet reagerer på en annonsering av en topplers avgang. Vi ser at det oppstår negativ kumulativ unormal avkastning i alle år utenom år 2013. I våre resultater har vi funnet få annonseringer av avgang fra perioden 2014 til 2015. Dette kan være fordi mange selskaper velger å annonsere en avgang og ansettelse samtidig.

En ansettelse av ny toppleder gir kombinerte reaksjoner i markedet. Annonsering av ansettelse fra perioden 2010 til og med 2011 heller mot positiv kumulativ unormal avkastning. Derimot leser vi av figuren at fra slutten av 2012 og utover 2014 oppstår det negativ kumulativ unormal avkastning. Gjennomsnittsverdien for år 2015 øker og blir positiv igjen.

Ved annonsering av topplederbytte i samme melding ser vi at markedet reagerer både positivt og negativt. Fra perioden 2010 til og med 2015 er det varierende intervaller mellom positiv og negativ markedsreaksjon. Tabell 5.1 samsvarer med studiet til Reinganum (1985) om at endring gir påvirkning til bedriftens ytelse på kortsikt. Vi kan se at det oppstår kumulativ unormal avkastning ved et topplederbytte for en avgang, ansettelse og i samme melding, da gjennomsnittsverdiene er forskjellig fra null.

I vårt studie fikk vi totalt 22 negative estimerte betaer. Disse verdiene kan være støy som påvirker utfallet til eventenes kumulative unormale avkastning. Derfor har vi valgt å utføre to tester for å se om den ene testen gir en bedre forklaring enn den andre. Den ene testen tar utgangspunkt i markedsmodellen og den andre tester direkte mot indeksen (OSEBX), $AR_{it} = R_{it} - R_{m\tau}$. Videre i vår analyse vil vi referere til Test I for markedsmodellen og Test II for direkte mot indeks. Dette gjelder for enkeltutvalg og for testene for to underkategorier.

Tabellen under er en t-test utført for å undersøke vår hovedhypotese. Testen skal bekrefte om det oppstår unormal avkastning ved annonsering av et topplederbytte.

Tabell 5.2 - Resultater fra annonsering av et topplederbytte.

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	0,18 %	0,13 %
Standardavvik	8,25 %	8,27 %
Antall observasjoner	171	171
n	0,28	0,20
T-statistikk	38,91 %	42,09 %
P-verdi		

I vår analyse kommer det frem at gjennomsnittsverdien til utvalget er på 0,18% for ukentlig estimert beta. Resultatet tyder på at et bytte av en toppleder øker aksjeavkastningen med 0,18% for hvert gjennomsnittlig bytte.

Derfor gir Test I svake, men positive markedsreaksjoner ved annonsering av et topplederbytte. I Test II får vi en lavere gjennomsnittsverdi på 0,13%. Resultatene stemmer med tidligere litteratur som tyder på positive markedsreaksjoner ved et topplederbytte (Dahya, Lonie og Power 1998; Kang og Shivdasani 1996; Setiawan 2008). Funnene stemmer ikke med studiet til Beatty og Zajac (1987) som finner negative markedsavkastninger for topplederbytte. På den andre siden ser vi at p-verdiene for begge testene er høye, som ikke gir forkastning av nullhypotesene. Dette samsvarer med Warner, Watts og Wruck (1988), som heller ikke fant noe bevis på unormal avkastning ved annonsering av et topplederbytte.

5.2 Avgang

I dette delkapittelet analyserer vi kategorien avgang, hvor vi tilsammen har 42 tilhørende hendelser i vårt datasett. Vi har undersøkt om det oppstår unormal avkastning ved annonsering av en toppleders avgang.

Tabell 5.3: Resultater fra annonsering av toppleders avgang.

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	-1,55 %	-1,39 %
Standardavvik	8,55 %	8,60 %
Antall observasjoner n	42	42
T-statistikk	-1,18	-1,04
P-verdi	12,27 %	15,13 %

Tabellen over er en t-test utført for å undersøke hypotesen vår ovenfor. I begge testene kommer det frem negativ gjennomsnittsverdi under -1 %. Dette gir signaler på at markedet reagerer negativt, dersom en annonseringsmelding kun gir informasjon om en toppleders avgang. Resultatene samsvarer med studiene til Dedman og Lin (2002). Vi kan ikke forkaste nullhypotesene da de ikke er signifikante. Funnene har likhetstrekk med Cools og Van Praag (2007), som konkluderte at den unormale avkastningen ikke var signifikant for en toppleders avgang.

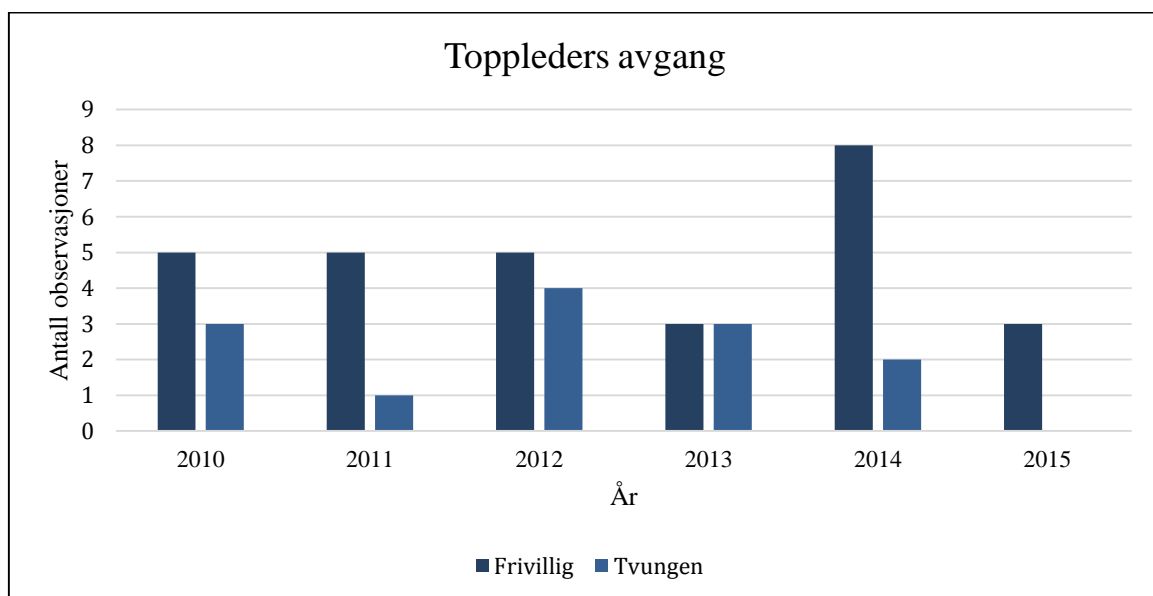
Dersom vi ser på p-verdien i Test I indikerer det en 87,7% sannsynlighet for at nullhypotesen ikke stemmer. Dette tyder på at det i gjennomsnitt kan oppstå negativ unormal avkastning ved en topleders avgang.

Datasettet viser at en topleders avgang skyldes av flere årsaker. De årsakene vi fant i vårt studie var ny jobbmulighet, uenigheter med styre, selskaps prestasjon, pensjon og sykdom.¹ Mesteparten av disse var ny jobbmulighet, pensjon og uenigheter i styret. Dette stemmer med Furtado og Rozeff (1987), som presenterer årsakene pensjon, dødsfall, frivillig og tvungen avgang. Det kommer også frem at den vanligste årsaken til avgang er pensjon (Warner, Watts og Wruck 1988). Dette stemmer med våre funn med utgangspunkt i vårt datasett.

5.2.1 Frivillig versus tvungen avgang

I denne delen skal vi analysere markedets reaksjoner mellom to avgangstyper; frivillig og tvungen avgang. Figuren nedenfor viser en oversikt over antall observasjoner på en topleders avgang fordelt gjennom årene 2010 - 2015.

Figur 5.2: Toppleders avgang i perioden 2010 – 2015



¹ Se vedlegg kapittel 8.2

I figuren kommer det frem at selskaper oftere velger å annonsere avgangstypen frivillig avgang. Til tross for forskjell i antall frivillig og tvungen avgang, kan det i noen tilfeller være et utslag av rene tilfeldigheter som for eksempel i årene 2010, 2012 og 2013. Vi ser en økning i antall frivillige avganger i år 2014. Videre ser vi at tvungen avgang er avtagende etter år 2012, dette samsvarer ikke med Huson, Parrino og Starks (2001), som finner at andel av tvungen avgang er økende over tid.

Vi synes det har vært en utfordring å finne årsaken til en avgang. En mulig forklaring til dette kan være at selskaper sjeldent kunngjør den egentlige årsaken bak en avgang (Kang og Shivdasani 1996; Warner, Watts og Wruck 1988; Weisbach 1988). Vi valgte å følge forutsetningene gitt i underkapittelet 3.3.2 for å identifisere hvilke type avgang våre eventer tilhørte. I vårt studie finner vi at tvungen avgang ofte kommer av uenigheter mellom styret og toppleder angående strategi.

Hypotesetestene nedenfor viser resultatene for annonsering av frivillig og tvungen avgang. Her undersøkte vi om det oppstod forskjell i unormal avkastning mellom avgangstypene.

Tabell 5.4: Frivillig avgang versus tvungen avgang

T-test: To utvalg med antall ulike varianser	TEST I Markedsmodellen		TEST II Direkte mot indeks	
	CAR- Frivillig	CAR- Tvungen	CAR- Frivillig	CAR- Tvungen
Gjennomsnitt	-1,55 %	-1,48 %	-0,93 %	-2,39 %
Antall observasjoner n	29	13	29	13
T-stat	-4,95 %		57,59 %	
P(T<=t) ensidig	48,04 %		28,44 %	
T-kritisk, ensidig	1,6860		1,6939	

Test I viser at frivillig avgang gir en negativ gjennomsnittsverdi på -1,55%, som er lavere enn tvungen avgang på -1,48%. Dette betyr at markedet reagerer mer negativt for en frivillig avgang. Forskjellen mellom underkategoriene er små, men forteller at markedet reagerer negativt på begge typer avganger. Dette kan delvis ses i sammenheng med studiet til Neumann og Voetmann (2005) som får at markedet reagerer negativt ved en frivillig avgang.

Derimot ser vi at våre resultater strider med flertallet av eksisterende litteratur da de finner positive aksjeavkastninger ved avgang (Furtado og Rozeff 1987; Kang og Shivdasani 1996; Setiawan 2008). Den høye p-verdien forteller at effekten mellom frivillig og tvungen avgang er så svak at vi ikke kan forkaste nullhypotesen om at de er like.

Test II gir sammenfallende konklusjoner som Test I. Forskjellen er at gjennomsnittsverdien for tvungen avgang er mye lavere enn for frivillig avgang. Denne testen sier at ved en tvungen avgang reagerer markedet negativt med nesten tre ganger så mye, sammenliknet med en frivillig avgang. Dette kan ses i sammenheng med det britiske aksjemarkedet hvor Dedman og Lin (2002) også finner at det forekommer negative reaksjoner i markedet både for en frivillig og tvungen avgang, særlig for sistnevnte.

Vi ser at både frivillig og tvungen avgang har en negativ markedsreaksjon for begge testene. Resultatene viser høye p-verdier som forteller at testene i seg selv gir ingen signifikant forklaring på det som faktisk testes.

5.2.2 Alder

Alder som forklaringsvariabel er en av de vanligste årsakene til en toppleders avgang. I vårt studie fant vi ingen tvungen avgang over alderen 60 år, dette samsvarer med Farrell og Whidbee (2002) om at en konsernsjef som er fylt 60 år mest sannsynlig har en frivillig avgang. I studiet vårt ser vi at årsaken til frivillige avganger over 60 år skyldes pensjon.² Hvorvidt en pensjonspakke skyldes forhandlinger i retning av frivillig eller tvungen avgang er vanskelig å avgjøre. I samsvar med Denis og Denis (1995) finner forfatterne at den vanligste årsaken til tvungen avgang er pensjon.

