



Examensarbete, 15 hp, Kandidatexamen i ekonomi inriktning
Bank och Finans
VT 2016

**Förändring i ledningsgruppens
sammansättning och dess påverkan
på kapitalmarknaden med kontextuellt
handlingsutrymme i fokus**
- En studie på den svenska marknaden

Malin Magnusson och Sandra Stilling

Sektionen för hälsa och samhälle

Authors

Malin Magnusson och Sandra Stilling

Title

Managerial turnover and the effect on the stock market with managerial discretion as a moderator: A study on the Swedish market

Supervisor

Timurs Umans

Examiner

Håkan Jankensgård

Abstract

Since long empirical research have explored how top management team turnover is related to firm performance and market related outcomes. Recently research started to explore the role discretionary context place in this relationship. Managerial discretion and its different aspects has been one such contextual attribute.

Highly publicized scandals in global, European and no less in Swedish context provided a plausible empirical reason to explore the relationship between top management team turnover and stock market performance with managerial discretion. Combining theories from corporate governance and corporate finance field of studies this thesis aims to explain how top management team turnover affects stock market reactions moderated by managerial discretion. This study adopts deductive reasoning and employs quantitative analysis.

The results show that top management turnover does not influence stock market reaction and this relationship is not contingent on contextual aspect of managerial discretion. The thesis suggests number of explanation to these non-findings and some of the findings.

Some of the interesting findings of the thesis indicate that past performance has a major effect on market reaction to the top management team turnover as well as that instead of playing the moderating role managerial contextual discretion has a direct effect on that outcome.

The thesis's theoretical contribution lays in argumentation for the relationship of the concepts under study as well as provides some empirical contributions by highlighting the development of managerial turnover and managerial discretion over a limited period of time.

Keywords

TMT turnover, Managerial discretion, Abnormal return, Corporate Governance, Stock market reaction

Författare

Malin Magnusson och Sandra Stilling

Titel

Förändring i ledningsgruppens sammansättning och dess påverkan på kapitalmarknaden med kontextuellt handlingsutrymme i fokus: En studie på den svenska marknaden

Handledare

Timurs Umans

Examinator

Håkan Jankensgård

Sammanfattning

Omfattande empirisk forskning har länge studerat hur olika aspekter av ledningsgruppen påverkar företagets prestation, samt hur aktiemarknaden reagerar på ny information som tillkännages. Vidare har forskning introducerat kontextuellt handlingsutrymme som en påverkande faktor mellan ledningsgruppen och företagets prestation.

Kombinationen av dessa koncept har tidigare inte studerats inom svensk kontext. Omtalade skandaler de senaste åren har varit konkursen av HQ Bank samt avskedandet av Swedbanks verkställande direktör. Denna uppsats syftar till att förklara hur en förändring i ledningsgruppens sammansättning påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. För att uppfylla syftet utgår studien utifrån en positivistisk syn med en deduktiv ansats samt en kvantitativ metod som grundas på en *event study*.

Resultaten visar att en förändring i ledningsgruppens sammansättning inte påverkar kapitalmarknadens reaktion med kontextuellt handlingsutrymme som en betingande faktor. Detta kan bero på den starka ägarstrukturen som svensk kontext präglas av. Däremot indikerar studien att orsaken till att en förändring uppstår möjligen har en påverkande effekt på kapitalmarknadens reaktion. Resultaten visar även att om företagets tidigare prestation varit positiv påverkar detta kapitalmarknadens reaktion positivt vid en förändring i ledningsgruppen.

En viktig slutsats är att det kontextuella handlingsutrymmet möjligen inte har en modererande effekt på sambandet mellan förändring i ledningsgruppens sammansättning och kapitalmarknadens reaktion. Däremot indikerar resultaten att kontextuellt handlingsutrymme kan ha en direkt påverkande effekt på sambandet istället.

Avslutningsvis bidrar denna studie med en argumentation samt diskussion kring relationen mellan förändring i ledningsgruppens sammansättning och kapitalmarknadens reaktion, och har således utvecklat tankesättet kring koncepten som studien berör.

Ämnesord

Förändring i ledningsgruppens sammansättning, Handlingsutrymme, Överavkastning, Bolagsstyrning, Kapitalmarknadens reaktion

Förord

Först och främst vill vi tacka varandra för gott samarbete och stort engagemang under ekonomiutbildningens tre år. Under utbildningens gång har ett gemensamt intresse inom ekonomi uppstått, vilket har tagit denna uppsats dit den är idag.

För det andra vill vi tacka Yuliya Ponomareva för att hon bidragit med sin expertis kring ämnet samt stöttning vid insamlingen av empiri.

För det tredje vill vi tacka Annika Fjelkner och Pernilla Carlsson för granskning av uppsatsens språk och struktur.

För det fjärde vill vi tacka våra nära och kära för att de har stöttat oss i upp- och nedgångar. Vidare vill vi även tacka för den förståelse de visat över att inte kunna träffa oss på grund av arbetet med uppsatsen, och när de väl träffat oss är det allt vi pratat om.

Sist men absolut inte minst vill vi rikta ett stort tack till vår exceptionella handledare Timurs Umans. Genom hans stora engagemang, kunskap, feedback, personlighet och humor hade denna uppsats aldrig blivit så sexig som den blev. Vi kommer aldrig glömma dina händelserika handledningar där en ny överraskning väntade vid varje handledningstillfälle. *We will never forget you!*

Kristianstad, 2016-05-26

Malin Magnusson

Sandra Stilling

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1. Bakgrund	8
1.2. Problematisering	10
1.3. Forskningsfråga.....	13
1.4. Syfte	13
1.5. Disposition	13
2. Litteratur.....	15
2.1. Teori.....	15
2.1.1. Behavioral theory of the firm.....	15
2.1.2. Upper echelon theory	19
2.1.3. Institutionell teori.....	20
2.1.4. Organizational ecology	22
2.1.5. Effektiva marknadshypotesen.....	24
2.1.6. Contingency theory.....	26
2.2. Definitioner	27
2.2.1. TMT	27
2.2.2. MT.....	28
2.2.3. MT och kapitalmarknadens reaktion	29
2.2.4. Kontextuellt handlingsutrymme.....	30
2.2.5. Effekterna av kontextuellt handlingsutrymme.....	32
3. Metod	36
3.1. Teoretisk metod.....	36
3.1.1. Forskningsposition och forskningsansats	36
3.1.2. Teorival	37
3.1.3. Källkritik	38
3.2. Empirisk metod	39
3.2.1. Tidshorisont	39
3.2.2. Urval	39
3.2.3. Begränsningar	40
3.2.4. Datainsamling och bortfall.....	40
3.2.5. Operationalisering.....	41
3.2.5.1. Oberoende variabel.....	42
3.2.5.2. Beroende variabel	42
3.2.5.3. Modererande variabel	44

3.2.5.4. Kontrollvariabler	44
3.2.6. Validitet, reliabilitet och generaliserbarhet	48
4. Empirisk analys.....	50
4.1. Beskrivande statistik.....	50
4.2. Beroende variabel	52
4.3. Korrelation.....	53
4.4. Regression.....	55
4.4.1. Resultat av multipel regression.....	55
4.4.2. Resultat av multipel regression utan extremvärden.....	58
4.4.3. Resultat av multipel regression med modererande variabel	59
4.5. Konsekvenser för hypoteserna.....	63
5. Slutsatser.....	64
5.1. Diskussion och slutsatser.....	64
5.2. Implikationer.....	67
5.3. Självkritik	68
5.4. Studiens bidrag	69
5.5. Förslag till framtida forskning	70
Referenslista	72
Bilagor	79
Bilaga 1: Ett upper echelon perspektiv av organisationen	79
Bilaga 2: Olika faktorer som påverkar chefers handlingsutrymme.....	80
Bilaga 3: Exkluderade företag	81
Bilaga 4: Kolmogorov-Smirnov test	82
Bilaga 5: Boxplot steg 1	83
Bilaga 6: Korrelationsmatris.....	84
Bilaga 7: Boxplot steg 2	85
Bilaga 8: Kontroll av företagets tidigare prestation	86
Bilaga 9: Urval av övriga multipel regressioner.....	87

Tabellförteckning

Tabell 1 Resultat av materialets beskrivande statistik	51
Tabell 2 Resultat av regression med alla variabler	56
Tabell 3 Resultat av regressioner med lägst signifikansnivå.....	57
Tabell 4 Resultat av regression utan extremvärden	59
Tabell 5 Resultat av regression med multiplikatorn som modererande variabel.....	61
Tabell 6 Resultat av regression med modererande variabel som kontrollvariabel	62

Figurförteckning

Figur 1 Studiens forskningsmodell	35
Figur 2 Histogram över kapitalmarknadens reaktion	52
Figur 3 Residualspridning med extremvärden steg ett	58

1. Inledning

I detta kapitel redogörs för uppsatsens bakgrund och problematisering. Därefter följer forskningsfrågan samt syftet. Avslutningsvis presenteras uppsatsens disposition.

1.1. Bakgrund

En förändring i ledningsgruppens sammansättning, även kallat *managerial turnover* (MT), är ett ämne som under en lång tid fascinerat allmänheten, populärpress och forskare. När det sker en förändring i ett företags ledningsgrupp, *top management team* (TMT), väcker det olika reaktioner hos exempelvis aktieägare och andra intressenter (Finkelstein & Hambrick, 1996). Kapitalmarknadens reaktion kan uppstå på grund av skandaler (Söderlind, 2015), avsked (DI, 2016) eller andra anledningar som involverar företaget (Dedman & Lin, 2002).

Ett omtalat ämne de senaste åren har varit skandalen gällande HQ Bank år 2008. Banken bedrev bland annat egenhandel med sina optioner för vinstsyfte och dessutom försökte banken mörklägga detta i årsredovisningarna (Aronsson, 2016). Flera av nyckelpersonerna i HQ Bank står numera åtalade för grovt svindleri och grovt bokföringsbrott. Några av de åtalade är Mikael König, före detta VD i HQ AB, samt Mats Qviberg som är före detta styrelseordförande i HQ-koncernen (Söderlind, 2015).

Aronsson (2016) menar att det sällan förekommer sådana grova åtal av bankers högt uppsatta chefer, styrelsemedlemmar och revisorer vilket gör denna härva intressant. Att agera som ledningsgruppen på HQ Bank gjorde, har lett till konsekvenser för bankens aktieägare. Vidare kräver bankens aktieägare skadestånd på fem miljarder svenska kronor (Aronsson, 2016). Detta är ett exempel på att agerandet av TMT påverkar både företagets värde och därmed även dess aktieägare negativt. Dock behöver byte av VD inte nödvändigtvis ge något nämnvärt utslag på aktiekursen. Ett exempel på detta är när SAS bytte VD år 2010, efter att dennes kontrakt löpt ut (SAS, 2010; Ström, 2010). När SAS tillkännagav att Rickard Gustafson skulle

tillträda som ny VD för bolaget, uppstod ingen större fluktuation i aktiekursen (SAS, 2010; Avanza, 2016).

Ytterligare ett omtalat ämne är Swedbankhärvan där före detta VD:n Michael Wolf har blivit anklagad för insiderinformation och därmed blivit avskedad från sin chefspost (DI, 2016; Åkesson, 2016). Detta till följd av aktieaffärer i Oniva Online Group år 2013. Michael Wolfs advokat bekräftar att VD:n har gjort affärer i bolaget år 2013 och 2014, men hävdar att Michael Wolf inte har besuttit någon insiderinformation (Neurath, 2016). Däremot hävdar Neurath (2016) att Swedbank har beviljat Oniva Online group lån, på 25 miljoner svenska kronor, under bolagets krisdrabbade år 2012. Därmed fanns det en nära affärsrelation och insyn i Oniva Online Groups finansiella situation. Lånen bidrog i sin tur till att aktiekursen ökade under år 2013 (Neurath, 2016). Efter avskedandet av Michael Wolf är Swedbank i process av att anställa en efterträdande VD (DI, 2016).

När Michael Wolf avskedades från sin chefspost, sålde han alla sina aktier i Swedbank. Petter Hedborg, VD på Modular Finance, hävdar att Michael Wolfs avsålda aktieinnehav inte påverkade aktiekursen nämnvärt. Däremot sjönk aktien med cirka sex procent efter att Michael Wolf avskedades (Töpffer, 2016). Frågan om ett företag ska behålla nyckelpersoner i företaget eller byta ut dem beror på situationens kontext, och befintliga studier har ännu inte fångat denna komplexitet menar Krug, Wright och Kroll (2015).

Det har länge pågått omfattande empirisk forskning kring hur olika aspekter av TMT påverkar företagets prestation, samt hur aktiemarknaden reagerar på ny information som tillkännages (Mackey, 2008; Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). Den historiska forskningen skiljer sig åt och två olika synsätt gällande ämnet har uppstått. Å ena sidan hävdas att ledningen har starkt inflytande på företagets prestation (Voussemer, Burchard, Schäffer & Schweizer, 2013), å andra sidan anser andra forskare att högt uppsatta ledare är överflödiga och spelar endast en symbolisk roll i företaget (Pfeffer, 1981). Det vill säga att företagets resultat kännetecknas av ledarens förmåga att agera som 'spindeln i nätet' vid komplexa situationer (Mackey, 2008). Enligt *the population ecology view* ska inte företagets prestation påverkas av

anpassning eller lärande (Mintzberg, Ahlstrand, & Lampel, 2009). Därmed anses företagets prestation endast vara en funktion av marknaden (Hambrick & Mason, 1984), och TMT har ingen möjlighet att påverka kapitalmarknadens reaktion.

Empirisk forskning försöker även reda ut och ge tydliga slutsatser om hur MT påverkar kapitalmarknaden (Wallace, Worrell & Cheng, 1990; Pessarossi & Wiell, 2013). Vidare visar studier på både positiva (Adams & Mansi, 2009) och negativa reaktioner (Dedman & Lin, 2002; Hu & Leung, 2010), eller ingen betydande reaktion alls, mellan MT och kapitalmarknadens reaktion (Pessarossi & Wiell, 2013). Dedman och Lin (2002) argumenterar för att den negativa påverkan på aktien tenderar att vara starkt motiverad av hur pressen beskriver MT, snarare än vad företaget själva tillkännagav offentligt. Kort sagt: vad är det egentligen som förklarar de varierande resultaten gällande relationen mellan MT och kapitalmarknadens reaktion?

1.2. Problematisering

MT är en viktig sida av ett företags styrningssystem. Ett sätt för intressenter att övervaka och kontrollera företagsledningen är att anpassa chefers incitament med företagets prestation. Därmed är förhållandet mellan MT och företagets prestation ett bra sätt att mäta effektiviteten i företagets styrningssystem (Hu & Leung, 2010). Vad gäller begreppet *turnover*, förändring i sammansättningen, som händelse har det ett symboliskt värde då det avslöjar tidigare okänd information för marknaden. Förändring i sammansättningen kan även signalera företagets engagemang att göra någon typ av förändring (Daily & Dalton, 1995; Adams & Mansi, 2009; Zhang & Wiersema, 2009; Vossemer et al., 2013).

Majoriteten av den tidigare forskningen som har gjorts på toppchefer och strategier, har nästan uteslutande fokuserat på VD:n (e.g. Taylor, 2010; Intintoli, Zhang & Davidson, 2014; Jenter & Kanaan, 2015). Dock delar VD:n uppgifter, och i vissa fall även makt, med övriga medlemmar i TMT (Hambrick & Mason, 1984). Fokus bör således riktas mot delar av TMT då det finns fler nyckelpersoner, utöver VD:n, som påverkar ett företags strategiska beslutsfattande (Hambrick & Mason, 1984; Tichy & Cohen, 1997; Mackey, 2008; Umans, 2012; Vossemer, Schäffer &

Schweizer, 2014; Ponomareva & Umans, 2015). Att studera konsekvenserna av MT i TMT, leder till en större förståelse än vid enbart granskning av VD byte (Finkelstein & Hambrick, 1996).

Den tidigare forskningen har kommit fram till två generella slutsatser gällande hur MT påverkar företagsprestationen. Den första slutsatsen visar att tvingat MT har ett signifikant negativt samband med företagsprestation (Hu & Leung, 2010). Voussemer et al. (2013) menar att aktiekursen reagerar olika beroende på om tillkännagivandet av MT är förväntat eller ej. En klassificering av MT leder till en mer sammanhängande förklaring gällande aktieprisets reaktion vid tillkännagivandet av MT (Voussemer et al., 2013). Den andra slutsatsen visar att det omvända förhållandet mellan MT och företagsprestation orsakas av påtryckningar från den externa kapitalmarknaden (Hu & Leung, 2010).