Ut i fra resultatene på annonsering av tvungen avgang ser vi at gjennomsnittsalderen på avgående toppledere er på 54 år. I henhold til teorien kommer det frem at variabelen alder kan være med på å sannsynliggjøre en tvungen avgang (Farrell og Whidbee 2003). Derfor valgte vi å undersøke om vår gjennomsnittsalder kunne gi en beskrivende statistikk på tvungede avganger. Totalt var det 13 eventer knyttet til tvungen avgang.

² Se vedlegg kapittel 8.3

Vi har valgt å studere underkategorien tvungen avgang, og valgt å undersøke om det oppstår forskjell i unormal avkastning dersom toppledere er under 54 år og over 54 år.

Tabell 5.5: Avgang under 54 år versus over 54år

T-test: To utvalg med antall ulike varianser	TEST I Markedsmodellen		TEST II Direkte mot indeks	
	CAR- Under 54år	CAR- Over 54 år	CAR- Under 54 år	CAR- Over 54 år
Gjennomsnitt	-0,63 %	-2,20 %	-2,38 %	-2,41 %
Antall observasjoner n	6	7	6	7
T-stat	0,52		0,01	
P(T<=t) ensidig	30,82 %		49,66 %	
T-kritisk, ensidig	1,81		1,81	

Ut i fra tabellen ovenfor ser vi at antall observasjoner under 54 år tilsvarer 6 eventer og over 54 år tilsvarer 7 eventer. Dette betyr at det er flere tvungede avganger på en alder over 54 år, men på grunn av få antall eventer i utvalgsgruppen er det ikke mulig å trekke noen klare konklusjoner. Alder er i mange situasjoner ikke en god nok forklaringsvariabel. En mulig årsak kan være at andre indikatorer er med på å påvirke tvungen avgang som for eksempel dårlig prestasjon fra toppledere (Adams og Mansi 2009; Rhim, Peluchette og Song 2006).

I samsvar med våre tidligere tester gir en tvungen avgang negativ avkastning. Det er interessant å se at gjennomsnittsverdien for utvalget over 54 år er betydelig mye lavere enn for utvalget under 54 år. Markedet reagerer da mer negativt på tvungen avgang dersom avgående toppledere er over 54 år. Den gjennomsnittlige kumulative unormale avkastningen indikerer at det oppstår mindre unormal avkastning dersom topplederne er under 54 år. Test II gir sammenfallende resultater. Testene viser høye p-verdier og indikerer at det ikke er signifikant forskjell mellom aldersgruppene. Likevel ser vi at det er større reaksjon for aldersgruppen over 54 år.

5.3 Ansettelse

Vi har valgt å utføre en tilsvarende analyse som annonsering av avgang for annonseringen av ansettelse. I vårt datasett har vi 69 ulike eventer forbundet med en toppleders ansettelse.

Tabell 5.6: Resultater fra annonsering av toppleders ansettelse

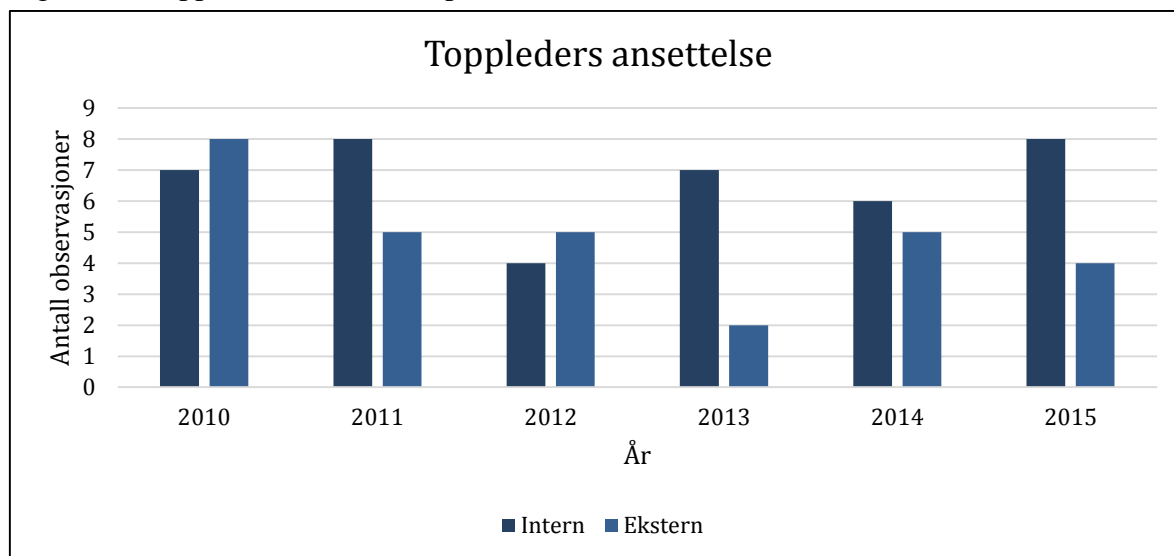
	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	1,29 %	1,36 %
Standardavvik	8,06 %	8,18 %
Antall observasjoner n	69	69
T-statistikk	1,33	1,38
P-verdi	9,36 %	8,59 %

Sammenliknet med testene av en toppleders avgang ser vi fra tabellen at en toppleders ansettelse gir positive reaksjoner i markedet. Gjennomsnittsverdiene er positive, som vil si at ved annonsering av ansettelse gis det en økning i kumulativ unormal avkastning. En ansettelse vil gi en økning i aksjeavkastningen med ca. 1,3% per gjennomsnittlig ansettelse. Dette samsvarer med Reinganum (1985) som gir støtte for positive markedsreaksjoner ved et topplederbytte i form av ansettelse. I følge Shen og Cannella (2003) kommer det frem at den nye topplederen er med på å påvirke selskapets fremtidige prestasjoner. Dette viser at ansettelsen av ny toppleder er av stor betydning for markedet og selskapet. Et signifikansnivå på 10% gir forkastning av nullhypotesene i begge testene. Tallene tyder på at ansettelse gir signifikant gjennomsnittlig positiv markedsreaksjon.

5.3.1 Intern versus ekstern ansettelse

Videre i analysen for toppleders ansettelse har vi valgt å se på markedseffekten av en intern versus en ekstern ansettelse. I likhet med en toppleders avgang har vi hatt vanskeligheter med å skille mellom intern og ekstern ansettelse. Våre forutsetninger for skillet mellom type ansettelsesbakgrunn er nærmere beskrevet under underkapittelet 3.3.3.

Figur 5.3: Toppleders ansettelse i perioden 2010-2015



Vi ser at det er en jevn sammenheng mellom intern og ekstern ansettelse, men at det er vanlig for bedrifter å ansette en intern topplerer fremfor ekstern. En av mange årsaker til at intern ansettelse blir mer foretrukket er på grunn av belønningssystemer (Lazear og Rosen 1981). Empirisk forskning viser at interne ansettelser kan bidra til å bevise kvalitet og validitet for selskapets investeringspolitikk, dette kan være en mulig forklaring på at vi har flere interne ansettelser (Furtado og Rozeff 1987). Figuren viser at andel eksterne ansettelser ved noen tilfeller er nesten like stor som andelen interne ansettelser. Dette kan ses i sammenheng med at eksterne ansettelser gir en mer signifikant utvikling for aksjeprisen (Adams og Mansi 2009; Reinganum 1985).

Vi har undersøkt om annonsering av topplerers ansettelse fører til unormal avkastning mellom intern og ekstern ansettelse.

Tabell 5.7: Intern ansettelse versus ekstern ansettelse

T-test: To utvalg med antall ulike varianser	TEST I Markedsmodellen		TEST II Direkte mot indeks	
	CAR – Intern	CAR – Ekstern	CAR – Intern	CAR – Ekstern
Gjennomsnitt	0,80 %	1,97 %	1,22 %	1,56 %
Antall observasjoner n	40	29	40	29
T-stat	-61,93 %		-18,35 %	
P(T<=t) ensidig	26,89 %		42,75 %	
T-kritisk, ensidig	1,67		1,67	

Fra begge testene ser vi at gjennomsnittsverdien for en ekstern ansettelse er høyere enn ved intern ansettelse. Vi forutsetter at antall eksterne observasjonene ikke har en innvirkning på antall interne observasjoner. Dette tyder på at markedet reagerer mer positivt til en ekstern etterfølger. Tidligere forskning har funnet resultater på at markedet reagerer positivt til både en intern og ekstern etterfølger (Adams og Mansi 2009; Furtado og Rozeff 1987). Særlig for den eksterne ansettelsen finner Adams og Mansi (2009) og Reinganum (1985) at den positive avkastningen er mer signifikant. Dette stemmer med våre gjennomsnittlige unormale kumulative avkastninger som peker i retning av positiv markedsreaksjon. Vi får også delvis støtte fra Shen og Cannella (2003) for positive markedsreaksjoner ved en ekstern ansettelse.

I Test I finner vi positiv gjennomsnittsverdi for ekstern ansettelse, som for eksempel er nesten dobbel så stor som for intern ansettelse. Likevel kan vi ikke forkaste nullhypotesene fordi p-verdiene er høye.

5.3.2 Kjønn og unormal avkastning

I dette underkapittelet ønsker vi å bruke forklaringsvariabelen kjønn, for å forklare hvilke effekter dette har på markedet. I første omgang valgte vi å teste markedsreaksjoner på ansettelsen av en kvinnelig toppleder. Deretter gjennomførte vi en tilsvarende test for å se i hvilken grad ansettelsen av mannlige toppledere kan påvirke markedet. Til slutt testet vi ansettelse av kvinnelige toppledere mot mannlige toppledere. Dette for å se om det oppstår signifikante forskjeller på ansettelse av ulikt kjønn. Det er totalt fem selskaper som har valgt å ansette en kvinnelig toppleder. Resultatene peker i retning av positiv unormal avkastning, og kan ses i sammenheng med studiet til Krishnan og Parsons (2008).

Tabell 5.8: Resultater fra ansettelser av kvinnelig og mannlige toppledere

	TEST I Markeds- modellen Kvinner	TEST II Direkte mot indeks Kvinner	TEST I Markeds- modellen Menn	TEST II Direkte mot indeks Menn
Gjennomsnitt	5,93 %	2,58 %	0,93 %	1,26 %
Standardavvik	9,82 %	5,89 %	7,87 %	8,39 %
Antall observasjoner n	5	5	64	64
T-statistikk	1,35	0,98	0,99	1,21
P-verdi	12,41 %	19,11%	18,83 %	13,27 %

Resultatet viser få representative ansettelses av kvinnelige toppledere. Dette gjør at resultatene vi får her ikke har like høy validitet sammenliknet med de andre. Markedet har en positiv avkastning for en annonsering av en kvinnelig toppleder. Dette samsvarer med studiene til Gondhalekar og Dalmia (2007) som finner svake, men også positive reaksjoner i form av unormal avkastning.

Test I gir oss et resultat med positive markedsreaksjoner på 5,93%. Tilsvarende gir Test II en noe lavere gjennomsnittsverdi på 2,58%. P-verdiene for begge testene gir et tall høyere enn 10%, dermed kan vi ikke forkaste nullhypotesene. Våre observasjoner gir grunnlag til å kunne bekrefte studiene til Wolfers (2006) og Martin, Nishikawa og Williams (2009), som ikke finner noen signifikante forskjeller i aksjeavkastningen ved annonseringen av en kvinnelig toppleder. Ved et signifikansnivå på 12,4% derimot kan vi forkaste nullhypotesen for Test I, som indikerer på at hypotesen ikke stemmer med 87,6% sannsynlighet.

Ansettelsen av en mannlig toppleder gir positiv gjennomsnittsverdi i form av økt kumulativ unormal avkastning. Verdiene er delvis lavere sammenliknet med verdiene for en kvinnelig ansettelse. Dette strider med Gondhalekar og Dalmia (2007) som kommer frem til at en annonsering av en mannlig toppleder gav ingen respons i markedet. Tilsvarende som testen for kvinner ser vi at nullhypotesen ikke stemmer med 86,7% for testen direkte mot indeks.

5.3.3 Kvinnelig toppledere versus mannlig toppledere

Denne testen er noe spesiell, da vi ser at det er stort spenn mellom antall observasjoner. I vårt datasett utgjør menn den største andelen, og kvinner utgjør en minimal andel. Likevel ser vi at tesene viser positive markedsreaksjoner for begge kjønn.

Tabell 5.9: Resultater fra kvinnelig versus mannlig toppleder ansettelses

T-test: To utvalg med antall ulike varianser	TEST I Markedsmodellen		TEST II Direkte mot indeks	
	CAR-Kvinner	CAR-Menn	CAR-Kvinner	CAR-Menn
Gjennomsnitt	5,93 %	0,93 %	2,58 %	1,26 %
Antall observasjoner n	5	64	5	64
T-stat	1,11		0,46	
P(T<=t) ensidig	16,44 %		33,07 %	
T-kritisk, ensidig	2,13		2,02	

Det er oppsiktsvekkende å se at markedet reagerer mer positivt ved en ansettelse av en kvinnelig toppleder enn en mannlig toppleder. Vi ser at i begge testene forkaster man ikke nullhypotesene fordi p-verdiene er høye. Dette betyr at det ikke er signifikant forskjell i ansettelsen av toppleder med hensyn til kjønn. I Test I er p-verdien nesten dobbelt så lav som Test II. Dette indikerer at nullhypotesen er svak med 83,5% sannsynlighet for at den ikke stemmer. Ved et slikt tilfelle vil det kunne oppstå signifikant forskjell på unormal avkastning mellom kjønn hvor det er større reaksjoner for kvinnelige toppledere.

5.4. Sammenlikning av avgang og ansettelser

I denne analysen ser vi på kategoriene avgang og ansettelse og de ulike type topplederbyttene. Testene undersøker om det oppstår signifikant forskjell når man måler kategoriene opp mot hverandre.

Tabell 5.10: Resultat fra annonsering av avgang og ansettelse

T-test: To utvalg med antall ulike varianser	TEST I Markedsmodellen		TEST II Direkte mot indeks	
	CAR- Avgang	CAR- Ansettelse	CAR- Avgang	CAR- Ansettelse
Gjennomsnitt	-1,55 %	1,29 %	-1,38 %	1,36 %
Antall observasjoner n	42	69	42	69
T-stat	-1,74		-1,66	
P(T<=t) ensidig	4,29 %		5,02 %	
T-kritisk, ensidig	1,66		1,66	

Ut i fra resultatene ser vi at markedet reagerer ulikt på disse topplederbyttene. I likhet med tidligere resultater ser vi at avgang gir en negativ reaksjon i markedet. Tilsvarende gir ansettelse en positiv reaksjon. Resultatene i begge testene gir signifikante p-verdier på 5% forkastningsnivå. Vi kan dermed si at markedsreaksjonene på en toppleders avgang er signifikant forskjellig fra en toppleders ansettelse. Testene for avgang og ansettelse hver for seg derimot, gir kun signifikant resultat for ansettelse. Dette indikerer at dersom vi tester utvalgsgruppene mot hverandre og observerer om de er forskjellige, finner vi interessante funn. Dette styrker våre analyser fra foregående tester.

5.5 I samme melding

Siste kategori av utvalget vårt er annonsering av toppleders avgang og ansettelse i samme melding, som er på 60 eventer. I vårt studie er det tilsammen 43 selskaper som presenterer en toppleders avgang med en informasjon om ansettelse av en ny toppleder. I henhold til teorien er dette for å signalisere at selskapet har et godt styre med en plan for å minimere overraskelsesmomentet i markedet (Larcker og Tayan 2012). Vi ser at av de 80 børsnoterte selskapene velger 43 selskaper å bruke denne type annonseringen.

Det var interessant å teste om det oppstår unormal avkastning dersom annonsering av avgang og ansettelse kommer i samme melding.

Tabell 5.11: Resultater fra annonsering i samme melding

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	0,11 %	-0,23 %
Standardavvik	8,18 %	8,06 %
Antall observasjoner n	60	60
T-statistikk	0,10	-0,23
P-verdi	45,94 %	41,12 %

Test I viser at annonsering av avgang og ansettelse samtidig gir oss en øking i gjennomsnittlig kumulativ unormal avkastning på 0,11% per annonseringsmelding. Selv om gjennomsnittet er svakt peker det mot positiv markedsreaksjon ved annonsering av en avgang og ansettelse som skjer samtidig. Dette stemmer med delkapittel 2.4 som sier at selskaper som annonserer avgang og ansettelse i samme melding gir en lavere signaleffekt i markedet. P-verdien er høy, og dermed kan vi ikke forkaste nullhypotesen.

I Test II fikk vi et negativt gjennomsnitt på -0,23%. Det tilsvarer en reduksjon i den kumulative unormale avkastningen per annonseringsmelding. For begge testene er det stor forskjell mellom gjennomsnittsverdiene og reaksjonene på markedet. Videre ser vi også at testene har tilsvarende like p-verdier til tross for stor forskjell i gjennomsnittsverdiene. Vi kan heller ikke forkaste nullhypotesen for denne testen. I følge Dedman and Lin (2002) sier de at det forekommer ingen signifikant markedsreaksjoner, noe som samsvarer med våre resultater.

Testene oppsummert kan ses i sammenheng med studiet til Dedman og Lin (2002) og Larcker og Tayan (2012), som sier at en reaksjon i markedet for en annonsering av avgang er større dersom etterfølgeren ikke blir presentert. Dette kan være fordi det knyttes usikkerhet og støy, som kan ha større innvirkning på aksjekursen ved mangel eller forventninger til informasjon om etterfølgeren.

5.5.1 Frivillig avgang versus intern og ekstern ansettelse

I dette underkapittelet har vi valgt å utføre en test basert på utvalgte underkategorier. Vi har valgt å dele underkategoriene slik at vi kan kombinere ulike effekter av å se på frivillig og tvungen avgang mot intern og ekstern ansettelse. I første omgang testet vi om det oppstår unormal avkastning for intern ansettelse som følge av frivillig avgang. Deretter testet vi om det oppstår unormal avkastning for ekstern ansettelse som følge av frivillig avgang

Tabell 5.12: Underkategoriene; frivillig avgang og intern ansettelse

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	-1,83 %	-1,72 %
Standardavvik	8,41 %	8,45 %
Antall observasjoner n	21	21
T-statistikk	-0,99	-0,94
P-verdi	16,53 %	18,04 %

Testene viser en negativ markedsreaksjon ved intern ansettelse etter frivillig avgang. Dette strider med studiet til Setiawan (2008). Studiet gir ikke støtte for vårt resultatet da han konkluderer med at frivillig avgang og annonsering av intern ansettelse fører til at markedet reagerer positivt. Vi må beholde nullhypotesene siden p-verdiene er høyere enn signifikansnivået på 10%. Dersom det diskuteres mot et høyere signifikansnivå kan vi se at det er mulighet for å forkaste nullhypotesen, da sannsynligheten for at nullhypotesen ikke stemmer fortsatt er noe høyt.

Tabell 5.13: Underkategoriene; frivillig avgang og ekstern ansettelse

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	-0,09 %	-1,25 %
Standardavvik	6,14 %	6,78 %
Antall observasjoner n	19	19
T-statistikk	-0,06	-0,80
P-verdi	47,38 %	21,68 %

Det kommer frem at gjennomsnittsverdien for begge testene er negative. Funnene stemmer med studiet til Setiawan (2008). Dette indikerer at markedet reagerer negativt på en annonseringsmelding der ekstern ansettelse kommer etter frivillig avgang. Testene gir ikke støtte for nullhypotesene og vi kan derfor ikke trekke i retning av signifikant resultat.

5.5.2 Tvungen avgang versus intern og ekstern ansettelse

I denne delen undersøkte vi om det oppstår unormal avkastning ved annonsering av intern og ekstern ansettelse, som følge av tvungen avgang. Først analyserte vi i forhold til intern ansettelse som følge av tvungen avgang, og deretter for ekstern ansettelse.

Tabell 5.14: Underkategoriene; tvungen avgang og intern ansettelse

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	1,35 %	1,40 %
Standardavvik	8,97 %	8,16 %
Antall observasjoner n	12	12
T-statistikk	0,5194	0,5947
P-verdi	30,69 %	28,20 %

I motsetning til frivillig avgang gir tvungen avgang positiv reaksjon i markedet. Dersom intern ansettelse kommer etter tvungen avgang får markedet en økning på ca. 1,40% i avkastningen for hver gjennomsnittlig ansettelse. Dette gjelder for begge testene. P-verdiene for testene er likevel høye som ikke gir grunnlag til forkastning av nullhypotesene.

Tabell 5.15: Underkategoriene; tvungen avgang og ekstern ansettelse

	TEST I Markedsmodellen	TEST II Direkte mot indeks
Gjennomsnitt	3,82 %	3,63 %
Standardavvik	10,43 %	9,45 %
Antall observasjoner n	8	8
T-statistikk	1,0363	1,0855
P-verdi	16,73 %	15,68 %

Vi ser at gjennomsnittsverdiene på ekstern ansettelse som følge av tvungen avgang er positiv. Dette har likhetstrekk med empirisk teori som diskuterer at tvungen avgang og ekstern ansettelse gir høyere reaksjon i markedet, sammenliknet med frivillig avgang og intern ansettelse. Selv om markedet reagerer positivt gir p-verdiene ikke grunnlag for å forkaste nullhypotesene. Sammenligner vi begge testene med hverandre ser vi at det er små forskjeller, og i begge testene beholdes nullhypotesene. Testene viser likevel at det er ca. 83% sannsynlighet for at nullhypotesene ikke stemmer. I vårt tilfelle stemmer dette delvis med Setiawan (2008), da han finner at markedsreaksjonene er noe blandet.

6. Konklusjon

Vår analyse viser en negativ markedsreaksjon knyttet til toppleders avgang, men avkastningen er ikke statistisk signifikant forskjellig fra null. En mulig forklaring kan være at reaksjonen på avgang er større dersom etterfølgeren ikke blir presentert, som skyldes usikkerhet og støy i selskapet. Det gis ingen statistiske signifikante forskjeller på forholdet mellom tvungen og frivillig avgang. Aksjeavkastningen reduseres for begge avgangs-typene. Dersom en toppleder er over 54 år med tvungen avgang finner vi at det gir en høyere negativ markedsreaksjon.

Ved ansettelse av toppledere finner vi at det fremkommer positiv signifikant unormal kumulativ avkastning. Aksjemarkedet reagerer positivt uavhengig av ansettelsesbakgrunn, selv om intern og ekstern ansettelse ikke er signifikant forskjellig fra hverandre. Vi finner at det er særlig positivt for ekstern ansettelse. Resultatet forteller at det ikke er signifikant forskjell i ansettelsen av toppleder med hensyn til kjønn. Likevel viser analysen at markedet reagerer betydelig mer positivt ved en ansettelse av en kvinnelig toppleder enn en mannlig toppleder.