Utifrån ett finansiellt perspektiv ska marknaden omvärdera den förväntade prestationen av ett företag så snart information om MT tillkännages (Voussemer et al., 2013). Enligt den effektiva marknadshypotesen reflekterar aktiepriserna på marknaden all tillgänglig information samt alla händelser som har skett eller som marknaden förväntar ska ske (Fama, 1965a; Fama, 1965b; Fama, 1991). Detta innebär att ett tillkännagivande av ett förväntat MT inte skulle påverka aktiekursen (Mintzberg et al., 2009), då det officiella tillkännagivandet är en form av bekräftelse på vad kapitalmarknaden redan har prissatt (Worrell et al., 1986; Voussemer et al., 2013).

Däremot finns det forskare inom styrning som hävdar att TMT påverkar företagets prestation, i enlighet med *the contingency view*. Dessa teoretiker menar att företagets prestation beror på olika faktorer som till exempel storlek på organisationen (Finkelstein & Hambrick, 1996), teknologin och stabiliteten av dess kontext (Mintzberg et al., 2009). Med stöd av detta kommer alltså marknaden att reagera på MT då ett företags prestation påverkas av diverse faktorer (Cyert & March, 1992), och inte endast beror på marknaden. Detta visar att beroende på om tidigare forskning utgår från ett finansiellt perspektiv alternativt ett styrningsperspektiv, blir resultaten olika.

Utifrån ett styrningsperspektiv introducerade Hambrick och Finkelstein (1987) begreppet *managerial discretion*, även kallat handlingsutrymme, med orsak av de olika resultaten gällande sambandet mellan TMT och företagens prestation. Dels som en möjlig påverkande faktor i sambandet mellan TMT och företagens prestation, och dels som argument för att få en djupare förståelse för sambandet om hänsyn tas till handlingsutrymme (Hambrick & Finkelstein, 1987).

Följaktligen kommer denna uppsats att undersöka hur MT påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. Detta skiljer sig från Vossemer et al. (2013) som undersöker hur MT påverkar kapitalmarknaden i ett land som präglas av låg grad av handlingsutrymme.

Anledningen till att det är intressant att titta på handlingsutrymmet på en kontextuell nivå är på grund av möjligheten för TMT att påverka ett företags prestation avsevärt kan variera beroende på industri (Hambrick & Finkelstein, 1987). Studier har visat att strategi och prestation är starkare i företag där TMT har hög grad av handlingsutrymme (Haleblian & Finkelstein, 1993; Yamak, Nielsen & Escribá-Esteve, 2014). Yamak et al. (2014) hävdar dock att förståelsen för hur den externa miljön influerar TMT fortfarande är begränsad och att definitionen av företagens miljö har varit snäv. Följaktligen är detta ytterligare en anledning till varför det är intressant att studera handlingsutrymme på en kontextuell nivå.

Beroende på vilken kontextuell nivå företaget är verksamt i, finns det mer eller mindre handlingsutrymme. Antingen kan TMT styra företaget fritt med hög grad av handlingsutrymme och därmed påverka företagens prestation och värde (Haleblian & Finkelstein, 1993), eller kan TMT begränsas av en rad olika externa och interna faktorer i beslutsfattandeprocessen (Hambrick & Finkelstein, 1987; Vossemer et al., 2013). Om det inte finns något handlingsutrymme hos TMT, spelar det ingen roll om det uppstår MT i företaget. Därmed bör företagets kontextuella handlingsutrymme vara en förklaring till de varierande resultaten mellan förändring i ledningsgruppens sammansättning och kapitalmarknadens reaktion.

1.3. Forskningsfråga

Hur påverkar en förändring i ledningsgruppens sammansättning reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor?

1.4. Syfte

Vår studie syftar till att förklara hur en förändring i ledningsgruppens sammansättning påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor.

1.5. Disposition

Kapitel 1 - Inledning

I första kapitlet presenteras studiens bakgrund följt av en problematisering. Därefter följer denna studies forskningsfråga samt syfte och första kapitlet avslutas med denna disposition.

Kapitel 2 - Litteratur

I det andra kapitlet introduceras forskningens teoretiska stöd med en tydlig förklaring till varje teori. Vidare följer ett förtydligande av studiens olika begrepp och dess definitioner samt forskningens två hypoteser.

Kapitel 3 - Metod

I det tredje kapitlet presenteras forskningens teoretiska metod innefattande forskningsposition och ansats, teorival samt källkritik. Vidare följer den empiriska metoden med förtydligande om tidshorisont, urval, begränsningar, datainsamling samt en operationalisering. Den empiriska metoden avslutas med ett resonemang kring validitet, reliabilitet och generaliserbarhet.

Kapitel 4 - Empirisk analys

I det fjärde kapitlet framgår forskningens resultat vilka analyseras och kopplas till teorin och hypoteserna.

Kapitel 5 - Slutsatser

I det femte, och avslutande, kapitlet presenteras forskningens slutsatser. Vidare följer en diskussion om implikationer, självkritik, vad studien bidrar med samt förslag till framtida forskning.

2. Litteratur

För att kunna förklara hur MT påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor, presenteras ett teoriavsnitt. Vidare tydliggörs olika definitioner som förekommer i uppsatsen samt vilka hypoteser som ligger till grund för analysen, vilka förtydligas i figur 1.

2.1. Teori

För att uppfylla syftet med uppsatsen presenteras sex teorier och teoretiska perspektiv: *behavioral theory of the firm*, *upper echelons theory*, institutionell teori, *organizational ecology*, effektiva marknadshypotesen samt *contingency theory*.

2.1.1. Behavioral theory of the firm

The behavioral theory of the firm (Cyert & March, 1992) är en av grundstenarna för vetenskapliga studier av ett företags agerande. Teorin delar många av tidigare studiers grundläggande idéer men tillämpar dessa i nya organisatoriska områden (Gavetti, Greve, Levinthal & Ocasio, 2012). Inom företaget genereras information, beslut tas, resultat utvärderas och tillvägagångssätt förändras. Om kapitalmarknaden helt bestämmer företags ekonomiska beteende (Fama, 1965a; Fama, 1965b; Fama, 1991), skulle dessa interna egenskaper vara irrelevanta (Cyert & March, 1992). Cyert och March (1992) hävdar dock att marknaden inte är så genomgripande eller enkel, och att företag har viss kontroll över marknaden. Vidare ser Cyert och March (1992) marknaden genom ett organisationsperspektiv och menar att företag har en viss grad av handlingsutrymme på marknaden.

Den traditionella teorin om företag, *the theory of the firm*, har ett marknadsmässigt fokus på pris och utfall (Gavetti et al., 2012). Denna teori behandlar två huvudsakliga områden. Det första området är förhållandena för maximering av nettovinst, och det andra området är analyser av förändringar i jämviktspositioner. Antaganden om rationalitet i den traditionella teorin om företag kan förenklas till två olika förutsättningar: (1) företag försöker maximera vinsten (2) företag agerar med perfekt kunskap (Cyert & March, 1992). Under förutsättningen att ett företag är verksamt på

en marknad med perfekt konkurrens, hävdar den traditionella teorin om företag att syftet med företaget är att maximera nettoomsättningen utifrån givna priser och en tekniskt bestämd produktionsfunktion (Cyert & March, 1992).

Den traditionella teorin om företag är i huvudsak en teori om marknader som syftar till att förklara hur resurser fördelas genom ett prissystem (Cyert & March, 1992). Däremot hävdar Cyert och March (1992) att det finns vissa aspekter som den traditionella teorin om företag inte tar upp, såsom den interna resursfördelningen samt processer för prissättningen (Gavetti et al., 2012). Med anledning av detta fortsatte forskningen att studera hur processer i ett företag fungerar på en lägre nivå, som individnivå samt gruppnivå. Detta blev startpunkten för *the behavioral theory of the firm* (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

The behavioral theory of the firm måste härledas från logiska och psykologiska mänskliga val och måste ha i åtanke vilka gränser som finns för rationalitet samt på vilket sätt det påverkar organisationer, som i sin tur påverkar gränser för beslutsfattaren. En begränsad rationalitet är således avgörande för att greppa kärnan i organisationers beteende (Simon, 1997; Gavetti et al., 2012; Umans, 2012).

The behavioral theory of the firm speglar den faktiska psykologin hos rationella agenter, som dock inte överensstämmer med den så kallade agentteorin (Jensen & Meckling, 1976). Då beslutsfattarna i organisationen saknar perfekt kunskap, och måste söka information, avviker deras handlingar från agentteorins antagande där agenten försöker maximera sin egen nytta. Istället följer agenten olika beslutsregler (Gavetti et al., 2012). Denna idé byggde Simon (1947) samt Cyert och March (1992) vidare på för att kunna förstå hur beslut tas i organisationer. För att förstå hur organisationer uppnår en rimlig nivå av rationalitet, krävs en alternativ teori till agentteorin (Gavetti et al., 2012). Därmed utgår *the behavioral theory of the firm* från en alternativ teori som kan sammanfattas i tre olika antaganden gällande begränsad rationalitet.

Det första antagandet är *satisficing* (Simon, 1997). Individer maximerar inte, de tillfredsställer. Detta innebär att de väljer det första alternativet de förväntar sig vara

tillfredsställande. Definitionen av tillfredsställande beror på individens ambitionsnivå, som i sin tur påverkas av andra faktorer, som till exempel tidigare prestation (Gavetti et al., 2012).

Det andra antagandet är *search*. Individer har begränsad rationalitet på grund av att de endast vet en liten del av möjliga valalternativ och dess värde. Detta skiljer sig därmed mot vad rationalitet är i agentmodellen då information eller valmöjligheter inte naturligt tillfaller individen, utan måste letas upp. *Satisficing* fungerar inte endast med avseende på valet av ett visst alternativ, utan misslyckanden att uppnå ett tillfredsställande utfall sätter igång sökprocessen. Sökprocessen slutar när ett alternativ som förväntas tillfredsställa har hittats. Därmed är förväntningarna av vikt i beslutsprocessen (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Det tredje och sista antagandet är *rules, standard operating procedures and status quo*. I många företagsbeslut är osäkerheten betydande då den information som krävs för att göra helt rationella beslut inte är tillgänglig, eller svår att få tag i. För att klara av detta, använder individer mekanismer (e.g. standardrutiner i organisationer) för att bespara sig behovet att förutse den avlägsna framtiden. Standardrutinerna aktiveras vanligen på grund av en kris eller problem i planeringsprocessen (e.g. prestationen faller under en önskad nivå). Då standardrutiner bygger på erfarenheter tenderar dessa rutiner att vara relativt enkla, och smalnar av sökandet till närområden till det aktuella problemet (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Med andra ord leder denna typ av begränsad rationalitet till ett urval av val, likt en halvautomatisk process, som informeras av det förflutna men verkar i nuet. Företag är regelbaserade, löser problem och godtar lösningar som sällan förändrar *status quo* (Gavetti et al., 2012). Vidare används fyra så kallade relationskoncept vilka, tillsammans med de tre antagandena om begränsad rationalitet ovan, leder till framställningen av *the behavioral theory of the firm* och utgör hjärtat i teorin (Cyert & March, 1992).

Det första relationskonceptet är *quasi-resolution of conflict*, det vill säga halva konfliktlösningar, vilket är det sätt organisationer tenderar att tillämpa för att ta itu

med medlemmars olika mål. Detta sker genom en koalition som representerar tillfälliga kompromisser mellan de olika målen. Denna koalition kan således leda till godtagbara alternativ till lösningar och det valda alternativet ska möta de efterfrågade målen i koalitionen. Ett viktigt antagande är att möjligheten att uppnå ett mål till fullo vanligtvis inte sker (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Det andra relationskonceptet är *uncertainty avoidance*, det vill säga undvikande av osäkerhet, vilket är tendensen att välja beslutsregler. Dessa regler lyfter fram kortsiktiga svar på feedback och kräver därmed få prognoser. Organisationen undviker osäkerhet genom att följa vanliga procedurer och löser brådskande problem, till skillnad från att utveckla strategier på lång sikt. Istället för att förutspå den framtida kontexten genom strategier försöker organisationer skapa en förhandlad miljö (e.g. genom kontrakt) med ömsesidigt beroende aktörer (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Det tredje relationskonceptet är *problemistic search*, det vill säga problematiskt sökning, vilket är nära kopplat till antagandet om *satisficing*. Problematisk sökning är motiverat av att få bukt med problem (e.g. prestandabrist) och styrs av enkla modeller av kausalitet samt påverkas av organisatoriska erfarenheter och individuella mål. Kortfattat är det första tillfredsställande alternativet det organisationen accepterar. När det då finns en policy som tillfredsställer önskade mål minskas sökandet av alternativa lösningar (i.e. när ett misslyckande uppstår ökar sökandet)(Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Det fjärde och sista relationskonceptet är *organizational learning*, det vill säga organisatoriskt lärande. Detta uppstår när sök- och förändringscyklar leder till anpassning av mål, anpassade regler om fokus (e.g. organisationer uppmärksammar vissa delar av kontexten de är verksamma i och ignorerar andra delar) och anpassade sökregler. Ett antagande är att förändrade erfarenheter i en organisation leder till att organisationen ändrar sina mål, byter fokus och ser över sina procedurer för sökning om möjliga valalternativ (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Dessa fyra relationskoncept används för att bilda en mer realistiskt vy på organisationens beteende, för att förutse organisatoriska åtgärder. Således är *the behavioral theory of the firm* en relevant teori för att studera hur kapitalmarknaden reagerar på MT, jämfört med att studera jämviktsmodeller genom den traditionella teorin om företag där företagets interna egenskaper är irrelevanta (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Utifrån ett styrningsperspektiv och i enlighet med *the behavioral theory of the firm*, spelar chefer en betydande roll för företagets prestation och därigenom även kapitalmarknadens reaktion. Teorin går ner på individnivå samt gruppnivå och studerar hur processer i företaget fungerar. Chefers agerande kommer således att återspeglas i olika utfall för företaget och därmed även ge olika reaktioner på marknaden. Vidare påverkas även kapitalmarknadens reaktion av chefers val att lämna eller söka sig till företag, då det signalerar olika aspekter för kapitalmarknaden. Med anledning av detta är det av relevans att tillämpa denna teori gällande hur MT påverkar kapitalmarknadens reaktion.

2.1.2. *Upper echelon theory*

Upper echelons theory fokuserar på de högsta beslutsfattarna i en organisation vilket leder till en analys på ett grupperspektiv inom ramen av strategisk management forskning (Hambrick & Mason, 1984; Yamak et al., 2014). Resultatet från företagets strategi och effektivitet speglar de unika värden och intellektuella grunderna som högt uppsatta chefer har i ett företag. *Upper echelons* perspektivet utgår således från att chefer i TMT har en viktig roll vad gäller företagets prestation (Hambrick & Mason, 1984). En chefs personliga tolkningar kan påverkas av erfarenhet, värdering och personlighet, vilket i sin tur får en inverkan på besluten som fattas av denne (March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963; Hambrick & Mason, 1984).

Vidare bör fokus riktas mot cheferna i ledningsgruppen för att kunna förstå hur ett företag agerar och varför ett företag utför saker på ett visst sätt (Hambrick, 2007). Hambrick och Mason (1984) formar två olika synsätt genom sitt teoretiska perspektiv: (1) Att rikta in sig på egenskaperna (e.g. ålder, tidigare utbildning och finansiell position) hos TMT kommer ge en starkare förklaring till olika företags

prestationer än vid enbart granskning av VD:n (se Bilaga 1). (2) Att demografiska egenskaper hos en chef kan vara en giltig proxy för en chefs kognitiva rammar. Dock finns det en svårighet i att finna denna typ av data, vilket gör det problematiskt att kunna utveckla förutsägelser angående företagets strategiska åtgärder. Detta leder till ett problem som kallas *the black box problem* (i.e. genom att använda sig av demografiska indikatorer, förloras det psykologiska och sociala perspektivet gällande vad som driver en chefs beteende)(Hambrick & Mason, 1984; Lawrence, 1997).

Vidare hävdar studier inom *upper echelon theory* att den enskilda chefen i TMT utvecklar starkare hängivenhet till företaget, men utvecklar även starkare sociala kretsar och skapar starkare band till samhället över tiden (Vancil, 1987; Krug 2003). När cheferna i TMT arbetar tillsammans under långa perioder uppnår de unik kunskap, som i sin tur leder till att ett beslutsfattande hos en enskild chef är värdefullt för företagets verksamhet (Krug, 2003). Utifrån att beslutsfattande hos en enskild chef är av betydelse för företagets verksamhet, blir det intressant att studera vad MT har för påverkan på kapitalmarknadens reaktion med detta teoretiska perspektiv som utgångspunkt.