Selskaper som velger å annonsere avgang og ansettelse i samme melding minimerer signaleffekten i aksjemarkedet. Ved dette tilfellet gir det ingen signifikant gjennomsnittlig kumulativ unormal avkastning. En toppleder med frivillig avgang etterfulgt av en intern eller ekstern ansettelse vil gi negative reaksjoner i markedet. Dersom en tvungen avgang etterfølges av en intern eller ekstern ansettelse vil det derimot gi positive markedsreaksjoner. Dette viser at markedet er mer positiv til en ansettelse som følge av en tvungen avgang sammenliknet med en frivillig avgang.

I analysen kommer det frem at underkategoriene avgang mot ansettelse gir signifikante, men forskjellige unormale avkastninger. Dette er et veldig interessant funn og forteller at testene hver for seg og sammen gir ulike resultater. Testen for toppleders avgang gav ingen signifikant resultat i motsetning til testen for toppleders ansettelse som var signifikant.

Markedet reagerer ulikt på topplederbytter avhengig av hvilken type kategori. Flertallet av testene i vårt studie gir ikke statistiske signifikante resultater. Likevel kan vi konkludere at det eksisterer både positive og negative gjennomsnittlige kumulative unormale avkastninger ved annonsering av et topplederbytte.

Det er optimalt for et selskap å annonsere avgang og ansettelse i samme melding. Vi finner at effekten av et topplederbytte i markedet også avhenger av de ulike underkategoriene. I vårt event-studie finner vi at variablene frivillig- og tvungen avgang, alder, intern- og ekstern ansettelse og kjønn er med på å forsterke eller forminske markedets reaksjoner på topplederbytter.

For å gi forslag til videre studie har vi valgt å avdekke ulike svakheter ved vårt studie, som kan brukes til videre forskning. Vi ser at vårt datasett har få observasjoner da topplederbytte ikke er en hendelse som skjer ofte i et selskap. Ved å ha et lengre tidsintervall kunne vi ha hatt flere observasjoner og dermed også flere kvinnelige representanter. Derfor vil vi anbefale et lengere tidsintervall for å kunne fange opp flere eventer.

Vi finner også bortfall av datamateriale på mange av selskapene, da det ikke er tilstrekkelig informasjon tilgjengelig. Det var noe bortfall av datamateriale fra Datastream i form av manglende aksjekurs for eventene. Til videre forskning vil vi anbefale å være oppmerksom på survivorship bias ved datainnsamling fra Datastream.

En svakhet i studiet vårt kan være at vi ikke har inkludert variablene selskapsstørrelse og antall ansatte. Andre variabler vi har valgt å utelukke er leder-stil, -utdanning og -erfaring. I litteraturen er dette variabler som har effekt på den unormale avkastningen, som følge av et topplederbytte. Årsaken til at disse ikke ble tatt med var utilgjengelig datagrunnlag. Tidligere forskning gir støtte for sammenhengen mellom ekstern og intern ansettelse i forhold til selskapsstørrelse.

Anbefaling til videre studier vil være å ta hensyn til momentene ovenfor, for å oppnå et mer robust studie med få usikkerhetsmomenter. Derfor ønsker vi avslutningsvis å oppsummere områder med forbedringspotensialer. For fremtidige studier av fenomenet topplederbytte bør man benytte seg av et større tidsintervall for å få flere eventer. Et alternativ kan også være å forbedre underkategoriene knyttet til topplederbytte. Ved å inkludere variabelen selskapsstørrelse vil man også kunne få interessante funn, som gir en mer forklarende beskrivelse av fenomenet.

7. Litteraturliste

- Adams, John C. og Sattar A. Mansi. 2009. "CEO turnover and bondholder wealth." *Journal of Banking and Finance* 33 (3): 522-533. doi: 10.1016/j.jbankfin.2008.09.005.
- Andersen, Jon Aarum. 2011. "Ledelsesteorier : om ledelse skal lede til noe." I *Kap. 16.4, s. 251-252*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Avotie, Leena. 2002. "Ledelse: Et mannlig territorium?. I: A. Skogstad & S. Einarsen, red. Ledelse på godt og vondt." I *Kap.10 s.213-216*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Beatty, Randolph P. og Edward J. Zajac. 1987. "Ceo change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects." *Strategic Management Journal* 8 (4): 305-317. doi: 10.1002/smj.4250080402.
- Bonnier, Karl-Adam og Robert F. Bruner. 1989. "An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms." *Journal of Accounting and Economics* 11 (1): 95-106. doi: 10.1016/0165-4101(89)90015-3.
- Clayton, Matthew J, Jay C Hartzel og Joshua V Rosenberg. 2000. "The impact of CEO turnover on equity volatility." *NYU Working Paper* (FIN-00-002).
- Cools, Kees og Mirjam C. Van Praag. 2007. "The value relevance of top executive departures: Evidence from the Netherlands." *Journal of Corporate Finance* 13 (5): 721-742. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2007.04.012.
- Dahya, Jay, A. Alasdair Lonie og David M. Power. 1998. "Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change: An Analysis of UK Firms." *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (9 - 10): 1089-1118. doi: 10.1111/1468-5957.00228.
- Dahya, Jay og John J. McConnell. 2005. "Outside directors and corporate board decisions." *Journal of Corporate Finance* 11 (1): 37-60. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2003.10.001.
- Dedman, Elisabeth og Stephen W. J. Lin. 2002. "Shareholder wealth effects of CEO departures: evidence from the UK." *Journal of Corporate Finance* 8 (1): 81-104. doi: 10.1016/S0929-1199(01)00027-X.
- Denis, David J. og Diane K. Denis. 1995. "Performance Changes Following Top Management Dismissals." *Journal of Finance* 50 (4): 1029-1057. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb04049.x.
- Eagly, Alice H, Mona G Makhijani og Bruce G Klonsky. 1992. "Gender and the evaluation of leaders: A meta-analysis." *Psychological bulletin* 111 (1): 3-22.
- Easterby-Smith, Mark, Richard Thorpe og Andy Lowe. 1991. "Management Research: An introduction." I *Kap. 6, s. 116-119*. United Kingdom: Sage.

- Engel, Ellen, Rachel M. Hayes og Xue Wang. 2003. "CEO turnover and properties of accounting information." *Journal of Accounting and Economics* 36 (1): 197-226. doi: 10.1016/j.jacceco.2003.08.001.
- Ernst & Young. 1997. "Measures That Matter Boston: Ernst & Young LLP." Hentet 03.02.2016. [http://valuementors.com/pdf/Measures that Matter.pdf](http://valuementors.com/pdf/Measures%20that%20Matter.pdf).
- Farrell, Kathleen A. og David A. Whidbee. 2003. "Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions." *Journal of Accounting and Economics* 36 (1): 165-196. doi: 10.1016/j.jacceco.2003.09.001.
- Farrell, Kathleen A. og David A. Whidbee. 2002. "Monitoring by the financial press and forced CEO turnover." *Journal of Banking and Finance* 26 (12): 2249-2276. doi: 10.1016/S0378-4266(01)00183-2.
- Finkelstein, Sydney. 1992. "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation." *Academy of Management Journal* 35 (3): 505-538.
- Furtado, Eugene P. H og Vijay Karan. 1990. "Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence." *Financial management*: 60-75.
- Furtado, Eugene P. H. og Michael S. Rozeff. 1987. "The wealth effects of company initiated management changes." *Journal of Financial Economics* 18 (1): 147-160. doi: 10.1016/0304-405X(87)90065-1.
- Gondhalekar, Vijay og Sonia Dalmia. 2007. "Examining the Stock Market Response: A Comparison of Male and Female CEOs." *International Advances in Economic Research* 13 (3): 395-396. doi: 10.1007/s11294-007-9104-0.
- Henderson, Glenn V. 1990. "Problems and Solutions in Conducting Event Studies." *The Journal of Risk and Insurance* 57 (2): 282-306.
- Henriksen og Johansen. 2011. "En studie av de kortsiktige aksjekurseffektene ved CEO skrifter i selskaper på Oslo Børs." *Kap.5, s.28*.
- Huson, Mark R., Paul H. Malatesta og Robert Parrino. 2004. "Managerial succession and firm performance." *Journal of Financial Economics* 74 (2): 237-275. doi: 10.1016/j.jfineco.2003.08.002.
- Huson, Mark R., Robert Parrino og Laura T. Starks. 2001. "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long - Term Perspective." *Journal of Finance* 56 (6): 2265-2297. doi: 10.1111/0022-1082.00405.
- Johannessen, Asbjørn, Line Kristoffersen og Per Arne Tufte. 2004. "Forskningsmetode for økonomiskadministrative fag." I, Kap. 2, s.44, 73 og Kap. 27, s.410-411. Abstrakt forlag.
- Johnson, Phil og Joanne Duberley. 2000. "Positivism- the management mainstream? (Kap.3)." I *Understanding management research: An introduction to epistemology*. London: Sage.

- Kang, Jun-Koo og Anil Shivdasani. 1996. "Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-Price Effects of Top Management Turnover." *The Review of Financial Studies* 9 (4): 1061-1095.
- Krishnan, Gopal og Linda Parsons. 2008. "Getting to the Bottom Line: An Exploration of Gender and Earnings Quality." *Journal of Business Ethics* 78 (1): 65-76. doi: 10.1007/s10551-006-9314-z.
- Larcker, David F og Brian Tayan. 2012. "Sudden Death of a CEO: Are Companies Prepared When Lightning Strikes?" *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-24*: 1-5.
- Lazear, Edward P. og Sherwin Rosen. 1981. "Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts." *The Journal of Political Economy* 89 (5): 841-864. doi: 10.1086/261010.
- Lee, Peggy M. og Erika Hayes James. 2007. "She' - e - os: gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments." *Strategic Management Journal* 28 (3): 227-241. doi: 10.1002/smj.575.
- Lovdata. 2016. "Verdipapirloven § 5-12." Hentet 18.03.2016 2016. https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL_2-3_-_KAPITTEL_2-3.
- MacKinlay, A Craig. 1997. "Event studies in economics and finance." *Journal of economic literature* 35 (1): 13-39.
- Martin, Anna D., Takeshi Nishikawa og Melissa A. Williams. 2009. "CEO Gender: Effects on Valuation and Risk." *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 48 (3): 23-40.
- Neumann, Robert og Torben Voetmann. 2005. "Top executive turnovers: Separating decision and control rights." *Managerial and Decision Economics* 26 (1): 25-37. doi: 10.1002/mde.1187.
- Oslo Børs. 2016. "Om Oslo Børs." Hentet 18.03.2016 2016. <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers>.
- Parrino, Robert. 1997. "CEO turnover and outside succession A cross-sectional analysis." *Journal of Financial Economics* 46 (2): 165-197. doi: 10.1016/S0304-405X(97)00028-7.
- Powell, Gary N. 1990. "One more time: Do female and male managers differ?" *The Executive* 4 (3): 68-75.
- Reinganum, Marc R. 1985. "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth." *Administrative Science Quarterly* 30 (1): 46-60. doi: 10.2307/2392811.
- Rhim, Jong C, Joy V Peluchette og Inam Song. 2006. "Stock market reactions and firm performance surrounding CEO succession: Antecedents of succession and successor origin." *American Journal of Business* 21 (1): 21-30.

- Robson, Colin. 1993. *Real world research: A resource for social scientist and practitioner researchers*. 1: Oxford: Blackwell.
- Robson, Collin. 2002. "Real World Research: A resource for social scientists and resources." Oxford: Blackwell Publishing.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.102.4717&rep=rep1&type=pdf>.
- Rosener, Judy. 1990. "How women lead." *Harvard business review* 68 (6): 119-125.
- Setiawan, Doddy. 2008. "An analysis of market reaction to CEO turnover announcement: The case in Indonesia." *International Business & Economics Research Journal (IBER)* 7 (2).
- Shen, Wei og Albert A. Cannella. 2003. "Will succession planning increase shareholder wealth? evidence from investor reactions to relay CEO successions." *Strategic Management Journal* 24 (2): 191-198. doi: 10.1002/smj.280.
- Statistisk Sentralbyrå. 2016. "Likestilling." Hentet 30.03.2016.
<https://www.ssb.no/befolkning/nokkeltall/likestilling>.
- Ubøe, Jan. 2012. "Statistikk for økonomifag." I 4. utg. *Kap.10, s.211-214*. Oslo: Gyldendal.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts og Karen H. Wruck. 1988. "Stock prices and top management changes." *Journal of Financial Economics* 20: 461-492. doi: 10.1016/0304-405X(88)90054-2.
- Weisbach, Michael S. 1988. "Outside directors and CEO turnover." *Journal of financial Economics* 20: 431-460.
- Wolfers, Justin. 2006. "Diagnosing discrimination: Stock returns and CEO gender." *Journal of the European Economic Association* 4 (2 - 3): 531-541.
- Worrell, Dan, Wallace Davidson og John Glascock. 1993. "Stockholder reactions to departures and appointments of key." *Academy of Management Journal* 36 (2): 387-401.
- Yukl, Gary. 2013. "Leadership in organizations." I 8 Edition. *Kap. 14, s. 358-260*. Edinburg: Pearson.

8. Vedlegg

8.1 Datasett

EVENT NR	SØKEORD	EVENT	Selskap	Avgang	F/T	Kjønn	Ansettelse	I/E	Kjønn	Estimert beta	Estimert Varians	CAR	CAR-Indeks
1	Chief executive	05.01.2010	Opera Software ASA	ja*	T	0	Ja*	I	0	0,29576	0,00442	0,02726	0,00956
2	CEO	08.01.2010	Weifa ASA	nei			Ja	I	0	-0,98411	0,02519	-0,00382	0,02134
3	CEO	18.01.2010	American Shipping Company ASA	nei			Ja	I	0	0,89305	0,00631	0,00686	0,00949
4	konsernsjef	02.02.2010	Havfisk ASA	ja*	T	0	Ja*	I	1	0,34648	0,01071	-0,03825	-0,04019
5	Chief executive	12.02.2010	Kongsberg Automotive ASA	ja*	F	0	Ja*	I	0	0,14441	0,00568	-0,13133	-0,12278
6	CEO	10.03.2010	Biotec Pharmacon ASA	ja*	F	0	Ja*	I	0	0,17134	0,01473	0,14630	0,14271
7	CEO	22.03.2010	ABG Sundal Collier Holding ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,35026	0,00127	0,00918	0,00584
8	konsernsjef	24.03.2010	Marine Harvest ASA	ja	T	1	Nei			0,74976	0,00318	0,03075	0,02755
9	konsernsjef	30.03.2010	Marine Harvest ASA	nei			Ja	E	0	0,55417	0,00290	0,03293	0,03296
10	Admin	29.04.2010	Hexagon Composites ASA	ja	T	0	Nei			-0,08936	0,00290	-0,07966	-0,05249
11	Admin	29.04.2010	Totens Sparebank	ja	F	0	Nei			0,07229	0,00226	0,02916	0,05230
12	CEO	18.05.2010	Bergen Group ASA	Nei			Ja	E	1	1,34805	0,00739	0,12289	0,08264
13	Admin	25.05.2010	Medistim ASA	ja*	F	0	Ja*	E	0	0,15663	0,00241	0,02139	-0,01815
14	CEO	27.05.2010	Prosafe SE	Ja	F	0	Nei			1,12891	0,00207	-0,02471	-0,02483
15	CEO	24.06.2010	Havfisk ASA	Ja*	T	1	ja*	E	0	0,50539	0,00302	0,07564	0,10945
16	Admin	02.07.2010	Helgeland Sparebank	ja	F	0	Nei			0,14700	0,00103	-0,04297	-0,07127
17	CEO	02.07.2010	Orkla ASA	Ja	F	0	Nei			1,07610	0,00134	0,02159	0,02411
18	Direct	19.07.2010	Sparebanken Sør	nei			Ja	E	0	0,01404	0,00101	-0,01829	-0,01041
19	Direct	10.08.2010	Marine Harvest ASA	nei			Ja	E	0	1,05093	0,00234	0,10165	0,09916
20	CEO	11.08.2010	GC Rieber Shipping ASA	Ja	T	0	Nei			0,12776	0,00221	0,03665	0,07998
21	CEO	26.08.2010	Prosafe SE	Nei			Ja	I	0	1,17683	0,00215	0,06853	0,06684
22	CEO	30.08.2010	Bionor Pharma ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	1,34805	0,00739	-0,04576	-0,07140
23	konsernsjef	08.09.2010	Orkla ASA	ja*	F	0	Ja*	E	0	0,87399	0,00125	-0,02015	-0,02119
24	CEO	14.09.2010	ContextVision AB	Nei			Ja	I	1	0,18580	0,00342	-0,05718	-0,06428
25	Admin	14.09.2010	Kongsberg Gruppen ASA	nei			Ja	I	0	0,39011	0,00162	0,00071	-0,00461
26	CEO	16.09.2010	SAS AB	nei			Ja	E	0	1,29700	0,00415	-0,05047	-0,05047
27	CEO	28.09.2010	Norse Energy Corp. ASA	Nei			Ja	I	0	1,74621	0,00663	0,03366	0,04177
28	Admin	04.10.2010	Totens Sparebank	nei			Ja	E	0	0,30715	0,00174	0,01507	0,00052
29	konsernsjef	07.10.2010	SallMar ASA	Ja	F	0	Nei			0,81185	0,00236	0,00630	0,00630
30	Admin	13.10.2010	Hexagon Composites ASA	nei			Ja	I	0	0,55332	0,00200	0,01843	0,01113
31	CEO	23.12.2010	GC Rieber Shipping ASA	Nei			Ja	E	1	0,12776	0,00221	0,03665	0,06851
32	Admin	29.12.2010	Agasti Holding ASA	nei			Ja	E	0	0,79563	0,00393	-0,00360	-0,00357
33	CEO	10.01.2011	Intex Resources ASA	ja*	F	0	ja*	I	0	-0,23694	0,00931	0,02704	0,00943
34	Admin	10.01.2011	Marine Harvest ASA	ja*	F	0	Ja*	E	0	-0,17478	0,00235	0,05263	0,03590
35	Admin	25.01.2011	Solvang ASA	ja*	F	0	Ja*	I	0	0,20735	0,00489	-0,00335	-0,01615
36	Admin	28.01.2011	Belship ASA	ja	F	0	Nei			0,47009	0,00095	-0,04298	-0,06837
37	CEO	01.02.2011	SAS AB	Ja*	F	0	Ja*	I	0	1,25686	0,00340	-0,08011	-0,07358
38	CEO	21.03.2011	Axactor AB (publ)	Ja	F	0	Nei			1,81022	0,00807	-0,20751	0,02446
39	Chief executive	31.03.2011	Wentworth Resources Limited	nei			Ja	E	0	0,82933	0,00864	0,07185	0,06814
40	CEO	11.04.2011	American Shipping Company ASA	Ja	F	0	Nei			0,57302	0,00215	0,00424	0,01318
41	Admin	28.04.2011	Belships ASA	nei			Ja	E	0	0,28787	0,00098	-0,00096	-0,00333

EVENT NR	SØKEORD	EVENT	Selskap	Avgang	F/T	Kjønn	Ansettelse	IE	Kjønn	Estimert beta	Estimert Varians	CAR	CAR-Indeks
42	CEO	28.04.2011	Sevan Marine ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	1,85387	0,00571	-0,15143	-0,14859
43	CEO	02.05.2011	Akastor ASA	nei			Ja	E	0	1,56658	0,00235	0,00161	0,00104
44	CEO	10.05.2011	SailMar ASA	ja*	F	0	Ja*	E	0	0,88591	0,00125	-0,01601	0,00741
45	CEO	20.05.2011	Birdstep Technology ASA	nei			Ja	E	0	0,91847	0,00277	0,07773	0,07993
46	CEO	23.05.2011	Gaming Innovation Group Inc	nei			Ja	I	0	0,64097	0,00815	-0,05194	-0,04444
47	CEO	01.06.2011	Bergen Group ASA	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,12233	0,00142	-0,00931	-0,00280
48	CEO	02.06.2011	American Shipping Company ASA	Nei			Ja	I	0	0,09677	0,00206	0,04696	0,06265
49	Admin	10.06.2011	Tide ASA	nei			Ja	E	1	-0,22812	0,00590	0,19102	0,03918
50	Admin	22.06.2011	Norwegian Energy Company ASA	nei			Ja	I	0	1,74869	0,00376	0,28483	0,26880
51	Admin	01.07.2011	Sparebanken Øst	nei			Ja	I	0	0,13455	0,00083	0,08760	0,04297
52	CEO	15.08.2011	Bionor Pharma ASA	ja	T	0	Nei			0,11713	0,05761	0,00073	-0,07809
53	CEO	01.09.2011	Orkla ASA	nei			Ja	I	0	0,09045	0,00129	-0,05854	-0,01781
54	CEO	05.09.2011	Bionor Pharma ASA	nei			Ja	I	0	0,07576	0,05799	0,10447	0,13848
55	Admin	10.11.2011	Atea ASA	ja*	F	0	Ja*	I	0	1,03931	0,00230	-0,01622	-0,01625
56	CEO	14.11.2011	Telenor ASA	ja	F	0	Nei			0,70932	0,00111	0,00595	0,00122
57	Chief executive	15.11.2011	The Scottish Salmon Company PLC	nei			Ja	I	0	0,53065	0,00190	0,16822	0,16687
58	Admin	07.12.2011	Atea ASA	nei			Ja	I	0	1,00745	0,00223	-0,00949	-0,00952
59	CEO	21.12.2011	Hafslund ASA	ja	F	0	Nei			0,56296	0,00136	-0,02401	-0,04324
60	CEO	04.04.2012	Gaming Innovation Group Inc	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,18400	0,00991	0,00381	0,01333
61	Admin	17.04.2012	NEL ASA	Ja	F	0	Nei			0,81001	0,00618	-0,36512	-0,36637
62	CEO	30.04.2012	Hurtigruten ASA	Ja	F	0	Nei			0,85222	0,00251	-0,02022	-0,01928
63	CEO	30.04.2012	Orkla ASA	Ja*	T	0	Ja*	I	0	0,78925	0,01134	-0,00947	-0,00813
64	CEO	03.05.2012	Orkla ASA	Ja	T	0	Nei			0,83031	0,00203	-0,01848	-0,01511
65	CEO	04.05.2012	SpareBank 1 Nord-Norge	Nei			Ja	E	0	0,60766	0,00155	0,01264	0,03175
66	CEO	07.05.2012	Storebrand ASA	Ja	F	0	Nei			1,66842	0,00324	-0,10557	-0,13478
67	Admin	10.05.2012	Solvang ASA	nei			Ja	I	0	0,14982	0,00351	0,16103	0,18963
68	CEO	31.05.2012	Hurtigruten ASA	Nei			Ja	E	0	0,68713	0,00276	-0,03921	-0,02175
69	Admin	26.06.2012	NEL ASA	nei			Ja	E	0	0,80850	0,00672	-0,02968	-0,03008
70	Admin	29.06.2012	Odjell SE	ja	T	0	Nei			0,78716	0,00234	-0,03238	-0,03282
71	CEO	02.07.2012	Funcrom N.V	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,59857	0,00549	-0,00997	-0,03454
72	Direkt	02.07.2012	NTS ASA	Nei			Ja	I	0	-0,07651	0,00876	0,00468	-0,06119
73	CEO	12.07.2012	Storebrand ASA	Nei			Ja	I	0	1,48947	0,00510	0,02769	0,04405
74	Admin	14.08.2012	SpareBank 1 Østfold Akershus	ja	F	0	Nei			0,12871	0,00088	0,09349	0,08602
75	Admin	22.08.2012	Storebrand ASA	nei			Ja	I	0	2,10219	0,00380	-0,00437	-0,02483
76	CEO	28.08.2012	NattoPharma ASA	Nei			Ja	E	0	-0,27856	0,00905	-0,06711	-0,06083
77	Konsernsjef	29.08.2012	Hexagon Composites ASA	ja	T	0	Nei			0,83128	0,00314	0,01273	0,01126
78	CEO	30.08.2012	Panoro Energy ASA	Ja*	T	0	Ja*	I	0	1,14457	0,00420	0,10243	0,10384
79	CEO	11.09.2012	Bergen Group ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	-0,05151	0,00289	0,01672	0,00252
80	CEO	03.10.2012	Seadrill Limited	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,88726	0,00085	-0,01334	-0,01528
81	CEO	31.10.2012	Det norske oljeselskap ASA	Ja	F	0	Nei			1,29059	0,00145	-0,01240	-0,01101
82	Chief executive	15.11.2012	EMAS Offshore Limited	ja	T	0	Nei			-0,22399	0,00173	0,02172	0,00839