MT bör påverka företagets prestation och i sin tur även reaktionen på kapitalmarknaden, utifrån ett *upper echelons* perspektiv (Cyert & March, 1992; Finkelstein & Hambrick, 1996; Mintzberg et al., 2009; Vossemer et al., 2013). Det är således av betydande vikt att titta på de enskilda beslutsfattarna i en organisation. Beroende på vilken livshistoria cheferna i TMT präglas av eller vilka personliga egenskaper dessa har, kan det resultera i olika förklaringar till organisatoriska resultat och förändringar i TMT. Varje chef besitter unik kunskap som influerar dennes strategiska beslutsfattande. Detta innebär att chefer kan ta olika beslut i samma typ av fråga, vilket kan leda till olika utfall i företagets resultat och även olika reaktioner på kapitalmarknaden.

2.1.3. Institutionell teori

Institutionell teori grundas i Max Webers uttalande om att det finns en så kallad 'järnbur' av rationalitet vilket formar vad chefer möter (Mintzberg et al., 2009). Teorin betonar institutionella påtryckningar en organisation får från andra

organisationer och förnuftet att hålla fast vid samhällets regler och normer (Mintzberg et al., 2009; Baixauli-Soler & Sanchez-Martin, 2011; Terjesen, Hessels & Li, 2016). Företagen strävar efter att anta strukturer och processer som bäst anpassar sig till de normer, värderingar och övertygelser som hålls inom den institutionella miljön de befinner sig i (Baixauli-Soler & Sanchez-Martin, 2011).

Institutionella teoretiker hävdar att politiska och ideologiska påtryckningar från omgivningen dramatiskt minskar strategiska valmöjligheter och omgivningen blir därmed en 'järnbur' (Mintzberg et al., 2009). Teorin ser företagets kontext som ett lager av ekonomiska och symboliska resurser. Ekonomiska resurser är det välbekanta och konkreta (e.g. pengar, mark och maskiner). Symboliska resurser omfattar bland annat rykten om effektivitet och prestige i samband med allianser med välkända företag. Vidare blir strategi ett sätt att skaffa ekonomiska resurser och omvandla dessa till symboliska resurser för att skydda organisationen från osäkerhet i sin omgivning (Mintzberg et al., 2009).

Omgivningen i denna mening består av samspelet mellan nyckelleverantörer, konsumenter, myndigheter samt konkurrenter. Med tiden blir detta en kraftfull och komplicerad uppsättning normer som dominerar. Därmed måste en organisation bemästra dessa normer för att vara framgångsrik. På så sätt drivs organisationer, i samma omgivning, till att tillämpa liknande strukturer och metoder (Mintzberg et al., 2009). Denna typ av imitationer, även kallad institutionell isomorfism, agerar som ett skydd för organisationer för att de inte ska få sitt agerande ifrågasatt (Meyer & Rowan, 1977; Mintzberg et al., 2009).

Institutionell teori skiljer mellan tre typer av isomorfism: *coercive*, *mimetic* och *normative*. *Coercive*, det vill säga tvingande, isomorfism innefattar påtryckningar om att anpassa sig. Dessa utövas genom bland annat normer, regler eller inflytande från andra organisationer som företaget är beroende av. *Mimetic*, det vill säga mimetisk, isomorfism är resultatet av imitationer vilka uppstår under osäkerhet. Organisationer imiterar metoder från framgångsrika konkurrenter, på grund av att de associerar metoderna med framgång. *Normative*, det vill säga normativ, isomorfism uppstår från starka inflytanden av professionell expertis. Detta driver organisationer till

homogenitet och många organisationer influeras av experter som tar med sina egna professionella normer i beslutsfattandet (DiMaggio & Powell, 1983; Mintzberg et al., 2009).

Vidare spekulerar studier om institutionell teori om effekter av statliga begränsningar av frihet, konkurslagstiftning och en mängd olika formella och informella institutioner om företagande (Terjesen, Hessels & Li, 2016). Institutionella teoretiker är medvetna om att den kombinerade effekten av olika former av isomorfism begränsar organisationen på så sätt att de verkar ha lite utrymme för oberoende beslutsfattande (Mintzberg et al., 2009). Chefer har således lite effekt på vad som påverkar organisationer eftersom organisationer är ytterst tröga, påverkas av externa krafter och begränsas av en mängd sociala regler och normer (Hambrick, 2007).

Slutligen är institutionell teori av intresse då den studerar påverkan på organisationers beslutsfattande. Dock hävdar teorin att chefer har lite effekt på det som influerar organisationer, och därmed bör förändringar i MT inte påverka kapitalmarknadens reaktion. Denna teori stödjer således det finansiella perspektivet i sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion, då det är marknadens påtryckningar som påverkar organisationens beslutsfattande. Denna uppsats syftar till att studera sambandet utifrån ett styrningsperspektiv och således blir denna teori mindre relevant i detta avseende.

2.1.4. Organizational ecology

Organizational ecology är ett sociologiskt inriktat perspektiv (Carroll, 1984) som studerar en organisations mångfald (Singh & Lumsden, 1990), men även sociala förändringar (Hannan & Freeman, 1989). Detta perspektiv fokuserar på att undersöka hur sociala förhållanden influerar tre viktiga beståndsdelar i en organisation. Dessa beståndsdelar är (1) graden av kreation i skapandet av nya organisationer och organisationsformer, (2) graden av nedläggningar av organisationer och organisationsformer samt (3) graden av förändring i organisationsformer. Med andra ord är det dynamiken av dessa processer som påverkar organisationens mångfald (Singh & Lumsden, 1990). Vidare utgör organisationens mångfald i någon sfär av aktivitet (e.g. vetenskaplig forskning) ett 'förråd' av alternativa lösningar på olika

uppsättningar av problem gällande resultat. Dessa alternativa lösningar är inbyggda i organisationens struktur och strategi (Hannan & Freeman, 1989).

Vidare kan organisationen ses i en extern kontext, som är beroende av externa resurser för att kunna överleva och få näring. Olika förhållanden i organisationens kontext formar, men även begränsar, organisationens struktur (Carroll, 1984). En av de externa faktorerna mot *inertia*, det vill säga tröghet, är det rationella problemet. Det är problematiskt att fastställa att en strategi som är rationell för en specifik beslutsfattare, fortsätter att vara rationell för TMT. Således bör det inte förutsättas att ett agerande som är anpassningsbart för en enda organisation, i en föränderlig miljö, kommer att vara anpassningsbar för flera konkurrerande organisationer som inför en liknande strategi (Hannan & Freeman, 1977; Mintzberg et al., 2009).

Organizational ecology uppmärksammar även organisatoriska egenskaper (e.g. storlek). Det ekologiska perspektivet argumenterar för att existerande organisationer, främst de största och de mest kraftfulla, sällan förändrar sin strategi och struktur snabbt nog för att upprätthålla efterfrågan av osäkra och föränderliga miljöer (Hannan & Freeman, 1989). Vidare hävdas även att den grundläggande strukturen och karaktären av en organisation bestäms kort efter organisations uppstart (Hannan & Freeman, 1977; Mintzberg et al., 2009).

En gren av det ekologiska perspektivet är *the adaption perspective*. Det antas vanligen att ledningsgruppens auktoritet och kontroll lokaliserar beslut angående organisationen som helhet. Det vill säga att organisationer påverkas av sina egna miljöer. Men organisationen påverkas även av hur ledningsgruppen utformar strategier, hur de fattar beslut och hur dessa implementeras (Hannan & Freeman, 1977). Detta leder till att relationen mellan struktur och miljö måste spegla anpassning och lärande (Hannan & Freeman, 1977; Hannan & Freeman, 1989). Dock menar Hannan & Freeman (1977) att det inte finns någon anledning att anta att stora strukturella variationer mellan organisationer, endast eller ens reflekterar anpassning i första hand.

Sammanfattningsvis säger Hannan och Freeman (1977) att “we will continue to doubt that the major features of the world of organizations arise through learning or adaptation” (s. 957). Detta innebär att MT inte skulle ha en påverkan på kapitalmarknadens reaktion ur ett *organizational ecology* perspektiv. Teorin är relevant för att bland annat förstå hur organisationers dynamik fungerar ur ett sociologiskt perspektiv, men irrelevant i avseendet av MT ur ett styrningsperspektiv. Denna typ av teoretiskt perspektiv har dessutom fått kritik för att vara abstrakt, vag och förenad av flera dimensioner (Mintzberg et al., 2009) vilket kan vara problematiskt att applicera på verklighetens organisationer. Dock är det en teori som bör lyftas fram då det är ett finansiellt perspektiv på ämnet i fråga.

2.1.5. Effektiva marknadshypotesen

I flera decennier har olika författare (e.g. Hamilton, 1922; Rhea, 1932) argumenterat för teorier, såsom *the dow theory*, med samma grundläggande antagande. Det grundläggande antagandet är att en akties tidigare prishistorik är fylld med information gällande dess framtida beteende (Fama, 1965a). Det innebär att analytiker, genom noga fundamentala beräkningar, ska kunna säga vad priset på aktien är imorgon och på så sätt kan investeraren öka den förväntade vinsten (Fama, 1991).

I motsättning till ovan nämnda teoretiker och antagande, är det enligt Fama (1965a) inte möjligt att förutspå framtiden genom att studera historiska händelser (i.e. *the random walk theory*). Utifrån *the random walk theory* är dagliga avkastningar oberoende av historiska mönster och prISRörelser, det vill säga att det inte finns något att lära av att titta i backspeglarna. Om marknaden omedelbart justerar priser för en tillgång vid ny information, bör framtida priser enbart bero på framtida information (Fama, 1965a). Således skulle MT, beslut som tas av TMT och andra typer av förändringar vara obetydliga för reaktionen på kapitalmarknaden (Cyert & March, 1992).

Random walk teoretiker brukar avvika från antagandet att större börser är bra exempel på effektiva marknader. Förutsättningar som ligger till grund för en effektiv marknad är att det inte finns några transaktionskostnader, all information är allmän

(i.e. finns inga insiders på marknaden) och kostnaden att få tillgång till information är obefintlig (Fama, 1991). Enligt Fama (1991) är ytterligare en förutsättning att det finns ett stort antal investerare som är rationella och vinstmaximerande, som aktivt konkurrerar om att förutsäga värdepapprets framtida värde.

I en effektiv marknad leder konkurrensen mellan investerarna slutligen till att de faktiska priserna på enskilda värdepapper redan återspeglar effekterna av den information som redan tillkännagivits. Det vill säga att marknaden reflekterar alla händelser som redan har inträffat och som kommer att inträffa. Med andra ord, i en effektiv marknad kommer det faktiska priset på det enskilda värdepappret vara en god uppskattning av dess egenvärde (Fama, 1965a; Fama 1965b; Fama, 1991). I sin tur hävdar Shiller (1984) att en investerares beslutsfattandeprocess speglas i beteendet hos personen ifråga. Individer är irrationella (c.f. Fama, 1991) och individer påverkas av många olika faktorer (e.g. socialt beteende och attityd till aktier). Det råder med andra ord delade meningar angående en investerares rationalitet.

Avslutningsvis ligger dilemmat i hur den effektiva marknadshypotesen ska testas. Det krävs en kapitalprissättningsmodell, det vill säga en jämviktsmodell, för att kunna mäta om kapitalmarknaden är effektiv (Fama, 1991). Fama (2014) menar att "we can't test whether the market does what it is supposed to do unless we specify what it is supposed to do" (s. 1467). Därmed har även *joint-hypothesis problem*, även kallat det dubbla hypotesproblemet, uppstått. Eftersom det inte med säkerhet går att bevisa om riskjusterad avkastning är en följd av en felkonstruerad jämviktsmodell eller en ineffektiv marknad (Fama, 1970; Fama, 1991; Fama 2014). Vidare finns det ingen lösning på hur man faktiskt mäter om marknaden är effektiv eller om marknaden är perfekt i alla avseenden (Fama, 2014).

Utifrån effektiva marknadshypotesen, och således ett finansiellt perspektiv, har någon form av förändring i ledningsgruppen ingen betydelse för hur marknaden reagerar. I en perfekt marknad skulle alla investerare ta identiska beslut, oavsett om MT inträffar eller ej. Det innebär således att enligt ett finansiellt perspektiv sker inte

någon reaktion på kapitalmarknaden vid förändring i TMT, då det är kapitalmarknaden som påverkar organisationens beslutsfattande.

2.1.6. *Contingency theory*

The contingency theory motsätter sig den klassiska synen om att det finns ett bästa sätt att styra en organisation på (Mintzberg et al., 2009; Grötsch, Blome & Schleper, 2013). Teorin betonar strukturella förändringar som stämmer överens med organisationsstrukturer med kombinationer av teknik och miljö (Hannan & Freeman, 1989; Taylor & Taylor, 2014). *Contingency* teoretiker hävdar således att det bästa sättet att styra en organisation på beror på olika faktorer som bland annat organisationens storlek, teknik, stabilitet i sin kontext och konkurrens (Drazin & Van de Ven, 1985; Gerdin & Greve, 2004; Mintzberg et al., 2009; Taylor & Taylor, 2014). Detta uppfyller insikten om att olika situationer ger upphov till olika beteenden, men ger också en mer systematisk beskrivning av miljön (Mintzberg et al., 2009). Existensen av företag som både presterar högt och lågt är ett resultat av olika, mer eller mindre, framgångsrika kombinationer av kontext och struktur. Genom att studera ett samband ur ett *contingency* perspektiv förklaras således variationer i företags prestation i termer av ömsesidiga effekter av kontext och struktur (Gerdin & Greve, 2004).

Vidare kan olika faktorer påverka en organisations prestation (Gerdin & Greve, 2004), dessa kan sammanfattas i fyra huvudgrupper (Mintzberg et al., 2009). Den första huvudgruppen är stabilitet (Miles, Snow, Meyer & Coleman, 1978). En organisations miljö kan variera från stabil till dynamisk. Det finns flera olika faktorer som kan göra en miljö dynamisk (e.g. instabil regering eller förändringar i kundernas efterfrågan), men de verkliga problemen orsakas av förändringar som sker oväntat där inga mönster kunnat anas i förväg (Mintzberg et al., 2009). Den andra huvudgruppen är komplexitet. En organisations miljö kan variera från enkla till komplexa. Viktigt att notera är att en komplex miljö kan vara stabil medan en dynamisk kan vara relativt enkel. Den tredje huvudgruppen är marknadsdiversifiering. Marknaderna i en organisation kan variera från integrerad till diversifierad, till exempel en järngruva som säljer sin råvara till ett enda stålverk jämfört med en *trade commission* som syftar till att bidra till alla en nations

industriella produkter. Den fjärde, och sista, huvudgruppen är fientlighet. En organisations miljö kan variera från generös till fientlig. Fientlighet påverkas bland annat av konkurrens genom organisationens relationer med fackföreningar, regeringen och andra utomstående grupper (Mintzberg et al., 2009).

The contingency theory drar slutsatsen att det inte finns ett enda bästa sätt att hantera processer för organisation, beslutsfattande och ledarskap då olika miljöer ger olika förutsättningar (Gerdin & Greve, 2004; Mintzberg et al., 2009; Grötsch et al., 2013). Denna teori är således en viktig aspekt för att tydliggöra de påvisade olikheterna i forskningsresultaten när det kommer till hur MT påverkar kapitalmarknadens reaktion. *The contingency theory* lyfter vikten av att det inte endast finns ett rätt sätt att styra en organisation på, och att studier måste gå djupare i hur en organisations kontext ser ut samt hur den påverkar organisationen. Därför är det viktigt att ta hänsyn till det kontextuella handlingsutrymmet för att avgöra det bästa sättet att styra en organisation på.

2.2. Definitioner

Avsnittet kommer att definiera olika begrepp som är av relevans i uppsatsen. Därefter redogörs de två hypoteserna som analysen grundas på. Vidare ger figur 1 en helhetsbild över detta avsnitt samt hypotesernas koppling till denna studie.

2.2.1. TMT

Enligt Hambrick och Mason (1984) definieras TMT som aktörer, vilka är kraftigt verkande i en organisation. Det vill säga att det är dessa ledare som har direkt inflytande på organisationens strategiska beslutsfattande (Hambrick & Mason, 1984; Finkelstein & Hambrick, 1990; Tichy & Cohen, 1997; Mackey, 2008; Umans, 2012; Vossemer et al., 2013; Vossemer et al., 2014; Ponomareva & Umans, 2015).