EVENT NR	SØKEORD	EVENT	Selskap	Avgang	F/T	Kjønn	Ansettelse	I/E	Kjønn	Estimert beta	Estimert Varians	CAR	CAR-Indeks
83	CEO	06.12.2012	Veidekke ASA	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,52132	0,00084	-0,01935	-0,01654
84	Chief executive	12.12.2012	Birdstep Technology ASA	nei			Ja	E	0	0,75037	0,00588	-0,07574	-0,07749
85	Admin	28.01.2013	SpareBank 1 Østfold Akerhus	Nei			Ja	I	0	0,35309	0,00074	0,03130	0,03294
86	Chief executive	29.01.2013	Bionor Pharma ASA	Ja*	T	0	Ja*	E	0	0,56464	0,00239	-0,09165	-0,08844
87	CEO	28.02.2013	InterOil Exploration and Prod. ASA	Nei			Ja	I	0	-0,00563	0,00395	-0,20797	-0,20104
88	CEO	11.03.2013	Hexagon Composites ASA	Nei			Ja	E	0	0,66563	0,00203	-0,02896	-0,02998
89	CEO	03.04.2013	Axactor AB (publ)	Ja	T	0	Nei			0,57075	0,00234	-0,10839	-0,17423
90	CEO	23.04.2013	Kitron ASA	Ja	F	0	Nei			0,50249	0,00308	-0,00657	-0,01308
91	CEO	07.05.2013	Bergen Group ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	-0,48317	0,00188	-0,01200	-0,04787
92	CEO	13.05.2013	Norwegian Energy Company ASA	Ja*	T	0	Ja*	E	0	1,64612	0,00245	0,09775	0,08875
93	CEO	13.05.2013	Songa Offshore SE	Nei			Ja	E	0	3,08498	0,00653	0,05958	0,03055
94	CEO	14.05.2013	Weifa ASA	Ja	T	0	Nei			1,88170	0,01430	0,03873	0,02015
95	Konsumsjef	14.06.2013	Kitron ASA	nei			Ja	I	0	0,01748	0,00301	-0,03407	-0,05674
96	CEO	21.06.2013	Navamedic ASA	Ja	F	0	Nei			0,01772	0,00142	0,08766	0,10560
97	CEO	19.07.2013	Seadrill Limited	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,80880	0,00038	-0,01062	-0,01214
98	Admin	05.08.2013	Atea ASA	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,74561	0,00080	-0,00584	-0,00510
99	Admin	12.09.2013	Odfjell SE	Nei			Ja	I	0	0,03112	0,01243	0,02290	0,01909
100	CEO	08.10.2013	Det norske oljeselskap ASA	Nei			Ja	I	0	0,86652	0,00039	-0,02102	-0,01995
101	Konsumsjef	30.10.2013	Tide ASA	ja	F	1	Nei			-0,61215	0,00393	0,17995	0,18868
102	Admin	31.10.2013	Sparebanken Vest	Ja*	T	0	Ja*	I	0	1,00172	0,00088	0,00001	0,00002
103	CEO	05.11.2013	TTS Group ASA	Ja	T	0	Nei			0,46230	0,00126	-0,02090	-0,02793
104	CEO	06.11.2013	Sevan Drilling Limited	Ja*	F	0	Ja*	I	0	2,43758	0,00314	0,00212	0,00909
105	Konsumsjef	11.12.2013	Tide ASA	nei			Ja	I	0	-0,77226	0,00379	0,02720	0,20613
106	CEO	13.12.2013	Agasti Holding ASA	Nei			Ja	I	0	0,32150	0,00186	-0,16647	-0,16332
107	CEO	17.12.2013	Axactor AB (publ)	Ja*	F	0	Ja*	E	0	1,75046	0,00491	0,01506	-0,10067
108	CEO	02.01.2014	Orkla ASA	Ja	F	0	Nei			0,57995	0,00040	-0,01484	-0,01285
109	CEO	03.01.2014	SailMar ASA	Ja	F	0	Nei			0,26373	0,01050	0,00453	0,00741
110	CEO	06.01.2014	Q-Free ASA	Ja*	T	0	Ja*	E	0	0,38019	0,00158	0,01910	0,01580
111	CEO	08.01.2014	Telenor ASA	Nei			Ja	E	0	0,90977	0,00039	0,00456	0,01926
112	CEO	13.01.2014	SailMar ASA	Nei			Ja	I	0	0,32886	0,00067	0,03671	0,02058
113	CEO	31.01.2014	Atea ASA	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,57366	0,00052	0,01518	0,02318
114	Admin	05.02.2014	Atea ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,25356	0,00047	0,01175	-0,00594
115	CEO	06.02.2014	Orkla ASA	Nei			Ja	I	0	0,63395	0,00047	-0,05585	-0,06446
116	CEO	28.02.2014	Bergen Group ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,55487	0,00147	-0,12341	-0,12983
117	CEO	10.03.2014	TTS Group ASA	Nei			Ja	I	0	0,78683	0,00118	0,02261	0,02696
118	CEO	05.05.2014	Gaming Innovation Group Inc	Ja*	T	0	Ja*	I	0	-0,71530	0,00262	-0,03719	-0,04998
119	CEO	05.05.2014	Kitron ASA	Nei			Ja	E	0	-0,00221	0,00172	-0,08474	-0,09221
120	daglig leder	07.05.2014	Storm Real Estate ASA	Nei			Ja	I	0	0,02617	0,00029	-0,02173	-0,01239
121	CEO	28.05.2014	Ekornes ASA	Nei			ja	E	0	0,15753	0,00056	0,00838	0,00486
122	CEO	28.05.2014	Havfisk ASA	Ja	F	0	Nei			1,44441	0,00247	0,01085	0,01270
123	CEO	20.06.2014	Norway Royal Salmon ASA	Ja	F	0	Nei			0,25280	0,00117	0,11047	0,09550

EVENT NR	SØKEORD	EVENT	Selskap	Avgang	F/T	Kjønn	Ansettelse	I/E	Kjønn	Estimert beta	Estimert Varians	CAR	CAR-indeks
124	Konsernsjef	25.06.2014	Norway Royal Salmon ASA	nei			Ja	E	0	0,21678	0,00079	-0,02400	-0,00783
125	CEO	21.07.2014	Norsk Hydro ASA	Ja	F	0	Nei	E	0	0,50431	0,00053	0,02573	0,02422
126	CEO	21.07.2014	Yara International ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,74413	0,00054	-0,00237	-0,00314
127	Konsernsjef	01.09.2014	Goodtech ASA	ja	T	0	Nei			-0,22490	0,00061	0,02960	0,02472
128	CEO	26.09.2014	Norsk Hydro ASA	Nei			Ja	I	0	1,14196	0,00065	0,03050	0,03088
129	CEO	26.09.2014	Yara International ASA	Ja	F	0	Nei	E	0	0,72881	0,00050	-0,00910	-0,00983
130	Admin	30.09.2014	Biotech Pharmacor ASA	Nei			Ja	E	0	0,60557	0,00619	0,00287	0,01513
131	CEO	30.09.2014	Havfisk ASA	Nei			Ja	I	0	0,99835	0,00361	0,00664	0,00669
132	CEO	30.09.2014	Helgeland Sparebank	Ja*	F	0	Ja*	I	1	0,26152	0,00058	-0,00071	0,02224
133	direct	07.10.2014	NTS ASA	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,26426	0,00158	0,02269	0,05212
134	CEO	15.10.2014	Statoil ASA	Ja	F	0	Nei	E	0	0,88847	0,00041	-0,03399	-0,03433
135	CEO	20.10.2014	Frontline Ltd.	Ja*	T	0	Ja*	E	0	0,19107	0,00790	0,23981	0,19971
136	CEO	29.10.2014	Funcom N.V.	Ja	F	0	Nei			1,40037	0,02197	-0,02935	-0,02234
137	Admin	17.11.2014	Norske Skogindustrier ASA	Ja*	T	0	Ja*	I	0	0,08426	0,00269	0,05167	0,03386
138	CEO	24.11.2014	Norwegian Energy Company ASA	Ja*	T	0	Ja*	I	0	2,11919	0,01531	0,21039	0,19905
139	CEO	03.12.2014	Deep Sea Supply Plc	Ja	T	0	Nei			1,06855	0,00110	-0,10289	-0,10260
140	CEO	08.12.2014	American Shipping Company ASA	Ja*	T	0	Ja*	I	0	-0,03621	0,00270	-0,16410	-0,12986
141	CEO	09.12.2014	Odffjell SE	Ja*	T	0	Ja*	I	0	0,12448	0,00091	-0,03286	-0,00650
142	CEO	08.01.2015	Electromagnetic Geoservices ASA	Ja*	T	0	Ja*	E	0	0,70501	0,00200	0,02118	0,01662
143	chief executive	09.01.2015	Bionor Pharma ASA	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,95682	0,00563	0,05805	0,05698
144	chief executive	11.01.2015	Polarcus Limited	Ja*	F	0	Ja*	I	0	1,78052	0,00391	0,04805	0,05142
145	CEO	16.01.2015	Agasti Holding ASA	Ja*	T	0	Ja*	E	0	1,55048	0,00689	-0,07415	-0,06838
146	Konsernsjef	03.02.2015	Grieg Seafood ASA	nei			Ja	I	0	0,75033	0,00137	-0,04484	-0,05202
147	CEO	04.02.2015	Statoil ASA	Nei			Ja	I	0	1,26807	0,00100	0,06282	0,07240
148	CEO	12.03.2015	BW LPG Limited	Ja*	T	0	Ja*	E	0	1,23140	0,00221	0,01802	0,01663
149	CEO	26.03.2015	NRC Group ASA	Ja	F	0	Nei			0,37003	0,00201	-0,12141	-0,11862
150	CEO	30.03.2015	Yara International ASA	Nei			Ja	E	0	0,56812	0,00081	-0,00466	-0,00856
151	CEO	21.04.2015	Deep Sea Supply Plc	Nei			Ja	I	0	0,84217	0,00184	0,02123	0,02380
152	CEO	23.04.2015	Navamedic ASA	Nei			Ja	E	0	0,01218	0,00150	0,12080	0,12742
153	CEO	04.05.2015	Odffjell SE	Ja*	F	0	Ja*	E	0	0,65699	0,00196	0,05122	0,04344
154	CEO	12.05.2015	Telenor ASA	Ja*	F	0	ja*	I	0	0,82439	0,00081	-0,01393	-0,01828
155	CEO	13.05.2015	Funcom N.V.	Ja*	F	0	Ja*	I	0	0,46471	0,00461	-0,04021	-0,04277
156	CEO	13.05.2015	Panoro Energy ASA	Nei			Ja	E	0	1,66813	0,00301	-0,01604	-0,01284
157	Konsernsjef	27.05.2015	Gyldendal ASA	ja*	F	0	Ja*	E	0	-0,15575	0,00065	-0,00210	0,01351
158	CEO	05.06.2015	Gaming Innovation Group Inc	Ja*	T	0	Ja*	I	0	-0,60213	0,01443	0,03775	0,05266
159	CEO	25.06.2015	Norwegian Property ASA	Ja	F	0	Nei			0,20742	0,00077	-0,00850	0,00133
160	CEO	01.07.2015	Team Tankers International Ltd.	Ja*	T	0	Ja*	I	0	1,36616	0,05513	0,01381	0,00369
161	CEO	01.07.2015	Telenor ASA	Nei			Ja	I	1	0,79852	0,00075	0,00335	0,00307
162	CEO	16.07.2015	Akastor ASA	ja*	F	0	Ja*	I	0	1,81084	0,00360	-0,00153	0,00842
163	CEO	14.08.2015	Norwegian Property ASA	Nei			Ja	I	0	0,24977	0,00059	0,01104	0,02852
164	chief executive	24.08.2015	Electromagnetic Geoservices ASA	Ja*	F	0	Ja*	I	0	1,00631	0,00414	-0,31120	-0,31153

EVENT NR	SØKEORD	EVENT	Selskap	Avgang	F/T	Kjønn	Ansettelse	I/E	Kjønn	Estimert beta	Estimert Varians	CAR	CAR-Indeks
165	chief executive	25.08.2015	EMAS Offshore Limited	Ja*	F	0	Ja*	E	0	-0,20890	0,00233	0,12893	0,14630
166	CEO	28.08.2015	Bergen Group ASA	nei			Ja	I	0	0,57872	0,00394	-0,22109	-0,22911
167	CEO	17.09.2015	AF Gruppen ASA	ja*	F	0	Ja*	I	0	0,27049	0,00093	0,00789	-0,00823
168	CEO	11.11.2015	Electromagnetic Geoservices ASA	nei			Ja	I	0	0,94909	0,00468	-0,03362	-0,03179
169	CEO	19.11.2015	Telenor ASA	nei			Ja	I	0	0,86019	0,00094	0,02192	0,00892
170	chief executive	23.11.2015	Intex Resources ASA	Ja	F	0	Nei			-0,34877	0,00886	0,02817	0,03665
171	CEO	11.12.2015	NEL ASA	nei			Ja	E	0	-0,21959	0,01008	0,15580	0,16034

Datasett av hele begivenhets-vinduet.

Forklaringer til cellene:

- F/T= Frivillig/ Tvungen
- I/E= Intern/ Ekstern
- Ja*= I samme melding eventer
- Kjønn= menn:0 og kvinne:1

8.2 Årsaker til avgang

Dato	utsteder ID	Selskap	Børsnotert melding	Avgang og A	Avgang	Årsak
05.01.2010	OPERA	Opera Software ASA	Opera appoints Lars Boilesen new Chief Executive Officer Company	ja	ja	Ny stilling i opera
02.02.2010	HFISK	Havfisk ASA	Ny konsernsjef i Aker Seafoods	ja	ja	Selskapet ønsket "ny leder"
12.02.2010	KOA	Kongsberg Automotive ASA	New Chief Executive Officer of Kongsberg Automotive - Press Confer	ja	ja	Pensjon
10.03.2010	BIOTEC	Biotec Pharmacon ASA	Svein Lien appointed new CEO of Biotech Pharmacon ASA	ja	ja	Pensjon
22.03.2010	ASC	ABG Sundtall Collier Holding ASA	Jan Petter Collier to increase focus on business origination - Knutt Br.	Ja	Ja	Egen interesse for å fokusere mer innenfor et område
24.03.2010	MHG	Marine Harvest ASA	Ase Aulie Michelet fratrer som konsernsjef i Marine Harvest	nei	ja	Kommet til enighet
29.04.2010	AVM	Avocet Mining PLC	Announcement of Chief Executive Officer Succession	nei	ja	Trapper ned
29.04.2010	HEX	Hexagon Composites ASA	Ny administrerende direktør i Lincoln Composites	nei	ja	Avtalt med styre
29.04.2010	TOTG	Totens Sparebank	PENSJON ADMINISTRERENDE BANKSJEF	nei	ja	Pensjon
25.05.2010	MEDI	Medistim ASA	Ansettelse av ny administrerende direktør i Medistim ASA's dattersel:	ja	ja	Pensjon etter 25 år i selskapet
27.05.2010	PRS	Prosafe SE	Prosafe's Board accepts President and CEO's resignation	Nei	Ja	Ny jobbmulighet
24.06.2010	HFISK	Havfisk ASA	New CEO - focusing Aker Seafoods in two companies	Ja	Ja	Avgående kun acting/midlertidig CEO
02.07.2010	HELG	Heigeland Sparebank	PENSJON ADMINISTRERENDE BANKSJEF	nei	ja	Pensjon
02.07.2010	ORK	Orkla ASA	Dag J. Opedal will step down as President and CEO of Orkla during 2	Nei	Ja	Selv ønske etter 6år som CEO og 9 år som styremedlem
11.08.2010	RISH	GC Rieber Shipping ASA	CEO SVEN RONG DECEASED	Nei	Ja	Dødsfall
30.08.2010	BIONOR	Bionor Pharma ASA	Henrik Lund MD Ph.D, former Global VP in Clinical Development at A	Ja	Ja	Change in management, company focus change
08.09.2010	ORK	Orkla ASA	Wiggen ny konsernsjef i Orkla	ja	ja	Enighet
07.10.2010	SALM	SalMar ASA	Nordhammer har bedt om avløsning som konsernsjef i SalMar	nei	ja	Ønsker å trekke seg
10.01.2011	ITX	Intex Resources ASA	Erlend Grimstad resigns as CEO in Intex Resources ASA	ja	ja	Ukjent
10.01.2011	MHG	Marine Harvest ASA	Unevneelse av ny Administrerende Direktør i Marine Harvest Chile	ja	ja	Ny stilling
25.01.2011	SOLV	Solvang ASA	Ny Administrerende Direktør	ja	ja	Ny stilling
28.01.2011	BEL	Belship ASa	Belships ASA søker ny administrerende direktør	nei	ja	Nedtrapping
01.02.2011	SAS	SAS AB	SAS Group today welcomes Rickard Gustafson as new President an	Ja	ja	Ukjent
03.03.2011	AIK	Aktiv Kapital ASA	AIK: Erik Oyno withdraws from CEO position in Aktiv Kapital	nei	Ja	Ny jobbmulighet
21.03.2011	AXA	Axactor AB (publ)	IGE: CEO Tomas Fellbom resigns	Nei	Ja	Vanskelig tid i bedriften og ønsker å lage rom for ny CEO
11.04.2011	AMSC	American Shipping Company AS	American Shipping Company ASA's President and CEO resigns to p	Nei	Ja	Ny jobbmulighet
28.04.2011	SEVAN	Sevan Marine ASA	Carl Lieungh Appointed as CEO of Sevan Marine ASA	Ja	Ja	Intern jobbmulighet
10.05.2011	SALM	SalMar ASA	Yngve Myhre appointed as new CEO in SalMar	Ja	ja	Ukjent
01.06.2011	BERGEN	Bergen Group ASA	CEO and Chairman of the Board resign from Bergen Group	ja	ja	Ukjent
15.08.2011	BIONOR	Bionor Pharma ASA	Henrik Lund fratrer som CEO i Bionor Pharma ASA	nei	ja	Enighet om fremtidig strategier.
10.11.2011	ATEA	Atea ASA	Konstituert administrerende direktør i Atea Sverige AB	ja	ja	Ny jobbmulighet
14.11.2011	TEL	Telenor ASA	Jan Edvard Thygesen leaves Telenor to become Deputy CEO in Yrmi	nei	ja	Ny jobbmulighet
02.12.2011	RGT	Rocksource ASA	ROCKSOURCE CEO STEPS DOWN	nei	ja	Ukjent
21.12.2011	HAFS	Hafslund ASA	HNAHNB - CEO Christian Berg resigns from Hafslund	nei	ja	Ny mulighet
04.04.2012	GIG	Gaming Innovation Group Inc	Nio Inc. appoints new CEO	ja	Ja	Tilbake til gammel stilling i bedriften
17.04.2012	NEL	NEL ASA	Administrerende direktør Erik Christensen fratrer sin stilling	Nei	Ja	Forsetter som konsulent
17.04.2012	NEL	NEL ASA	CEO Erik Christensen resigns from his position	Nei	Ja	Ønske
30.04.2012	HRG	Hurtigruten ASA	CEO Olav Fjell resigns in Hurtigruten ASA	Nei	ja	Ønsker å gå av
30.04.2012	ORK	Orkla ASA	Åge Korsvold appointed as Acting President and CEO of Orkla	Ja	Ja	Enighet med styret
03.05.2012	ORK	Orkla ASA	Torkild Nordberg leaves position as CEO Orkla Brands	Nei	Ja	Enighet med styret