Studier har visat att egenskaper och agerande hos TMT återspeglas i företagets prestation (Daily & Delton, 1995; Umans, 2012), då TMT påverkar organisationens resultat genom både strategi och effektivitet (Hambrick & Mason, 1984). Finkelstein och Hambrick (1996) menar att TMT är bättre på att förutsäga företagets resultat än den enskilde chefen. Dessutom har TMT en viktig roll gällande hur företagets

strategi implementeras och formuleras i ett företag (Fama & Jensen, 1983; Hannan & Freeman, 1977), men likaså är TMT ansvarig för utförandet av olika organisatoriska processer (Finkelstein & Hambrick, 1996). Vidare hävdar Umans (2012), utifrån tidigare studier, att hela TMT har en betydande effekt på organisationens funktion och verksamhet.

2.2.2. MT

En förändring i ledningsgruppens sammansättning (MT) kan vara att en chef exempelvis sparkas, dör, går i pension eller byts ut av olika anledningar (Furtado & Karan, 1990; Messersmith, Lee, Guthrie & Ji, 2014). MT kan även ha ett symboliskt värde som innebär att företaget tillkännager information som tidigare varit okänd (Furtado & Karan, 1990; Vossemer et al., 2013).

Följaktligen kan MT förklaras av andra faktorer utöver företagets prestation (Finkelstein & Hambrick, 1996). Genom att till exempel studera chefers psykologiska egenskaper och deras uppfattningar om förvärv, kan det leda till en ökad förståelse av MT (Krug et al., 2015). Vidare kan MT ske till följd av interna sociala påtryckningar (Finkelstein & Hambrick, 1996). Ju mer heterogen TMT är, i termer av varaktighet, desto större sannolikhet är det att MT inträffar (Wagner, Pfeffer & O'Reilly, 1984; Wiersema & Bird, 1993; Umans 2012). När TMT är lika varandra (i.e. en heterogen grupp) är de sociala förbindelserna svagare vilket tenderar att leda till att de chefer som är mest lika majoriteten av TMT får lämna organisationen (Finkelstein & Hambrick, 1996; Finkelstein et al., 2009).

MT kan ge upphov till olika reaktioner på kapitalmarknaden (Finkelstein & Hambrick, 1996; Vossemer et al., 2013; Krug et al., 2015). Dessutom kan reaktionerna skilja sig beroende på om MT är förväntad eller oförväntad. Oavsett om tillkännagivandet av MT är förväntat eller inte, reagerar kapitalmarknaden eftersom kapitalmarknaden kontinuerligt bearbetar all tillgänglig information som är relevant för ett företags framtida förväntade resultat (Vossemer et al., 2013).

Wallace, Worrell och Cheng (1990) hävdar att "new key executives may usher in considerable alterations in organizational strategy, structures, and internal processes

that can impact subsequent organization performance” (s. 647). Vilket innebär att MT symboliserar förändring, där den nya chefen som tillträder har makt över företagets framtida resultat. Dock kan det även skapas obalans i TMT när en chef lämnar, då samstämmigheten i företaget tvingas till förändring (Umans, 2012). För att kunna förstå MT ytterligare krävs det djupare studier i vilken kontext MT inträffar i, eftersom implikationerna av MT kan variera beroende på kontext (Messersmith et al., 2014; Krug et al., 2015).

2.2.3. MT och kapitalmarknadens reaktion

Som nämndes ovan, väcker MT olika reaktioner hos bland annat aktieägare (Finkelstein & Hambrick, 1996; Vosseem et al., 2013; Krug et al., 2015). Kapitalmarknaden kan uppfatta MT på olika sätt och återspeglar detta genom prisförändringar i aktiekursen (Fama, 1965a; Fama 1991). På så sätt uppstår en reaktion på kapitalmarknaden till följd av förändringen. Vidare kan MT tillkännages på olika sätt. Antingen abrupt, utan någon förväntan från marknadens sida, eller likt en bekräftelse på pågående information och rykten. I båda dessa fall resulterar MT i en reaktion på aktiekursen (Vosseem et al, 2013). Detta med anledning av att kapitalmarknaden bearbetar och processerar all relevant information när det kommer till ett företags framtida förväntade prestation. Därmed reflekterar kapitalmarknaden det förväntade framtida värdet av företag, vilket inkluderar chefs bidragande (Fama, 1965a; Fama 1991; Vosseem et al, 2013).

Enligt *the behavioral theory of the firm* har toppchefer en betydande roll för företagets prestation. Teorin studerar hur processer fungerar internt på individ- samt gruppnivå. Toppchefers agerande, däribland MT, återspeglas därmed i företagets utfall vilket resulterar i en reaktion på kapitalmarknaden (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012). Vidare styrker även *upper echelon* perspektivet sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion (Cyert & March, 1992; Finkelstein & Hambrick, 1996; Mitzberg et al., 2009; Vosseem et al., 2013). Perspektivet lyfter vikten av livshistorierna chefer i TMT präglas av samt deras personliga egenskaper (Hambrick & Mason 1984). Varje individ i TMT besitter unik kunskap som influerar de strategiska besluten individen fattar i företaget (Krug, 2003). Dessa beslutsfattande processer resulterar i ett utfall, vilket kapitalmarknaden reagerar på.

Toppchefer kan inte påverka aktiekursen i samma utsträckning som de kan påverka finansiella rapporter, till exempel genom resultatmanipulering. Således bör toppchefers betydelse för företagets prestation vara tydligt observerbara genom aktiemarknadens reaktioner (e.g. genom svängningar i aktiekurser och överavkastning) på förändringar i TMT (Vossemer et al, 2013). Som nämndes tidigare kan kapitalmarknaden uppfatta förändringar i TMT på olika sätt. Som ett exempel kan ökad MT i ett företag signalera osäkerhet och instabilitet i företaget (Furtado & Karan, 1990), vilket kan leda till att kapitalmarknaden reagerar negativt.

Vidare är även de beslut som tas av TMT i svenska organisationer mer team-orienterade (c.f. Danmark), det vill säga att svenska företag karaktäriseras av konsensus i sitt beslutsfattande (Umans, 2012). Det skulle innebära att om MT ökar i ett svenskt företag som präglas av 'konsensus-tänk', kan TMT hamna i obalans och en osäkerhet uppstår (Wiersema & Bantel, 1993). Är efterträdaren dessutom externt tillsatt tar det tid för TMT att bli sammansvetsade och återfå konsensus (Umans, 2012), samt skapa någon form av förtroende inom TMT (Boxer, Perren & Berry, 2016). Detta kan leda till att kapitalmarknaden reagerar negativt på den osäkerhet som MT tillför. Med stöd av ovan nämnda argument blir således vår första hypotes följande:

H1: Ökad MT har ett negativt samband med kapitalmarknadens reaktion.

2.2.4. Kontextuellt handlingsutrymme

I enlighet med *the contingency theory* har företagets kontext en betydande roll för företagets utfall eftersom olika miljöer möjliggör olika förutsättningar (Mintzberg et al., 2009; Grötsch et al., 2013). Med anledning av detta är handlingsutrymmet en möjlig påverkande faktor på sambandet mellan TMT och företagets prestation (Hambrick & Finkelstein, 1987), och därigenom kapitalmarknadens reaktion. Chefers handlingsutrymme kategoriseras på tre olika nivåer vilka är individnivå, intern organisatorisk nivå samt på kontextuell nivå (se Bilaga 2). Den senare kallas för *environmental discretion* (i.e. *task environment*) och är enligt Hambrick och

Finkelstein (1987) “a function of the degree to which the environment allows variety and change” (s. 379).

Haleblian och Finkelstein (1993) menar att *managerial characteristics* (se Bilaga 2) inte alltid kommer att förutsäga företagets utfall, och att det därmed är relevant att titta närmre på kontextuellt handlingsutrymme. Vidare menar Yamak et al. (2014) att förståelsen för hur företagets kontext influerar TMT är begränsad och att definitionen av kontext varit snäv. Anledningen till att ett företag kan prestera på olika nivåer kan bero på olika kombinationer av kontexter och strukturer, som i sin tur reflekteras i företagets varierande prestation (Gerdin & Greve, 2004). Det kontextuella handlingsutrymmet kan följaktligen ses som en naturlig påverkande variabel på sambandet mellan MT och företagets prestation, då olika dynamiska aspekter i företagets miljö (e.g. dynamik, osäkerhet, frikostighet och turbulens) kan ha olika effekter på sambandet (Yamak et al., 2014).

Beroende på vilken kontextuell nivå företaget är verksamt i, finns det mer eller mindre handlingsutrymme¹ (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1996; Vosseem et al., 2013; Ponomareva & Umans, 2015). Möjligheten för TMT att påverka ett företags prestation kan variera avsevärt beroende på bland annat vilken industri, vilket innefattas av den kontextuella graden av handlingsutrymme, företaget är verksam i (Hambrick & Finkelstein, 1987; Haleblian & Finkelstein, 1993; Finkelstein & Hambrick, 1996). Enligt bland annat Hambrick och Finkelstein (1987) påverkas det kontextuella handlingsutrymmet av sex faktorer (se Bilaga 2):

Den första faktorn är produktdifferentierbarhet. Industrier som framställer en differentierbar produkt (e.g. kläder) ger TMT obegränsat handlingsutrymme vilket inte existerar i råvaruindustrier, som till exempel kolbrytning. Den andra faktorn är marknadstillväxt. Industrier med hög tillväxt erbjuder TMT större grad av kontextuellt handlingsutrymme. Hög tillväxt tyder på livlig aktivitet, marknadsmöjligheter och finansieringskällor. Chefer hävdas ha den största strategiska friheten under ett företags tillväxtfas. Den tredje faktorn är

¹ I detta avseende syftar handlingsutrymme på *discretion*, det vill säga handlingsutrymme på alla tre nivåerna (i.e. individnivå, intern organisatorisk nivå och kontextuell nivå).

branschstruktur. Oligopolistiska industrier kan styras av inofficiella normer som definierar företagets område, och syftar till att skydda konkurrensen inom industrin. På så sätt begränsas handlingsutrymmet för TMT mer än om företaget verkar i perfekt konkurrens eller monopol (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1996; Ponomareva & Umans, 2015).

Vidare är den fjärde faktorn instabilitet i efterfrågan vilket skapar osäkerhet, som i sin tur skapar ökad grad av kontextuellt handlingsutrymme. Om efterfrågan på ett företags produkter är stabil, är TMT bland annat begränsad av kapacitet- och bemanningsalternativ. Skulle efterfrågan istället vara instabil breddas utbudet av möjligheter och TMT:s roll växer. Den femte faktorn är fiktiva rättsliga hinder, vilket vissa typer av organisationer påverkas av. Som exempel möter TMT i denna typ av organisation ett begränsat antal möjligheter för sina befintliga företag och står inför vissa förbud att träda in i nya verksamheter. Den sjätte och sista faktorn är starka yttre krafter. Detta är faktorer utöver de fiktiva rättsliga hindren. Även om en organisation inte är lagligt begränsad till sin kontext, kan det trots allt förväntas att företaget agerar inom accepterade gränser. Detta gör att starka yttre krafter minskar TMT:s grad av kontextuellt handlingsutrymme (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1996; Ponomareva & Umans, 2015).

Avslutningsvis tillåter ökat kontextuellt handlingsutrymme TMT att ha större frihet vad gäller inflytande på företagets strategi (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1990). Följden blir att den enskilda chefens professionella erfarenheter, värde och tilltro kommer att forma företagets strategiska beslutsfattande i en högre grad (Mintzberg et al., 2009). Med anledning av detta kommer avsnittet som följer (se 2.2.5. Effekterna av kontextuellt handlingsutrymme) att argumentera för hur olika grad av kontextuellt handlingsutrymme påverkar relationen mellan MT och kapitalmarknadens reaktion.

2.2.5. Effekterna av kontextuellt handlingsutrymme

Som nämndes tidigare påverkas graden av handlingsutrymme av den kontextuella nivån företaget är verksam i (Hambrick & Finkelstein, 1987; Vossemer et al., 2013; Ponomareva & Umans, 2015). Det bästa sättet att styra ett företag på, enligt

contingency teoretiker, är påverkat av olika faktorer i företagets kontext (Mintzberg et al., 2009; Taylor & Taylor, 2014). Företagets kontextuella nivå kan bland annat påverkas av graden stabilitet, komplexitet, marknadsdiversifiering samt fientlighet. Olika kontextuella nivåer ger således olika förutsättningar för företagets TMT att påverka företagets prestation (Mintzberg et al., 2009; Grötsch et al., 2013; Vossemer et al., 2013) och därmed sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion (Vossemer et al., 2013). Därför är det enligt Yamak et al. (2014) essentiellt att studera företagets kontext då olika miljöer (i.e. stabila, dynamiska och transformerande) har olika modererande effekter.

Vid låg produktdifferentierbarhet, låg marknadstillväxt, hög branschstruktur, låg instabilitet i efterfrågan, ökade fiktiva rättsliga hinder samt ökade starka yttre krafter (i.e. lågt kontextuellt handlingsutrymme)(se Bilaga 2) har det kontextuella handlingsutrymmet ingen betydande effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1990; Vossemer et al., 2013). Vidare hävdar Vossemer et al. (2013) att styrelsen i företag med lågt kontextuellt handlingsutrymme endast kan använda MT symboliskt, för att signalera att företaget vidtar åtgärder för att ta itu med problem.

Worrell et al. (1986) hävdar dessutom att ju högre position som ska tillsättas i TMT desto högre kostnader för rekryteringen, särskilt om efterträdaren rekryteras externt. Det är vanligt att äldre chefer i TMT befordras internt, inom ett företag som präglas av lågt kontextuellt handlingsutrymme, för att till stor del uppfylla rollen av galjonsfigurer (i.e. en symbolisk frontman som saknar verkligt inflytande)(Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1996). Om det kontextuella handlingsutrymmet vore lågt skulle det således inte ha någon effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion, oavsett om efterträdaren rekryteras internt eller externt.

Enligt *upper echelon* perspektivet hävdas, som tidigare nämndes, att det kontextuella handlingsutrymmet har en modererande effekt på relationen mellan TMT och företagets resultat (Yamak et al., 2014), med argumentet att ökat handlingsutrymme kommer att stärka TMT:s inflytande på företagets resultat (Ponomareva & Umans,

2015). TMT kan påverka företagets prestation i större utsträckning under hög grad av handlingsutrymme, än om beslutsfattandeprocesserna är styrda enligt lag (i.e. fiktiva rättsliga hinder)(Rabl, Jayasinghe, Gerhart & Kühlmann, 2014). Således ger högre grad av kontextuellt handlingsutrymme större effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Därmed kan kontextuellt handlingsutrymme påverka sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion på två olika sätt: (1) Ökat kontextuellt handlingsutrymme ger en positiv effekt på sambandet eller (2) ökat kontextuellt handlingsutrymme ger en mer negativ effekt på sambandet.

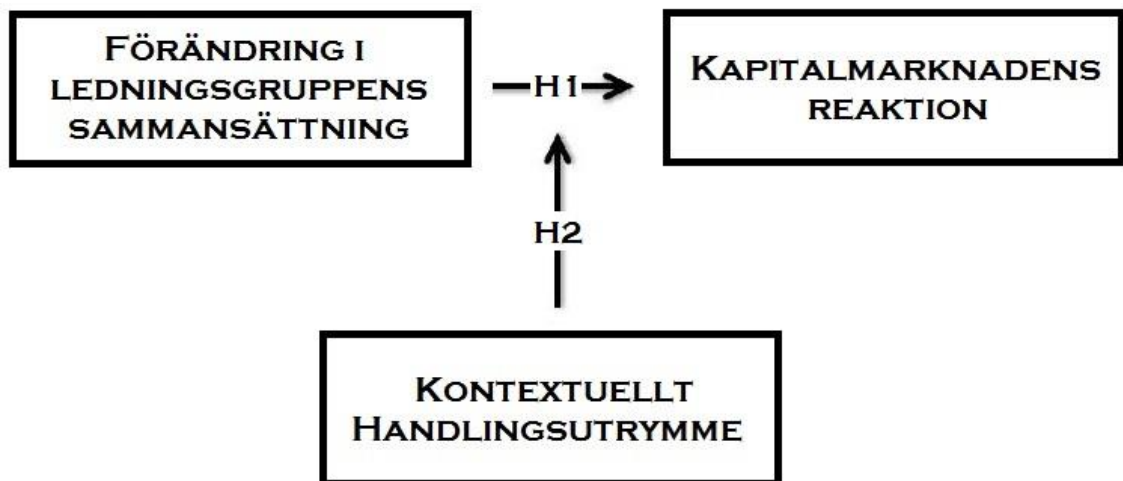
Empiriska resultat visar att olika aspekter av sammansättningen hos TMT har en stark påverkan på företagets strategi och prestation, i företag som präglas av hög grad av kontextuellt handlingsutrymme (Haleblian & Finkelstein, 1993; Yamak et al., 2014). Således skulle detta kunna innebära en positiv effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. TMT har en möjlighet att påverka den rådande situationen genom en gemensam vision, som lägger grunden till organisationens utvecklande framtid (Jansen, George, van den Bosch & Volberda, 2008; Umans, 2012).