Dato	utsteder ID	Selskap	Børsnotert melding	Avgang og A	Avgang	Årsak
07.05.2012	STB	Storebrand ASA	Storebrand ASA: Idar Kreutzer resigns as CEO to become managing	Nei	Ja	Ny jobbtilbud
29.06.2012	ODF	Odffell SE	Odffell SE : Odffell Terminals B.V. - Endring av administrerende direkt	nei	ja	Nedtrapping
02.07.2012	FUNCOM	Funcom N.V	FUNCOM N.V. ANNOUNCES OLE SCHREINER AS NEW CEO FOR JA	Ja	Ja	Ny jobbtilbud
14.08.2012	SOAG	SpareBank 1 Østfold Akershus	Administrerende direktør fratrer 1.august 2013 i henhold til pensjonsa	nei	ja	Pensjon
29.08.2012	HEX	Hexagon Composites ASA	Konsernsjef Erik Espeset sier opp sin stilling i Hexagon Composites /	nei	ja	Ny stilling
30.08.2012	PEN	Panoro Energy ASA	Jan Kielland - new CEO at Panoro Energy ASA	Ja	Ja	Pga avtale med styret+ får 18mnd lønn
11.09.2012	BERGEN	Bergen Group ASA	Bergen Group - New CEO at Bergen Group Fosen	JA	.JA	Ny jobbtilbud
03.10.2012	SDRL	Seadrill Limited	SDRL - CONTEMPLATES MOVE AND APPOINTS NEW CEO	Ja	Ja	Enighet med styret, men forblir i datterselskap
31.10.2012	DETNOR	Det norske oljeselskap ASA	CEO Erik Haugane to Resign during 2013	Nei	Ja	Ønske, pensjon
15.11.2012	EMAS	EMAS Offshore Limited	EOC'S CHIEF EXECUTIVE OFFICER STEPPING DOWN	nei	ja	Ukjent
06.12.2012	VEI	Veidekke ASA	Veidekke ASA : Arne Giske succeeds Terje R. Venold as President a	Ja	ja	Pensjon
29.01.2013	BIONOR	Bionor Pharma ASA	Bionor Pharma Appoints Anker Lundemose as President and Chief E	Ja	Ja	Nedgradering
03.04.2013	AXA	Axactor AB (publ)	IGE Resources AB changes CEO	Nei	Ja	Ukjent, styrets valg
23.04.2013	KIT	Kitron ASA	The CEO in Kitron has resigned	Nei	Ja	Ønske
07.05.2013	BERGEN	Bergen Group ASA	Asle Solheim appointed new CEO in Bergen Group	Ja	Ja	Ukjent
13.05.2013	NOR	Norwegian Energy Company AS	Svein Arild Killingland appointed as CEO of Noreco	Ja	Ja	Enighet med styret
14.05.2013	WEIFA	Weifa ASA	Clavis Pharma ASA : CEO Olav Hellebø to leave Clavis Pharma	Nei	Ja	Enighet med styret, dårlig prestasjon
21.06.2013	NAVA	Navamedic ASA	Olaf Milveden steps down as Navamedic CEO	Nei	Ja	Ønsker å gå av, jobbe som strategisk rådgiver
19.07.2013	SDRL	Seadrill Limited	SDRL - Seadrill appoints new CEO	Ja	Ja	Ønske
05.08.2013	ATEA	Atea ASA	Konstituert administrerende direktør i Atea AS i Danmark	Ja	Ja	Ny jobbtilbud
30.10.2013	TIDE	Tide ASA	Lisbet K. Næør fratrer stillingen som konsernsjef i Tide ASA	nei	ja	Ny jobbmulighet
31.10.2013	SVEG	Sparebanken Vest	Stein Klakegg fratrer som administrerende direktør i Sparebanken	Ve Ja	Ja	Uenighet med styret
05.11.2013	TTS	TTS Group ASA	TTS Group ASA : Johannes D. Neteland resigns as CEO	Nei	Ja	Enighet med styret
06.11.2013	SEVDR	Sevan Drilling Limited	Sevan Drilling ASA: Sevan Drilling Appoints New CEO	Ja	Ja	Ønske
17.12.2013	AXA	Axactor AB (publ)	IGE: IGE Resources Announces Appointment of New CEO	Ja	Ja	Kun acting CEO
02.01.2014	ORK	Orkla ASA	Åge Korsvold to step down as Orkla President and CEO	Nei	Ja	Ønsker å gå av
03.01.2014	SALM	SailMar ASA	SailMar - CEO Yngve Myhre to step down	Nei	Ja	Ønske
06.01.2014	QFR	Q-Free ASA	Thomas Falck appointed CEO	Ja	Ja	Enighet med styre
31.01.2014	ATEA	Atea ASA	Executive Senior Vice President Steinar Sønsteby succeeds Claus	H. Ja	Ja	Ukjent
05.02.2014	ATEA	Atea ASA	Morten Felding ny administrerende direktør i Atea i Danmark	Ja	Ja	Ny jobbtilbud
28.02.2014	BERGEN	Bergen Group ASA	Bergen Group ASA	Ja	Ja	Kun midlertidig siden ifjor høst
05.05.2014	GIG	Gaming Innovation Group Inc	Resignation of CEO	Ja	ja	Ukjent
28.05.2014	HFISK	Havfisk ASA	Olav Holst-Dyrmes resigns as CEO in HAVFISK ASA	Nei	Ja	Ny jobbtilbud
20.06.2014	NRS	Norway Royal Salmon ASA	Norway Royal Salmon ASA: CEO John Binde to step down	Nei	Ja	Ønske
21.07.2014	YAR	Yara International ASA	Yara International ASA: Svein Richard Brandtzæg appointed new	Ya Ja	ja	pensjon
21.07.2014	NHY	Norsk Hydro ASA	Norsk Hydro: Brandtzæg to leave Hydro to become Yara CEO	Nei	Ja	Ny jobbtilbud
01.08.2014	RGT	Rocksource ASA	TERJE ARNESEN APPOINTED NEW ROCKSOURCE CEO	Ja	Ja	Ukjent
01.09.2014	GOD	Goodtech ASA	Vidar Låte fratrer som konsernsjef	nei	ja	Enighet med styret
26.09.2014	YAR	Yara International ASA	Yara resumes search for new CEO	Nei	Ja	Beholde gamle jobben, vil ikke bli ny CEO for Yara
30.09.2014	HELG	Helgeland Sparebank	Mr. Jan Erik Furunes leaves his position as CEO of Helgeland	Sparet Ja	Ja	Personlige årsaker

Dato	utsteder ID	Selskap	Børsnotert melding	Avgang og A	Avgang	Årsak
07.10.2014	NTS	NTS ASA	NTS ASA: Organisasjonsmessige endringer - ny adm. direktør	Ja	Ja	Ønske om nye oppgaver
15.10.2014	STL	Statoil ASA	Statoil's president and CEO Helge Lund resigns	Nei	Ja	Ny jobbtilbud
20.10.2014	FRO	Frontline Ltd.	FRO - Appointment of new CEO	Ja	Ja	Nedgradering
29.10.2014	FUNCOM	Funcom N.V.	FUNCOM N.V. ANNOUNCES THAT OLE SCHREINER IS STEPPING	Nei	Ja	Ønske
17.11.2014	NSG	Norske Skogindustrier ASA	Kjell Arve Kure er ansatt som ny administrerende direktør for Norske	Ja	Ja	Blitt enighet med styret om avgangen
24.11.2014	NOR	Norwegian Energy Company AS	Tommy Sundt takes over as CEO from Svein Arild Killingland	Ja	Ja	Ukjent
03.12.2014	DESSC	Deep Sea Supply Plc	DESSC: Finn Arund Norbye steps down as CEO of Deep Sea Supply	Nei	Ja	Enighet med styre
08.12.2014	AMSC	American Shipping Company AS	American Shipping Company ASA: PÅL MAGNUSSEN APPOINTED	Ja	Ja	Utgått kontrakt
09.12.2014	ODF	Odfjell SE	New President/CEO of Odfjell SE	Ja	Ja	Uenighet med styre
08.01.2015	EMGS	Electromagnetic Geoservices AS	EMGS - Bjarte Bruheim appointed CEO of EMGS	Ja	Ja	Enighet med styret
09.01.2015	BIONOR	Bionor Pharma ASA	David Horn Solomon assumes the role as President and Chief Execu	Ja	Ja	Ny jobbtilbud
11.01.2015	PLCS	Polarcus Limited	Polarcus appoints Rod Starr as next Chief Executive Officer	Ja	Ja	Pensjon
16.01.2015	AGA	Agasti Holding ASA	Jørgen Pleym Ulvness new CEO of Obligo Investment Management	Ja	Ja	Ukjent
12.03.2015	BWLPG	BW LPG Limited	Appointment of new CEO for BW LPG	Ja	Ja	Nedgradering
26.03.2015	NCR	NRC Group ASA	CEO OF BLOM ASA DIRK BLAAUW RESIGNS	Nei	Ja	Ønsker å gå av
08.04.2015	VEPE	Veritas Petroleum Services B.V.	Veritas Petroleum Services appoints new CEO	Ja	Ja	Ukjent
27.04.2015	VARDIA	Vardia Insurance Group ASA	Rune Olsen Arneberg appointed as new CEO in Vardia	Ja	Ja	Enighet med styret
04.05.2015	ODF	Odfjell SE	Ny CEO utnevnt i Odfjell SE	Ja	Ja	Pensjon
12.05.2015	TEL	Telenor ASA	Sigve Brekke new Telenor Group CEO	Ja	Ja	Pensjon
13.05.2015	FUNCOM	Funcom N.V.	FUNCOM N.V. ANNOUNCES THAT RUI CASAIS BECOMES CEO	Ja	Ja	Ønske
27.05.2015	GYL	Gyldendal ASA	John Terres Thuv ny konsernsjef i Gyldendal ASA	Ja	Ja	Pensjon
05.06.2015	GIG	Gaming Innovation Group Inc	Robin Reed appointed new CEO of Gaming Innovation Group Inc.	Ja	Ja	Nedgradering
25.06.2015	NPRO	Norwegian Property ASA	NPRO - CEO Olav Line resigns from Norwegian Property	Nei	Ja	Ny jobbtilbud
01.07.2015	TEMA	Team Tankers International Ltd.	Team Tankers International Ltd.: Hans Feringa to become President	Ja	Ja	Ukjent
16.07.2015	AKA	Akastor ASA	Akastor ASA: Kristian Rekke appointed new CEO of Akastor ASA	Ja	Ja	Ny jobbtilbud
24.08.2015	EMGS	Electromagnetic Geoservices AS	Stig Eide Sivertsen is appointed as Chief Executive Officer of Electroi	Ja	Ja	Ukjent, selv valgte å gå av
25.08.2015	EMAS	EMAS Offshore Limited	EMAS OFFSHORE APPOINTS NEW CHIEF EXECUTIVE OFFICER	Ja	Ja	Ønske, for å fokusere på noe annet utenfor selskapet
17.09.2015	AFG	AF Gruppen ASA	Morten Grongstad appointed new CEO in AF Gruppen	Ja	Ja	Ønske om ny jobb
23.11.2015	ITX	Intex Resources ASA	Chief Executive Officer resigns	Nei	Ja	Ønske, for å fokusere på noe annet utenfor selskapet

8.3 Frivillig avgang over 60 år

Dato	utsteder ID	Selskap	Børsnotert melding	Avgang	Årsak	Tvungen =1, 1	Navn	Alder
12.02.2010	KOA	Kongsberg Automotive ASA	New Chief Executive Officer of Kongsberg A	ja	pensjon		Olav Vollidal	60
10.03.2010	BIOTEC	Biotec Pharmacon ASA	Svein Lien appointed new CEO of Biotec Ph	ja	pensjon		Lars Viksmoen	60
29.04.2010	TOTG	Totens Sparebank	PENSJON ADMINISTRERENDE BANKSJE	ja	pensjon		Herbjørn J. Stein	62
25.05.2010	MEDI	Medistim ASA	Ansettelse av ny administrerende direktør i f	ja	pensjon etter 25 år i selskapet		Nils-Erik Simons	65
02.07.2010	HELG	Helgeland Sparebank	PENSJON ADMINISTRERENDE BANKSJE	ja	pensjon		Arnt Krane	64
28.01.2011	BEL	Belship ASA	Belships ASA søker ny administrerende dire	ja	nedtrapping		Sverre J. Tidemå	61
01.02.2011	SAS	SAS AB	SAS Group today welcomes Rickard Gustaf	ja	ukjent		John s Dueholm	60
14.11.2011	TEL	Telenor ASA	Jan Edvard Thygesen leaves Telenor to bec	ja	ny jobb		Jan Edvard Thyg	60
30.04.2012	HRG	Hurtigruten ASA	CEO Olav Fjell resigns in Hurtigruten ASA	ja	ønsker å gå av		Olav Fjell	60
14.08.2012	SOAG	SpareBank 1 Østfold Akershus	Administrerende direktør fratrer 1.august 20	ja	pensjon		Ivar Listerud	63
06.12.2012	VEI	Veidekke ASA	Veidekke ASA : Arne Giske succeeds Terje	ja	pensjon		Terje R. Venold	61
02.01.2014	ORK	Orkla ASA	Åge Korsvold to step down as Orkla Preside	ja	ønsker å gå av		Åge Korsvold	68
21.07.2014	YAR	Yara International ASA	Yara International ASA: Svein Richard Brar	ja	pensjon		Jørgen Ole Hasli	63
26.03.2015	NCR	NRC Group ASA	CEO OF BLOM ASA DIRK BLAAUW RESIC	ja	ønsker å gå av		Dirk Blaauw	60
04.05.2015	ODF	Odffjell SE	Ny CEO utnevnt i Odffjell SE	ja	pensjon		Tore Jakobsen	64
12.05.2015	TEL	Telenor ASA	Sigve Brekke new Telenor Group CEO	ja	pensjon		Jon Fredrik Baks	61
27.05.2015	GYL	Gyldendal ASA	John Tørres Thuv ny konsernsjef i Gyldend	ja	pensjon		Geir Mork	60