Som tidigare nämndes kan ökad MT i ett företag även signalera osäkerhet och instabilitet i företaget (Furtado & Karan, 1990), vilket kan resultera i att kapitalmarknaden reagerar negativt. Worrell et al. (1986) hävdar att ju högre position som ska tillsättas desto större sannolikhet för störningar inom TMT. Om en chef lämnar TMT, och en efterträdare tillsätts, kan det störa den gemensamma vision som delas inom TMT. Avsaknaden av denna gemensamma vision kan orsaka misstro och misstanke internt inom TMT (Jansen et al., 2008; Umans, 2012).

Intern obalans präglad av ökad grad av kontextuellt handlingsutrymme, indikerar en ökad osäkerhet då TMT är gränslösa i beslutsfattandeprocessen. Ju högre grad av kontextuellt handlingsutrymme, desto färre begränsade faktorer (e.g. hög produktdifferentierbarhet, hög marknadstillväxt, minskade fiktiva rättsliga hinder) och detta borde således leda till en mer negativ effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Eftersom kapitalmarknaden inte vet vad de ska förvänta

sig av TMT under hög grad av kontextuellt handlingsutrymme, blir den andra hypotesen följande:

H2: Ökad MT har en mer negativ effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion, under ökad grad av kontextuellt handlingsutrymme.



Figur 1 Studiens forskningsmodell

(Baserad på: Ponomareva & Umans, s. 39, 2015)

3. Metod

I detta kapitel redogörs för uppsatsens metod för att kunna förklara hur MT påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. Metoden är uppdelad i teoretisk och empirisk metod.

3.1. Teoretisk metod

I den teoretiska metoden kommer uppsatsens forskningsposition, forskningsansats och teorival att presenteras. Därefter följer ett avsnitt om källkritik.

3.1.1. Forskningsposition och forskningsansats

Positivism är en kunskapsteoretisk position och förespråkar tillämpningen av naturvetenskapliga metoder på den sociala verkligheten. Enligt denna position är endast fenomen bekräftade av sinnena motiverat som berättigad kunskap. Kunskap kommer fram genom insamling av fakta och syftet med en positivistisk position är att generera och testa hypoteser, vilka ofta formas efter befintliga teorier (Bryman & Bell, 2015).

Vidare innebär positivism inslag av en deduktiv ansats (Bryman & Bell, 2015) vilket denna uppsats har. Utifrån en deduktiv ansats härleder en forskare hypoteser utifrån vad som redan är känt inom ett visst område. Dessa hypoteser ska sedan granskas empiriskt. I hypoteserna är olika begrepp inbäddade, vilka måste översättas till forskningsbara komponenter. Detta innebär att det ska framgå hur empirisk data kan samlas i relation till de begrepp som hypotesen består av (Bryman & Bell, 2011). En deduktiv ansats betonar behovet av att förklara orsakssamband mellan variabler (Christensen, Engdahl, Gräas & Haglund, 2001), forskarens oberoende av vad som studeras samt behovet av att välja tillräckligt stora stickprov för att kunna dra en generaliserad slutsats (Saunders et al., 2009; Körner & Wahlgren, 2015). Kortfattat innebär en deduktiv ansats att, utifrån teorier härleds hypoteser som sedan driver insamlingen av empirisk data (Bryman & Bell, 2015).

Till följd av en positivistisk position och en deduktiv ansats blir den vetenskapliga metodansatsen för denna uppsats kvantitativ (Saunders et al., 2009; Bryman & Bell,

2015). I en kvantitativ process skapas hypoteser från olika teorier, vilka sedan analyseras. Kvantitativa metoder kräver stora mängder data för att möjliggöra generalisering av slutsatser (Saunders et al., 2009). Stora volymer av data är en styrka vid kvantitativa analyser och ger en stadig grund för beskrivning och undersökning. Genom kvantitativ data baseras resultatet på uppmätta kvantiteter snarare än på intryck, vilket gör att autenticiteten kan kontrolleras av andra (Denscombe, 2009).

Motsatsen till en deduktiv ansats blir en induktiv ansats, där teorin är ett resultat av datainsamlingen (Bryman & Bell, 2015). En induktiv ansats betonar förståelsen för forskningssammanhanget och har en mer flexibel struktur som tillåter ändringar i forskningens betoning under tiden som forskningen fortskrider. Vidare är forskaren en del av forskningsprocessen och det finns ett mindre behov av att generalisera (Saunders et al., 2009). Vidare är kvalitativ data alternativet till kvantitativ data. Kvalitativ data har formen av ord samt visuella bilder. Dessa förknippas vanligen med forskningsmetoder som intervjuer, dokument och observationer (Denscombe, 2009; Saunders et al., 2009). Kvalitativa metoder används vid icke-numerisk data (Saunders et al., 2009) och är därmed inte ett aktuellt alternativ till metodval i denna uppsats.

3.1.2. Teorival

För att uppfylla syftet med uppsatsen utgår studien från tre teorier: *the behavioral theory of the firm*, *upper echelons theory* samt *the contingency theory*. Studien utgår från *the behavioral theory of the firm* då chefer har en betydande roll för företagets prestation (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012). Teorin hävdar att chefers agerande kommer att återspeglas i olika utfall för företaget och på så sätt påverka kapitalmarknadens reaktion. Följaktligen påverkas kapitalmarknadens reaktion av chefers val att lämna eller söka sig till företag. Därmed är detta en relevant teori för denna studie.

Vidare bygger denna studie på ett *upper echelons* perspektiv. Detta perspektiv menar att chefers livshistoria samt individuella egenskaper påverkar företagets utfall i olika bemärkelser (Cyert & March, 1992; Finkelstein & Hambrick, 1996; Mintzberg et al.,

2009; Voussemer et al., 2013). Varje chef besitter olika kunskaper och erfarenheter vilka påverkar beslutsfattandeprocessen. Enligt *upper echelons* perspektivet innebär detta att chefer kan ta olika beslut i samma typ av fråga (March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963; Hambrick & Mason, 1984). Detta påverkar i sin tur företagets utfall och resultat, vilket kan leda till olika reaktioner på kapitalmarknaden.

Avslutningsvis tar denna studie stöd av *the contingency theory*. Teorin hävdar att det inte enbart finns ett rätt sätt att hantera processer för organisationer, beslutsfattande samt ledarskap. Vidare lyfter teorin vikten av att studera ett företags kontext och hur kontexten påverkar företaget, då olika miljöer ger olika förutsättningar (Gerdin & Greve, 2004; Mintzberg et al., 2009; Grötsch et al., 2013; Taylor & Taylor, 2014). Till följd av detta blir det kontextuella handlingsutrymmet intressant att studera som betingande faktor på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion, eftersom kontexten leder till en modererande effekt på sambandet.

Det är viktigt att poängtera att den studerade relationen är relativt ny (se Figur 1), speciellt i svensk kontext. Dock är koncepten (i.e. MT, kapitalmarknadens reaktion och handlingsutrymme) som ingår i relationen som studeras inte av ny karaktär. Koncepten har studerats i flera år, vilket leder till att det finns en stor mängd av forskning samt litteratur att tillgå i denna studie.

3.1.3. Källkritik

I denna studie utgörs empirin av primärdata vilket innebär att informationen är nyinsamlad och direkt anpassningsbar till studien (Christensen et al., 2001; Bryman & Bell, 2015). Att använda sig av denna typ av data leder till mer detaljerad information, än vid användandet av sekundär och tertiär data. En kritisk syn på litteraturen är nödvändig för att kunna utveckla en grundlig förståelse och insikt kring tidigare forskning. Detta för att sedan kunna applicera det på vår egen forskningsfråga (Bryman & Bell, 2015).

Sökning av vetenskapliga artiklar har genomförts på Lunds Universitets databas *LUBsearch*, men även på Högskolan Kristianstads databas *Summon*. De journaler som används i denna uppsats är mestadels tagna från *Academy of management*. När

vi utfört artikelsökning till denna uppsats har vi endast använt de artiklar som är högt listade i journalguiden som är utformad av *Association of business schools* (ABS)(Association of business schools, 2015). Genom att använda journalguiden ger det oss en försäkran om att kvaliteten på journalernas vetenskapliga artiklar är granskade av experter, vilket således ökar reliabiliteten i vår uppsats (Denscombe, 2009). Avslutningsvis är all data gällande MT insamlad från finansiella rapporter. Det innebär att vi samlar all data för hand och att det inte är någon annan som utfört detta åt oss.

3.2. Empirisk metod

I detta avsnitt kommer uppsatsens tidshorisont, urval, begränsningar samt datainsamling att presenteras. Därefter redogörs för variablernas operationalisering samt studiens validitet, reliabilitet och generaliserbarhet. I den empiriska metoden användes *event study* som tillvägagångssätt för att pröva de två hypoteserna (Voussemer et al., 2013).

3.2.1. Tidshorisont

Vi väljer att begränsa studien till åren 2012-2014 då det kan bli missvisande resultat i mätningarna om vi inkluderar år 2008-2009 med anledning av finanskrisen. Under åren 2008-2009 var det en negativ BNP utveckling (SCB, 2016) och vi exkluderar därmed dessa onormala fluktuationer i den ekonomiska cykeln. Vidare avgränsar vi studien till de företag som noteras på Nasdaq OMX Stockholm, det vill säga alla svenska börsnoterade företag.

3.2.2. Urval

Studien och analysen kommer att göras på MT med avseende på VD och finanschef, eftersom dessa två chefsposter har visat sig ha starkt inflytande på företags prestation och strategi (Hambrick & Mason, 1984; Finkelstein & Hambrick, 1990; Tichy & Cohen, 1997; Mackey, 2008; Umans, 2012; Voussemer et al., 2014; Ponomareva & Umans, 2015).

Det vore även önskvärt att studera MT på ytterligare en chefspost, såsom *Chief Operating Officer* (COO), eftersom denna chefspost ansvarar för att förbättra

företagets operativa verksamhet (Hambrick & Cannella, 2004). COO har även föreslagits som studieobjekt i tidigare forskning (Voussemer et al., 2014). Genom en empirisk observation framgår det dock att det varierar om dessa positioner existerar i svenska börsnoterade företag eller inte. Detta har lett till att vi är konsekventa och endast fokuserar på VD och finanschef som är mest utmärkande, samt är förekommande i alla börsnoterade företag. Vidare är även resurserna begränsade och därmed har vi valt att endast fokusera på chefspositionerna som direkt interagerar med kapitalmarknaden, då det är kapitalmarknadens reaktion som är den beroende variabeln i vår studie.

Som tidigare nämndes kommer vi att utgå från alla svenska börsnoterade företag. Närmare bestämt kommer underkategorierna Large Cap, Mid Cap och Small Cap vara inkluderade i materialet. Ett argument till varför vi studerar hur MT, i svenska börsnoterade företag, påverkar den svenska kapitalmarknadens reaktion med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor är eftersom dessa företag tenderar att vara mer team-orienterade. Dessutom är det vanligt att VD och finanschef arbetar unisont. Tidigare studier har visat att denna duo är av betydande vikt (Umans, 2012). Vidare har en liknande studie inte gjorts på den svenska marknaden tidigare, vilket är ytterligare ett argument för varför den svenska kapitalmarknaden är i fokus.

3.2.3. Begränsningar

En tänkbar begränsning i denna studie kan vara att den svenska industriella ekonomin domineras av några få affärsgrupper, vilka består av finansiella och industriella företag anslutna via äganderelationer. SEB och Svenska Handelsbanken utgör varsin del av den svenska industriella ekonomin. Ägarskapet i dessa två företag kan jämföras med TMT i formella organisationer (Umans, 2012). Med anledning av detta är det möjligen inte lika betydelsefullt med MT i svensk kontext, som andra studier har visat i andra länder (Voussemer et al., 2013).

3.2.4. Datasamling och bortfall

I denna uppsats samlades empirisk primärdata in genom databaserna ORBIS och Capital IQ, men även genom finansiella rapporter för alla börsnoterade företag i

Sverige. Detta för att få tillräckligt stora stickprov (Körner & Wahlgren, 2015) och möjliggöra en generalisering (Saunders et al., 2009). Vad gäller osäkra fall i datainsamlingen hjälptes vi åt och diskuterade kodningen mer ingående.

Vi inledde vår datainsamling med att identifiera alla listade företag på Nasdaq OMX Stockholm mellan åren 2012-2014. Därefter samlades empirisk primärdata för kontrollvariablerna in genom databasen ORBIS och Capital IQ. Vidare fanns det inte någon databas som innehöll information om MT i Sverige, vilket resulterade i att vi kompletterade data från databaserna med handplockad information från företagens årsredovisningar. Om information eller annan data inte framgick kodades det alltid som *missing value*, för att inte dra felaktiga slutsatser av materialet. Hur vi specifikt gått tillväga gällande den handplockade informationen presenteras i operationaliseringen (se 3.2.5. Operationalisering).

Vidare exkluderade vi 37 företag ur materialet (se Bilaga 3). Detta på grund av att (1) företaget inte var börsnoterat under alla analyserade år. (2) Företaget hade avnoterats från börsen efter år 2014 och därmed fanns det inte aktiekurs att tillgå. (3) Företagets tillkännagivande av MT var inom urvalets tidsperiod, men inga beräkningar kunde utföras eftersom tidsintervallet mellan startpunkten av aktiehandeln på börsen och datumet för tillkännagivandet var mindre än ett år. (4) På grund av bristande information om företagets TMT och tillkännagivande av MT.

Utöver ovan nämnda orsaker exkluderade vi även Rejlers AB, Stora Enso Oyj samt TeliaSonera AB ur materialet. Dessa tre företag klassade vi som extremvärden då det skett minst fem MT i varje företag under den analyserade perioden. Vidare har dessa tre företag präglats av krissituationer som bland annat innefattar skandaler och korruption. Dessa extrema omständigheter ledde även till att vi valde att exkludera de tre företagen eftersom dessa företag inte ger en rättvis bild av vår studie. Slutligen bestod vårt material av totalt 222 företag, där vi identifierade totalt 174 MT.

3.2.5. Operationalisering

Genom operationalisering översätter vi koncepten som introducerades i hypoteserna till konkreta och mätbara variabler (Saunders et al., 2009; Körner & Wahlgren,

2015). Vid en analys av orsakssamband, hävdar Körner och Wahlgren (2015), att det är av intresse att identifiera orsak och verkan i relationen som studeras. Då vår studie tillämpar en deduktiv ansats är det på så sätt viktigt att operationalisera koncepten, för att kunna veta hur dessa ska mätas (Saunders et al., 2009). I detta avsnitt följer således en operationalisering av studiens oberoende variabel, beroende variabel, modererande variabel samt kontrollvariabler.

3.2.5.1. Oberoende variabel

Den oberoende variabel, antal MT, mättes genom att observera antal byten i chefspositionerna VD samt finanschef. Skedde ingen förändring i chefspositionerna kodades dessa 0. Inträffade MT kodades antalet MT för det studerade året, det vill säga att kodningen blev 2 om det inträffat två MT i ett företag under ett år. Detta genomfördes för hand, genom att systematiskt granska de börsnoterade företagens årsredovisningar. Om tillkännagivandet avsåg en tillförordad VD eller finanschef kodades det som MT. Även en tillförordnad chef har möjlighet att kontrollera, fatta beslut och påverka företagets operationella verksamhet under den aktuella tidsperioden.

Vidare bedömdes observationerna av MT av två personer som självständigt granskade varsin del av stickprovet. Således blev detta en subjektiv observation vilket ledde till att vi beräknade ett mått som kallas för *inter-reliability* (Collin, Smith, Umans, Broberg & Tagesson, 2013). Detta innebar att ett slumpmässigt urval av tio företag från varje bedömare byttes med den andre bedömaren, som i sin tur utförde en ny självständig kodning av dessa tio företag. Därefter jämfördes bedömarnas kodningar och ett procentuellt mått på *inter-rater reliability* beräknades (Collin et al., 2013; Pallant 2013). Måttet på *inter-rater reliability* uppgick till 90 procent.

3.2.5.2. Beroende variabel

Den beroende variabeln, det vill säga kapitalmarknadens reaktion, mättes genom *cumulated abnormal return* (i.e. överavkastning)(Voussemer et al., 2013). Vi använde oss av aktiepriser i studien på grund av att redovisningsbaserade mått ofta är förknippade med direkt manipulering från chefer i ledningsgrupper, i en kontext där

MT förekommer (Geiger & North, 2006; Voussemer et al., 2013). Redovisningsbaserade mått fokuserar även på det förflutna, det vill säga det som redan har inträffat i ett företag. Kapitalmarknadens aktiepriser speglar marknadens förväntan på företagets prestation och all annan tillgänglig information (Fama, 1991). Då studien vill veta hur kapitalmarknaden reagerar på ett tillkännagivande av MT, blir det relevant att använda sig av information som speglar förväntningar om framtiden (Voussemer et al., 2013).

Följaktligen var all data rörande aktiepriser enkel att få tillgång till via Nasdaq OMX Nordics hemsida. Aktiepriserna var tillgängliga på daglig basis och blev därmed ett mer precist mått jämfört med redovisningsdata. Däremot tar det tid för kapitalmarknaden att bearbeta all relevant information och uppdatera sina bedömningar om företagets förväntade värde. Därmed är det, vid första anblick, inte klart om effekten av MT är positiv eller negativ (Voussemer et al., 2013).

Vi studerade aktiekursen fem dagar innan fram till fem dagar efter att MT tillkännagavs (Brown & Warner, 1985; Voussemer et al., 2013). Totalt studerades aktiekurser för 11 dagar vid varje MT. Utifrån aktiekurserna beräknade vi den dagliga avkastningen för dessa dagar. För att isolera aktiekursernas överavkastning, jämförde vi den dagliga avkastningen med aktiekursens normala avkastning. Vidare beräknades överavkastningen genom att subtrahera den normala avkastningen från den dagliga avkastningen för aktien. Normal avkastning fastställdes enligt *the mean adjusted return model* och beräknades genom den genomsnittliga dagliga avkastningen med utgångspunkt ett år innan den första dagen av MT-periodens 11 dagar (Brown & Warner, 1980; Brown & Warner 1985).

Genom att summera 11 dagars överavkastning skapades ett *11 day cumulated abnormal return* vilket är måttet på den beroende variabeln (Voussemer et al., 2013). I de företag där det förekom fler MT under ett år, beräknades ett medelvärde av måttet på den beroende variabeln.

3.2.5.3. Modererande variabel

Den modererande variabeln, kontextuellt handlingsutrymme, mätte vi genom att skapa ett index. Detta index bestod av tre variabler som påverkar det kontextuella handlingsutrymmet: graden av företagets marknadstillväxt, instabilitet i efterfrågan samt kapitalintensitet (se Bilaga 2). Marknadstillväxten mättes genom en genomsnittlig försäljningstillväxt under fem års tid. Vidare mättes instabilitet i efterfrågan som den genomsnittliga standardavvikelsen av företagets försäljningstillväxt under fem års tid. Slutligen mättes kapitalintensitet genom att dividera värdet av materiella anläggningstillgångar (netto) med antalet anställda under fem års tid, vilket sedan användes som ett omvänt medelvärde. Dessa tre variabler standardiserades och skapade sedan ett sammansatt totalindex för det kontextuella handlingsutrymmet (Ponomareva, 2016). All data för den modererande variabeln är hämtad från databasen ORBIS.

Ponomareva (2016) hävdar att denna modererande variabel som är en del av *managerial discretion* är ett latent koncept, som i tidigare forskning har kunnat uppskattas i olika kvantitativa mått. Dock finns det en risk att multikollinearitet uppstår. Multikollinearitet leder till att regressionsmodellen blir mindre tillförlitlig (Körner & Wahlgren, 2015) då det finns en viss osäkerhet i uppskattningen av de olika parametrarna och dess signifikansnivå (Finkelstein & Boyd, 1998). Detta har lett till att forskare (Finkelstein & Boyd, 1998; Waldron, Graffin, Porac & Wade, 2013; Ponomareva, 2016) har använt ett sammansatt index för att fånga handlingsutrymmets komplexa koncept.

3.2.5.4. Kontrollvariabler

Studien innehåller tretton kontrollvariabler för att isolera att den beroende variabeln endast påverkas av den oberoende variabeln (Saunders et al., 2009). Kontrollvariablerna som vi valt att inkludera i materialet kan ha en naturlig påverkan på det ursprungliga sambandet (Bryman & Bell, 2015) mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Nedan redogörs för varje enskild kontrollvariabel.

MT. MT mättes som en dummyvariabel genom att observera byte i chefsposterna VD samt finanschef (Voussemer et al., 2013). Inträffade MT i någon av chefspositionerna

kodades dessa 1, medan kodningen blev 0 om ingen förändring skett från ett år till ett annat. Detta genomfördes för hand, genom att systematiskt granska de börsnoterade företagens årsredovisningar.

Turnover type. Kapitalmarknaden kan reagera olika beroende på vilken chefspost som MT avser (Voussemer et al., 2013; Voussemer et al., 2014). Denna kontrollvariabel samlades in för hand och visar om det är VD, finanschef eller båda som lämnat chefsposten. Skedde MT med avseende på finanschefen kodades denna 0. Avsäg bytet VD:n kodades denna 1 och avsäg bytet båda chefsposterna kodades dessa 2.

Turnover reason. Vi valde att klassificera MT som tvingad eller frivillig då det är i linje med vad tidigare forskning har gjort (Parrino, 1997; Adams & Mansi, 2009; Voussemer et al., 2013; Voussemer et al., 2014). Studier har till exempel funnit signifikant negativ överavkastning på kapitalmarknaden i samband med plötsliga dödsfall på VD-poster (Cannella & Shen, 2001). Klassificeringen utfördes för hand med stöd av tillkännagivandet av MT via pressmeddelanden samt tidningsartiklar. MT klassificerades som tvingad i de situationer där (1) styrelsen tvingade TMT att avgå utan känd orsak, (2) det framgick en tydlig oenighet mellan styrelse och TMT samt (3) TMT gjorde klara misstag som blev orsaken till MT. Övriga MT såsom pension, befordran eller personliga orsaker klassificerades som frivilligt (Voussemer et al., 2013; Voussemer et al., 2014). Vidare mättes denna kontrollvariabel som en dummyvariabel och kodades 0 om MT var frivilligt samt 1 om MT var tvingad.

Successor origin. Kapitalmarknaden kan reagera på olika sätt beroende på om efterträdaren rekryteras internt eller externt (Shen & Cannella, 2002). Wallace et al. (1990) hävdar att interna efterträdare är mindre störande för företagets prestation än externa, samt att interna efterträdare påverkar kapitalmarknaden positivt. Vidare menar Huson, Parrino och Starks (2001) att företag tenderar att genomgå en större strategisk förändring när en extern efterträdare tillsätts, men att den externa efterträdaren vanligtvis är mindre väl förenad med företaget. Detta kontrollerades för hand genom en dummyvariabel som visade om efterträdaren var en *outsider* eller en *insider*. I vår studie valde vi att definiera en *insider* som en person som varit anställd

i företaget minst ett år innan tillkännagivandet av MT, vilket kodades 0. Resterande fall definierades som *outsiders* och kodades 1 (Vousseem et al., 2013).

Joint turnover. Kapitalmarknaden kan reagera starkare om tillkännagivandet av MT berör flera chefsposter i TMT, och inte endast en chef. Detta eftersom konsekvenserna för företaget är mer allvarliga i en sådan situation (Vousseem et al., 2013). Därmed inkluderade vi en dummyvariabel för att kontrollera om tillkännagivandet av VD och finanschef inträffade samma dag vilket kodades 1, eller inte vilket kodades 0. Även data för denna kontrollvariabel samlades in för hand.

Age of departing manager. Denna variabel mätte åldern på chefen som lämnade företaget den dag tillkännagivandet annonserades (Vousseem et al., 2013). Ålder används som en kontrollvariabel då tidigare studier argumenterar för att ålder skulle vara av relevans för hur kapitalmarknaden reagerar (Tian, Haleblan & Rajagopalan, 2011). Chefernas födelseår samlades in för hand genom företagets årsredovisningar och kontrollvariabeln beräknades genom att subtrahera födelseåret från det år då MT skett.

Age of incoming manager. Denna kontrollvariabel mätte åldern på den efterträdande chefen, där insamlingen av födelseår och beräkningen av kontrollvariabeln utfördes på samma sätt som för åldern på chefen som lämnat företaget (Vousseem et al., 2013). Företagets framtida strategi kan återspeglas i efterträdarens ålder. Är efterträdaren ung kan det signalera mer innovativa strategier för företaget, medan en äldre efterträdare kan signalera att riskaversionen möjligen kan öka (Hambrick & Mason, 1984).

Tenure of departing manager. Anställningstiden hos chefen som lämnade företaget mättes i hur många år chefen totalt hade arbetat i företaget (Vousseem et al., 2013). Denna kontrollvariabel samlades in för hand genom företagets årsredovisningar. Det är av intresse att kontrollera anställningstiden då upprepad MT kan skada företagets prestation (Shen & Cannella, 2002).

Prior firm performance. Wallance et al. (1990) hävdar att om företaget presterat dåligt förväntas kapitalmarknaden att reagera positivt vid ett byte av TMT. Vidare menar James och Soref (1981) att det är högre sannolikhet att en chef blir avskedad om företags prestation understiger önskvärd nivå. För att kontrollera detta jämförde vi företags *return on assets* (ROA) året innan MT skedde med ROA året då MT skedde. ROA är ett nyckeltal som vanligen används som mått för denna kontrollvariabel och som dessutom är enkel att förstå (Cannella & Shen, 2001). Även denna kontrollvariabel kodades som en dummyvariabel där företaget som haft en sämre prestation året innan kodades 1. En positiv företagsprestation, det vill säga en förbättrad ROA jämfört med föregående år, kodades 0. Måttet på ROA samlades in från databasen ORBIS.

Firm size. James och Soref (1981) argumenterar för att ett företags kapacitet att kontrollera dess omgivning, beror på företags storlek och marknadsposition. Vidare menar James och Soref (1981) att det finns en logisk grund till det förväntade sambandet mellan avskedande och företags storlek samt marknadsposition. Collin et al. (2013) menar att "size of the firm is used as a control variable based on the assumption that higher turnover is related to increased performance" (s. 88), vilket i sin tur påverkar kapitalmarknadens reaktion. Därmed mätte vi företags storlek som en kontrollvariabel genom den naturliga logaritmen av företags totala tillgångar (Cannella & Shen, 2001; Shen & Canella, 2002; Vosseem et al., 2013), där uppgifter om totala tillgångar hämtades från ORBIS.

Return on assets. Måttet är hämtat från databasen ORBIS och vi använder det för att kontrollera lönsamheten i företaget. Detta mättes i procent genom avkastningen på tillgångarna under det aktuella året (Vosseem et al., 2013). För att minska spridningen i måttet standardiserades denna variabel (Pallant, 2013).

Current ratio. Variabeln kontrollerade företags likviditet genom att mäta aktuella tillgångar genom aktuella skulder (Vosseem et al., 2013). Även dessa variabler hämtades från databasen ORBIS.

Market-to-book value. Denna variabel inkluderades för att kontrollera eget kapital i form av *market value of firm* i relation till *booked value of firm* (Voussemer et al., 2013). Båda dessa mått hämtades från ORBIS för att sedan beräkna *market-to-book*-värdet.

Investment. Syftet med denna kontrollvariabel var att mäta företagets investeringspolicy. Investeringspolicyn definierades som mängden av företagets *capital expenditure* i förhållande till *net property, plant and equipment* i slutet av föregående år (Voussemer et al., 2013). Data för företagets *capital expenditure* hämtades från databasen Capital IQ, medan data för *net property, plant and equipment* hämtades från ORBIS.

Price/Earnings ratio. Variabeln definierades som priset på aktien vid årets slut i relation till vinst per aktie vid årets slut (Voussemer et al., 2013). Även denna kontrollvariabel hämtades från ORBIS.

Avslutningsvis hade vi även planerat att inkludera *closely held shares* som en kontrollvariabel, för att kontrollera för företagens ägarstruktur (Voussemer et al., 2013). Dock var det svårt att finna data för att kunna mäta variabeln och begränsade resurser gjorde att vi uteslöt denna variabel ur materialet.

3.2.6. Validitet, reliabilitet och generaliserbarhet

Validitet avser huruvida mätinstrumenten verkligen mäter vad de avser att mäta (Saunders et al., 2009; Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2010). En risk som finns när det kommer till validitet är om det inträffat något avvikande under den tidsperiod som studeras. Resultatet kan då bli missvisande och ge en vilseledande effekt på den beroende variabeln i studien (Saunders et al., 2009). I denna uppsats studeras år 2012-2014 med anledning av att finanskrisen, som inträffade år 2008, inte kan betraktas som normala förhållanden (SCB, 2016). Genom att exkludera år 2008-2009 och på sätt minimera risken för påverkan från finanskrisen, ökar validiteten i resultaten. Vidare används mätvariabler beprövade i tidigare forskning samt en noggrann beskrivning av hela analysprocessen för att tydligt redogöra för tillvägagångssättet och således skapa en transparent analys.

Reliabilitet refererar till vilken utsträckning datainsamlingstekniker eller analysprocedurer kommer att ge konsekventa resultat. Ett hot mot reliabilitet är *observer bias* vilket innebär att svar kan tolkas på olika sätt (Saunders et al., 2009). För att förhindra detta problem skapade vi reliabilitet genom att vi genomförde ett *inter-reliability* test på det kodade materialet (Collin et al., 2013; Pallant, 2013). Ett instrument som är reliabelt kan helt sakna validitet, men saknas reliabilitet saknas också validitet då den observerade variationen blir helt slumpmässig (Djurfeldt & Barmark, 2009).

Generaliserbarhet kallas ibland för extern validitet (Bryman & Bell, 2015). Ett problem som kan uppkomma i forskning är i vilken utsträckning resultatet är generaliserbart, det vill säga hur tillämbart resultatet är på andra forskningsmiljöer. Detta är ett vanligt problem för forskning som genomför studier via en fallstudie eller om studien utförs på ett litet stickprov (Saunders et al., 2009). Genom att granska samtliga företag på Nasdaq OMX Stockholm mellan år 2012-2014 utgör studien ett stort antal observationer (i.e. $n > 30$) (Pallant, 2013), vilket är att föredra framför små stickprov (Dytham, 2011). Det uppstår inget problem med generaliserbarhet såvida forskningen inte uttryckligen påstår att resultaten kan generaliseras (Saunders et al., 2009).

4. Empirisk analys

För att kunna förklara hur MT påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor, presenteras studiens empiriska analys i detta kapitel. Inledningsvis följer ett avsnitt om beskrivande statistik av materialet samt en redogörelse av den beroende variabeln och korrelationen. Därefter presenteras resultat och analys av regressionsmodeller samt vilka konsekvenser de har för hypoteserna. Vidare är det en tradition inom Business Administration att signifikansnivån på 10 procent används för att säkerställa ett statistiskt samband (Umans, 2012), vilket även denna analys kommer att ha som utgångspunkt.

4.1. Beskrivande statistik

Analysen utfördes på 222 företag listade på Nasdaq OMX Stockholm under år 2012-2014. Detta ledde till 174 identifierade MT, varav 72 procent av alla identifierade MT rörde byte av VD och resterande 28 procent rörde byte av finanschef. Vidare mättes MT som antal MT per år, vilket uppgick till mellan 0-3 och detta utgjorde således den oberoende variabeln. Detta resulterade i 145 beräknade *11 day cumulated abnormal return* (i.e. överavkastning) vilket utgjorde den beroende variabeln (se Tabell 1).

Tabell 1 Resultat av materialets beskrivande statistik

Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Cumulated abnormal return	145	-0,610	0,550	-0,01034	0,107182
Number of MT	661	0	3	0,26	0,542
Managerial discretion	516	-0,796	18,051	0,00192	2,239557
MT	661	0	1	0,22	0,413
Turnover type	144	0	1	0,72	0,733
Turnover reason	119	0	1	0,06	0,236
Successor origin	126	0	1	0,64	0,481
Joint turnover	666	0	1	0,00	0,039
Age of departing manager	136	34	73	52,484	7,6767
Age of incoming manager	136	33	72	48,423	6,5909
Tenure of departing manager	131	0	31	8,672	8,0050
Firm size	624	17,090	29,470	21,79527	2,152936
ROA	622	-99,140	72,210	2,97002	15,100141
Current ratio	608	0,002	81,400	2,50906	6,303179
Market-to-book	621	-53,260	175,860	2,65179	7,820193
Price/earnings	500	0,000	932,940	25,97737	64,051335
Prior firm performance	666	0	1	0,45946	0,498728
Investment	381	-2,108	16,347	0,13784	0,933555
Year 2012	666	0	1	0,33	0,472
Year 2013	666	0	1	0,33	0,472
Year 2014	666	0	1	0,33	0,472
Valid N (listwise)	46				

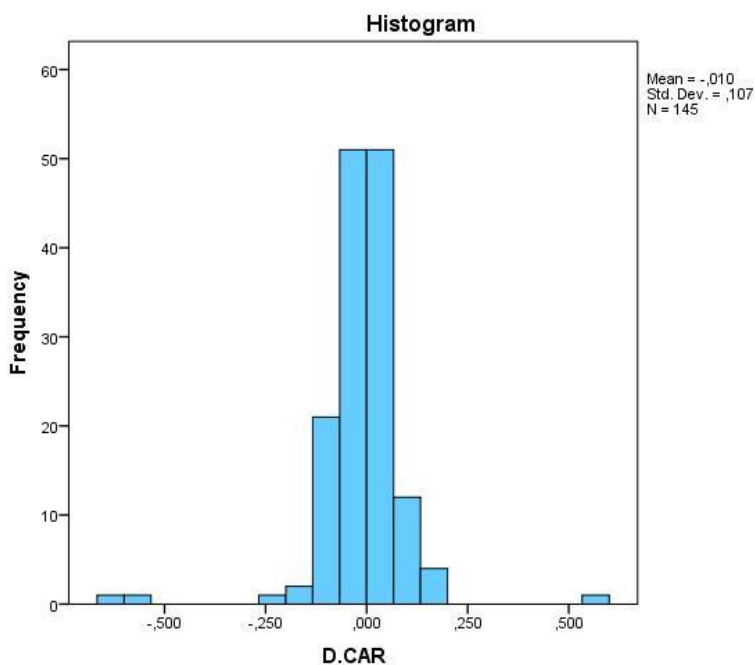
Av 174 identifierade MT kan 119 MT urskilja en specifik orsak till bytet (i.e. tvingat eller frivilligt byte)(se Tabell 1). Ur tabell 1 går det att fastställa om efterträdaren var internt anställd eller externt anställd vid 126 MT. Ålder på både den avgående samt efterträdande chefen identifierades vid 136 MT. Den avgående chefs anställningstid gick att fastställa i 131 fall där den genomsnittliga anställningstiden var 8,672 år. Med alla kontrollvariabler i åtanke framgick fullständig information i 46 fall av MT.

Ur tabell 1 går det även att urskilja att ROA har en stor spridning med ett negativt minimumvärde -99,140. Det ledde till att ROA modifierades genom en standardisering av variabeln. Detta innebär att värdena centreras och blir mindre spridda och på så sätt mer normalfördelade (Pallant, 2013).

4.2. Beroende variabel

Den beroende variabeln, kapitalmarknadens reaktion, mättes genom överavkastning. För att veta vilket test som är lämpligast i denna analys undersöktes det om den beroende variabeln var normalfördelad eller inte. Variabeln visar positiv kurtosis, *leptokurtic distribution*, samt en negativ skevhet. En fördelning med positiv kurtosis kännetecknas av en hög och smal topp vilken är samlad kring medelvärdet och har långa smala svansar. Kurtosis kan resultera i en underskattning av variansen, men denna risk reduceras vid stora stickprov (Dytham, 2011; Pallant, 2013).

Vidare innebär negativ skevhet att värdena är samlade till vänster i fördelningen. Men med rimligt stora stickprov kommer skevheten inte att göra en väsentlig skillnad. Även om det finns tester att utföra för att utvärdera skevhetsvärden samt kurtosis, är dessa ej lämpliga för stora stickprov. Därmed studeras fördelningen via ett histogram, som skildras i figur 2, vilket visar att variabeln inte är normalfördelad (Dytham, 2011; Pallant, 2013).



Figur 2 Histogram över kapitalmarknadens reaktion

En viktig del i analysen är att undersöka om data signifikant avviker från normalfördelning. Ett sätt att utvärdera normalfördelning på är genom Kolmogorov-

Smirnov testet. Detta test bedömer fördelningen i data i jämförelse med den förväntade normalfördelningen. För att variabeln ska anses vara normalfördelad krävs att signifikansnivån överstiger 0,05. Kapitalmarknadens reaktion ger ett resultat på 0,000 och resultatet från Kolmogorov-Smirnov testet visar således att den beroende variabeln signifikant avviker från normalfördelning (se Bilaga 4). Detta är dock vanligt förekommande i större stickprov (Dytham, 2011; Pallant, 2013).

Genom att granska samtliga företag på Nasdaq OMX Stockholm mellan år 2012-2014 leder det till att det empiriska materialet bestod av 174 MT, vilket resulterade i 145 uppmätta överavkastningar (se 4.1. Beskrivande statistik). Vidare fanns fullständig information i 46 fall av MT. Denna studie utfördes på fler än 30 observationer och därmed antogs normalfördelning i vidare analys (Pallant, 2013).

4.3. Korrelation

Som ovan nämndes utgör materialet fler än 30 observationer och vi antar därmed att materialet är normalfördelat, vilket i sin tur leder till att korrelationen beräknas utifrån Pearson-metoden i denna studie. Dessutom är Pearson-metoden lämplig när variablerna är kontinuerliga och dikotomiska (i.e. en variabel som antar två värden)(Pallant, 2013), vilket variabler i denna analys är. Vidare används korrelationen som ett mått för att mäta samvariationen för relationen mellan två kontinuerliga variabler. Korrelationen indikerar dels styrkan för sambandet, dels om sambandet är positivt eller negativt (Djurfeldt & Barmark, 2009; Pallant, 2013; Bryman & Bell, 2015; Körner & Wahlgren, 2015). Däremot kan korrelationen inte användas för att fastställa hur variablerna påverkar varandra (Djurfeldt et al., 2010; Pallant, 2013).

Styrkan på korrelationskoefficientens värde kan befinna sig mellan intervallet -1 och 1. Föreligger positiv korrelation och den ena variabeln har ett högt värde, blir följden att den andra variabeln också har ett högt värde. Föreligger negativ korrelation kan den ena variabeln öka i värde, medan den motsvarande variabeln kan minska i värde (Pallant, 2013; Körner & Wahlgren, 2015). Vid ett starkt positivt samband innebär det att korrelationen befinner sig mellan intervallet 0,5 och 1,0, ett medelstarkt

samband ligger mellan 0,30 och 0,49 samt att ett svagt samband har en korrelation mellan 0,10 och 0,29 (Pallant, 2013).

Utifrån korrelationmatrisen som sammanställdes kan det avläsas att den oberoende variabeln och den beroende variabeln inte korrelerar (se Bilaga 6), vilket innebär att det inte finns något samband mellan antal MT och kapitalmarknadens reaktion (Pallant, 2013). Vidare visar korrelationsmatrisen att endast två av kontrollvariablerna, orsak till MT samt år 2012, har ett svagt negativt samband med överavkastningen där korrelationen mellan år 2012 och överavkastningen även hade en signifikansnivå under 5 procent. Signifikansnivån anger inte hur starkt variablerna är associerade med varandra, utan signifikansnivån indikerar hur mycket förtroende det finns i korrelationsresultatet (Pallant, 2013). Övriga kontrollvariablers korrelation mot den beroende variabeln är inte signifikanta och nära noll (se Bilaga 6), det vill säga att inget samband kan styrkas.

Anledningen till att ett fåtal variabler korrelerar med den beroende variabeln kan bero på materialets extremvärden, det vill säga kraftigt avvikande värden. Detta kan vi se en indikation på redan i figur 2. Dessa extremvärden kan ha en stor påverkan på korrelationskoefficienten (Körner & Wahlgren, 2015). I vissa scenarion kan extremvärden leda till ett högre värde på korrelationskoefficienten än vad det egentligen borde vara. Däremot kan extremvärden i andra scenarion leda till att värdet på korrelationskoefficienten underskattas (Pallant, 2013), vilket kan ha inträffat i denna studie (se 4.4.2. Resultat av multipel regression utan extremvärden).

Vid en multipel regressionsanalys är det essentiellt att testa att de oberoende variablerna inte har för hög korrelation och därmed överstiger 0,7 (Umans, 2012; Pallant, 2013). I denna analys studeras enbart en oberoende variabel, vilket leder till att detta inte måste kontrolleras. Dock visar korrelationsmatrisen (se Bilaga 6) att antal MT har ett starkt positivt samband med MT, med en signifikansnivå på 0,01. Dessa variabler mäter med andra ord samma sak, vilket även kan avläsas med hjälp av korrelationskoefficienten.

4.4. Regression

I följande avsnitt presenteras resultat och analys av regressioner, vilka är uppdelade i tre steg (se 4.4.1. Resultat av multipel regression, 4.4.2. Resultat av multipel regression utan extremvärden, 4.4.3. Resultat av multipel regression med modererande variabel). Analysen har utförts i SPSS där cirka 140 regressionsanalyser har upprättats för att komma fram till de mest intressanta modellerna. Avsnittet redogör endast för de mest intressanta regressionsanalyserna, men för att skapa transparens redovisas ett urval av resultat från resterande regressionsanalyser i bilaga 9. Vidare har vi genomgående i analysens tre steg, inkluderat olika kombinationer av kontrollvariabler för att komma fram till resultaten i följande avsnitt.

En enkel regressionsanalys innefattar endast en oberoende variabel. Noggrannheten för att kunna förutsäga den beroende variabeln på basis av den oberoende variabeln beror på hur starkt korrelerade variablerna är med varandra. Ett sätt att utvidga den enkla regressionen på är att undersöka om det finns fler variabler som påverkar den beroende variabeln (Djurfeldt et al., 2010).

Multipel regression kan användas för att utforska förhållandet mellan en kontinuerlig beroende variabel samt flera oberoende variabler (Djurfeldt et al., 2010; Pallant, 2013). I denna typ av regression jämförs två komponenter av varians. Dels delen av den totala variansen som kan föras tillbaka på de oberoende variablerna, och dels delen av variansen som återstår (i.e. residualen). Ju större del av variansen som ligger i regressionen jämfört med residualen, desto större sannolikhet är det att uppnå statistisk signifikans (Djurfeldt et al., 2010).

4.4.1. Resultat av multipel regression

Inledningsvis utfördes en enkel regression för att se hur enbart MT påverkar överavkastningen. Regressionen visar att det inte finns något signifikant samband mellan variablerna. Närmare bestämt är variablerna slumpmässiga eftersom signifikansnivån är 0,894 samt att förklaringsgraden är nära noll.

Vidare utförde vi en multipel regression som innefattade den beroende variabeln, oberoende variabeln, modererande variabeln samt alla kontrollvariabler. Detta för att kunna urskilja vilka variabler som påverkar kapitalmarknadens reaktion (Pallant, 2013). Även denna regression visade sig inte vara signifikant, då p-värdet är 0,740. Däremot är den enskilda variabeln år 2013 signifikant då p-värdet understiger 0,1 (se Tabell 2).

Tabell 2 Resultat av regression med alla variabler

Variables	Std.B	Std.Er
Number of MT	-,026	,078
Turnover type	-,056	,024
Turnover reason	1,64	,055
Successor origin	-,068	,023
Joint turnover		
Age of departing manager	-,166	,001
Age of incoming manager	-,229	,002
Tenure of departing manager	-,141	,001
Firm size	-,168	,007
ROA	,145	,266
Current ratio	-,042	,013
Market-to-book	,117	,002
Price/earnings	,164	,000
Prior firm performance	,094	,027
Investment	,016	,208
Year 2012		
Year 2013	,344†	,025
Year 2014		
Constant	-,472	1,294
F-value	,728	
Adj. R ²	-,095	
VIF value, highest	2,549	
*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10		n=47

I nästa steg av analysen har vi testat varje variabel både enskilt och tillsammans i olika kombinationer mot kapitalmarknadens reaktion. Utifrån dessa tester utgör tabell 3 de tre regressioner som visar den kombination av variabler med högst signifikans.

Tabell 3 Resultat av regressioner med lägst signifikansnivå

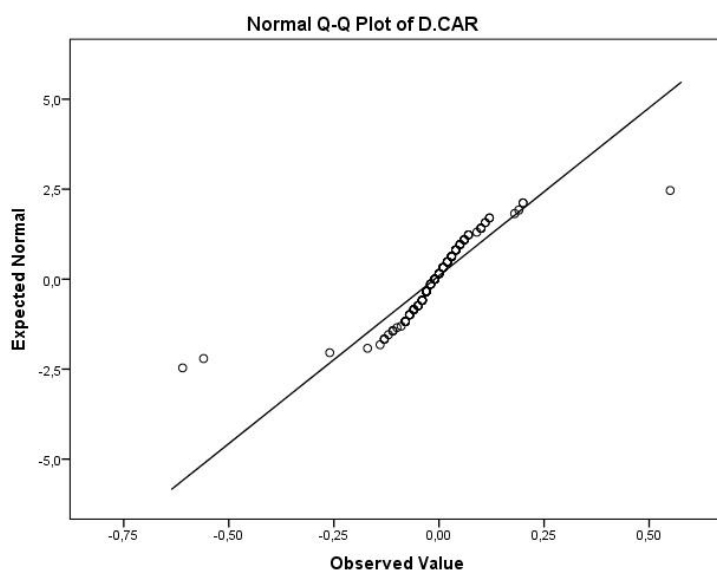
Variables	Sign. 0,126		Sign. 0,127		Sign. 0,181	
	Std.B	Std. Er.	Std.B	Std. Er.	Std.B	Std. Er.
Number of MT	-,031	-,028	-,044	,021	-,006	,039
Turnover type					-,143	,020
Turnover reason	-,190†	,039	-,180†	,037		
Successor origin	,001	,019			,025	,021
ROA	-,166	,082	-,129	,068		
Year 2012	,185†	,019	-,157	,017	-,226*	,026
Year 2013					-,026	,026
Constant	,625	,386	,445	,319	,022	,045
F-value	1,774		1,839		1,546	
Adj. R ²	,038		,029		,021	
VIF value, highest	1,106		1,066		1,758	
*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10		n=99	n=112	n=125		

Tabell 3 visar att ingen av regressionerna är signifikanta. Detta går att utläsa genom att till exempel studera regressionsmodellen med signifikansnivå 0,126, där förklaringsgraden är 3,8 procent. Det vill säga att 3,8 procent av variationen i överavkastningen förklaras av variationen i antal MT, orsak till MT (i.e. tvingat eller frivilligt), typ av efterträdare (i.e. insider och outsider), ROA samt år 2012 och år 2013. Detta innebär att resterande variation, som uppgår till 96,2 procent, förklaras av slumpen eller andra faktorer som kan påverka reaktionen på kapitalmarknaden (Djurfeldt et al., 2010).

Enligt Pallant (2013) är det essentiellt att jämföra betavärden mellan olika variabler i en regression. Om en variabel har ett högt betavärde i relation till en annan variabel innebär det att variabeln med högst betavärde utgör det starkaste unika bidraget till att förklara den beroende variabeln (Pallant, 2013). I tabell 3, i regressionsmodellen med signifikansnivå 0,126, går det att avläsa att orsak till MT är den kontrollvariabel som har en relativt stor påverkan på överavkastningen i relation till övriga variabler. Dessutom är denna variabel signifikant. Med andra ord innebär det att om tvingad MT ökar blir följderna att kapitalmarknaden reagerar negativt, vilket även går i linje med vad tidigare forskning har argumenterat för (Hu & Leung, 2010; Vossemer et al., 2013). Vidare kan en orsak till ett inte signifikant resultat vara att extremvärden har en inverkan på regressionsmodellen (Pallant, 2013).

4.4.2. Resultat av multipel regression utan extremvärden

Grundtanken i en regression är att undersöka hur mycket av variansen i den beroende variabeln, som beror på de oberoende variablerna. Den del av variansen som inte kan kopplas till de oberoende variablerna placeras i residualen (Djurfeldt et al., 2010). För att tydliggöra residualens spridning i materialet, som inte är standardiserade, ritades dessa in i ett diagram. Är residualen perfekt normalfördelad hade punkterna i figur 3 legat på den diagonala linjen. I figur 3 framgår det tre större avvikelser (i.e. extremvärden)(Djurfeldt et al., 2010).



Figur 3 Residualspridning med extremvärden steg ett

Flera av statistiska tekniker är känsliga mot extremvärden och vissa statistiker föreslår att dessa värden skall avlägnas från materialet (Pallant, 2013). Det enklaste sättet att hantera extremvärden på är att exkludera dem ur materialet. Resultatet blir då mer representativt för populationen och extremvärdena bör istället studeras som enstaka fall (Djurfeldt et al., 2010).

Eftersom det fanns tre extremvärden i materialet (se Bilaga 5) valde vi att exkludera dessa och utföra en ny regressionsanalys, följt av ett nytt diagram över residualen för att undersöka normalfördelningen. Vidare framgår det att det fortfarande finns två större avvikelser efter ovan nämnda justering. Följden blev att även dessa två

extremvärden (se Bilaga 7) exkluderades ur materialet och återigen utfördes en ny regressionsanalys.

Efter att ha exkluderat totalt fem extremvärden fick vi fram en signifikant modell (se Tabell 4). Anmärkningsvärt är att endast orsak till MT är signifikant i modellen. Vidare förklaras 5,1 procent av variationen i kapitalmarknadens reaktion av variationen i antal MT, orsak till MT, om efterträdaren är internt eller externt tillsatt, ROA samt MT som inträffat år 2012. Vid en närmare granskning av resultaten ser vi även att det är orsak till MT som har störst påverkan på kapitalmarknadens reaktion eftersom denna variabel har störst betavärde (Pallant, 2013). Detta ger således signaler om att sambandet mellan tvingat MT och kapitalmarknadens reaktion, resulterar i negativa reaktioner på kapitalmarknaden.

Tabell 4 Resultat av regression utan extremvärden

Variables	Std.B	Std.Er
Number of MT	0,111	0,019
Turnover reason	-0,208*	0,030
Successor origin	-0,008	0,013
ROA	-0,167	0,066
Year 2012	-0,160	0,012
Constant	-0,511	0,314
F-value	2,008†	
Adj. R ²	0,051	
VIF value, highest	1,104	
*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10		n=94

Detta går i linje med vad tidigare forskning visat. Hu och Leung (2010) påstår att tvingad MT ger ett signifikant negativt samband med företagets prestation. Genom en klassificering av MT får vi en mer sammanhängande förklaring till kapitalmarknadens reaktion. Detta kan dock skapa obalans i TMT (Umans, 2012) och för att kunna förstå MT krävs det djupare studier inom vilken kontext MT inträffar (Messersmith et al., 2014; Krug et al., 2015).

4.4.3. Resultat av multipel regression med modererande variabel

För att skapa en djupare förståelse för MT och inom vilken kontext MT inträffar, inkluderade vi handlingsutrymme som en modererande variabel i vår studie. I detta

avsnitt är extremvärdena exkluderade ur regressionsanalysen. Vidare gick dock inte den modererande variabeln att använda i regressionsmodellen eftersom hög multikollinearitet uppstod mellan den modererande variabeln och multiplikatorn (se Tabell 11 i Bilaga 9). När multikollinearitet föreligger blir följderna att den statistiska signifikansnivån för modellen, och för den enskilda variabeln, blir svår att fastställa (Pallant, 2013). Vi utförde även regressionsanalyser där den modererande variabeln standardiserades, men dock utan resultat då den modererande variabeln bestod av en kombination av redan standardiserade värden (i.e. graden av företagets marknadstillväxt, instabilitet i efterfrågan samt kapitalintensitet).

I en regression där multikollinearitet inte föreligger är *Variance Inflation Factors* (VIF) lika med noll (Djurfeldt & Barmark, 2009). Det finns olika riktlinjer för vad som kännetecknar multikollinearitet. I denna analys har vi valt att utgå från att multikollinearitet föreligger när VIF är högre än 4 (O'brien, 2007; Umans, 2012). Vidare anser andra forskare att gränsen för multikollinearitet går när VIF är högre än 10 (O'brien, 2007; Pallant, 2013).

I resultatet av regressionen med den modererande variabeln blev VIF högre än 84, både för den modererande variabeln och för multiplikatorn (se Tabell 11 i Bilaga 9). Tidigare forskning varnar för multikollinearitet vid denna typ av variabler och rekommenderar ett sammanslaget index (Körner & Wahlgren, 2015). Med anledning av detta är den modererande variabeln ett sammanslaget index (Finkelstein & Boyd, 1998; Waldron, Graffin, Porac & Wade, 2013; Ponomareva, 2016) mellan tre mått på kontextuellt handlingsutrymme. Trots detta uppstod multikollinearitet. Då multikollinearitet kan undvikas genom att ta bort den ena variabeln (Djurfeldt et al., 2010) utfördes istället en regressionsanalys med endast multiplikatorn som modererande effekt. Därmed valde vi att endast titta på interaktionen mellan MT och kontextuellt handlingsutrymme, istället för att studera MT som en oberoende variabel och kontextuellt handlingsutrymme som modererande variabel.

Tabell 5 visar en signifikant modell där orsak till MT återigen är en stor påverkande variabel likt tidigare regression (se Tabell 4). Utöver orsak till MT är även år 2012 en signifikant variabel som visar ett signifikant negativt samband med

kapitalmarknadens reaktion. Dock har multiplikatorn, och således den modererande variabeln kontextuellt handlingsutrymme, inte en signifikant påverkan på kapitalmarknadens reaktion.

Tabell 5 Resultat av regression med multiplikatorn som modererande variabel

Variables	Std.B	Std. Er.
Turnover reason	-0,200†	0,038
Successor origin	-0,051	0,012
ROA	0,170	0,067
Year 2012	-0,223*	0,012
Multiplier: MT*Managerial discretion	0,043	0,003
Constant	-,476	0,312
F-value	2,200†	
Adj. R ²	,069	
VIF value, highest	1,084	
*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10		n=81

Med anledning av resultatet på ovan nämnda regressionsanalyser utfördes ytterligare tre regressionsmodeller med de tre enskilda måtten på handlingsutrymme som modererande variabel, dock utan signifikant resultat.

Avslutningsvis genomfördes ytterligare en regressionsanalys, med den modererande variabeln som kontrollvariabel. Tabell 6 visar att resultatet av regressionsmodellen är mer signifikant än tidigare (se Tabell 4). Utöver orsak till MT är nu även ROA en signifikant variabel och visar ett signifikant positivt samband med kapitalmarknadens reaktion. Det vill säga att desto mer ROA ökar, desto mer positiv reaktion på kapitalmarknaden. Vidare är det kontextuella handlingsutrymmet inte signifikant, men variabeln indikerar att kontextuellt handlingsutrymme kan ha någon form av bidragande effekt när variabeln inkluderas som kontrollvariabel i modellen.

Tabell 6 Resultat av regression med modererande variabel som kontrollvariabel

Variables	Std.B	Std.Er
Number of MT	0,190†	0,017
Managerial discretion	0,045	0,002
Turnover reason	-0,192†	0,037
Successor origin	-0,070	0,012
ROA	0,226†	0,069
Year 2012	-0,195†	0,012
Constant	-0,661*	0,325
F-value	2,348*	
Adj. R ²	0,091	
VIF value, highest	1,168	
*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10		n=81

Enligt *the behavioral theory of the firm* har chefer en betydande roll för företagets prestation. Chefers agerande återspeglas i olika utfall för företagen, och påverkar således kapitalmarknadens reaktion (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012). Enligt denna teori bör således handlingsutrymmet ha någon form av påverkan på kapitalmarknadens reaktion, vilket den sista regressionsanalysen indikerar. Vidare lyfter *the contingency theory* vikten av ett företags kontext samt dess påverkan på företaget (Gerdin & Greve, 2004; Mintzberg et al., 2009; Grötsch et al., 2013). I denna studie visar resultaten att handlingsutrymmet har någon form av påverkande effekt på kapitalmarknadens reaktion. Utifrån vad tabell 6 visar har ökat handlingsutrymme en positiv påverkan på kapitalmarknadens reaktion och bör således inte helt uteslutas.

Kapitalmarknaden förväntas att reagera positivt vid tillkännagivandet av MT om företaget presterat dåligt under en period (Wallance et al., 1990). På grund av detta testades det om resultaten av regressionerna skiljde sig beroende på hur företagets tidigare prestation varit. Resultatet visade att det inte går att statistiskt säkerställa att företagets tidigare negativa prestation har en positiv påverkan på kapitalmarknadens reaktion, eftersom sambandet inte visade sig vara signifikant. I motsats till detta framgick ett positivt signifikant samband på 0,055 när företaget tidigare har haft en positiv företagsprestation (se Bilaga 8), vilket kan anses vara anmärkningsvärt. Vidare säger det ovan nämnda resultatet emot James och Sorefs (1981) uttalande om

att finns en högre sannolikhet att en chef blir sparkad om företaget tidigare presterat dåligt.

4.5. Konsekvenser för hypoteserna

Tidigare i uppsatsen skapades två hypoteser vilka skulle studeras med hjälp av en *event study*. Hypoteserna var följande: (1) Ökad MT har ett negativt samband med kapitalmarknadens reaktion. (2) Ökad MT har en mer negativ effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion, under ökad grad av kontextuellt handlingsutrymme.

Den första hypotesen går inte att bekräfta då den enkla regressionen inte visade något signifikant samband. Signifikansvärdet uppgick till 0,894 med en justerad förklaringsgrad på 0,000. En tänkbar förklaring till att regressionen inte blev signifikant, kan vara att regressionen endast undersöker en liten del av alla tänkbara faktorer som kan påverka kapitalmarknadens reaktion. Vidare kontrollerades sambandet för 14 kontrollvariabler vilket resulterade i att signifikansvärdet uppgick till 0,740.

Den andra hypotesen går inte heller att bekräfta. Dels för att den modererande variabeln i multipel regressionen inte kunde användas på grund av för hög multikollinearitet (se Tabell 11 i Bilaga 9), dels för att den modererande variabeln inte är signifikant (se Tabell 5). Vidare kan det inte heller bekräftas att varje enskilt mått på handlingsutrymme har en modererande effekt på kapitalmarknadens reaktion då ingen av de tre enskilda måtten var signifikanta i de utförda regressionerna.

Eftersom analysen inte kunde stödja den första hypotesen, är det svårt att bygga vidare med den andra hypotesen. Detta på grund av att kontextuellt handlingsutrymme testas som en modererande effekt på ett inte signifikant samband mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Följaktligen skulle det finnas större sannolikhet att finna stöd för hypoteserna om flera variabler i den första regressionsanalysen vore signifikant.

5. Slutsatser

I detta avslutande kapitel presenteras diskussion och slutsatser samt viktiga implikationer av uppsatsens resultat. Detta för att kunna förklara hur MT påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. Slutligen presenteras självkritik, vad studien bidrar med samt förslag till framtida forskning.

5.1. Diskussion och slutsatser

Syftet med uppsatsen är att förklara hur en förändring i ledningsgruppens sammansättning påverkar reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. Studien väljer att utgå från tre teorier (i.e. *behavioral theory of the firm*, *upper echelon theory* och *contingency theory*) och enligt dessa framgår det att chefer har en betydande roll för företagets prestation samt att chefers agerande återspeglas i olika utfall hos företaget (Cyert & March, 1992; Gavetti et al., 2012).

Vidare påverkar chefers livshistoria samt individuella egenskaper företagets olika utfall och varje chef besitter olika erfarenheter och kunskap, vilket påverkar dennes beslutsfattandeprocess (Cyert & March, 1992; Finkelstein & Hambrick, 1996; Mintzberg et al., 2009; Vossemer et al., 2013). För att fånga dessa teoretiska argument studerades två chefsposter i TMT, VD samt finanschef. I teorin framgår även vikten av att studera företagets kontext och hur detta påverkar företaget då olika miljöer ger olika förutsättningar (Gerdin & Greve, 2004; Mintzberg et al., 2009; Taylor & Taylor, 2014). För att bemöta detta skapades ett index för det kontextuella handlingsutrymmet i TMT.

Regressionsanalyser utfördes för att kunna besvara forskningsfrågan som löd: Hur påverkar en förändring i ledningsgruppens sammansättning reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor?

Enligt tidigare studier är kontextuellt handlingsutrymme en betydelsefull faktor i företag (Hambrick & Finkelstein, 1987; Halebian & Finkelstein, 1993; Yamak et al., 2014; Ponomareva & Umans, 2015) och bör således ha en betydande roll när MT inträffar. Till en början undersöktes hur MT påverkar kapitalmarknadens reaktion. Dock visade regressionsanalyserna att MT inte hade en signifikant påverkan på kapitalmarknadens reaktion och vi kunde således inte bekräfta den första hypotesen. Vidare analyser utfördes för att undersöka hur regressionen förändrades när kontextuellt handlingsutrymme användes som modererande variabel. Även detta resulterade i att vi inte kunde säkerställa en signifikant regressionsmodell då kontextuellt handlingsutrymme inte hade någon påverkande effekt som modererande variabel, i förhållandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Svaret på studiens forskningsfråga blir således att MT inte påverkar kapitalmarknadens reaktion och det kontextuella handlingsutrymmet inte har en modererande effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion.

Det bör återigen poängteras att denna studerade relation är relativt ny i svensk kontext. Dock är koncepten som ingår i denna studie inte av ny karaktär. Vidare finns det olika tänkbara förklaringar till varför det inte blev något signifikant resultat i regressionsanalyserna. Med detta i åtanke funderar vi över om svenska företag verkligen är känsliga för MT eller om det är förändringar i andra poster i företagen som ger en mer påtaglig reaktion på kapitalmarknaden, som till exempel ägarskap.

Som begränsningarna lyfter domineras den svenska industriella ekonomin av några få affärsgrupper, vilket skapar en stark ägarstruktur (se 3.2.3. Begränsningar) (Umans, 2012). Med anledning av detta kan det vara missvisande att undersöka VD och finanschef som viktiga positioner inom svensk kontext. Detta kan vara en anledning till varför regressionsanalysen inte visade några signifikanta resultat angående sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Detta skulle således kunna innebära att TMT endast är symboliska frontmän utan verkligt inflytande (Hambrick & Finkelstein, 1987; Finkelstein & Hambrick, 1996) och att svenska företag är mindre känsliga för MT.

Resultaten i analysen indikerar att MT, på något sätt, väcker reaktioner på kapitalmarknaden vid tillkännagivandet av MT vilket även tidigare forskning kommit fram till (Finkelstein & Hambrick, 1996; Vossemer et al., 2013; Krug et al., 2015). Som framfördes i den sistnämnda regressionen är det dock anmärkningsvärt att en positiv tidigare företagsprestation påverkar kapitalmarknadens reaktion positivt (se 4.4.3. Resultat av multipel regression med modererande variabel). Detta går inte i linje med vad tidigare forskning hävdar, då företag som tidigare har haft en negativ prestation påverkar kapitalmarknaden positivt vid MT (James & Soref, 1981; Wallance et al., 1990).

Mot denna bakgrund skulle det kunna finnas en koppling till hur chefers personliga tolkningar påverkar besluten som fattas av denne (March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963; Hambrick & Mason, 1984). Utifrån ett *upper echelons* perspektiv kan detta således indikera att VD och finanschef har någon form av inverkan på företagets prestation i svensk kontext. Dock är det viktigt att komma ihåg att förklaringsgraden i regressionsmodellerna är relativt låg, vilket tyder på att sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion är betydligt mer komplext.

Ytterligare ett konstaterande som gjordes i analysen var att kontrollvariabeln 'orsak till MT' hade stor inverkan på regressionsmodellerna då variabeln har ett högt standardiserat betavärde. Om MT är tvingat leder detta till en negativ reaktion på kapitalmarknaden. Därmed är klassificeringen av frivillig eller tvingad MT intressant att studera när MT inträffar på den svenska kapitalmarknaden. Detta styrks även av Vossemer et al. (2013) som anser att klassificering leder till en mer sammanhängande förklaring i modellen.

Studien indikerar möjligheten att det kontextuella handlingsutrymmet inte har den modererande effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion i svensk kontext, som studien inledningsvis argumenterade för. Istället indikerar resultaten från analysen att det kontextuella handlingsutrymmet kan ha en påverkande effekt (Wiersema & Bantel, 1993; Yamak et al., 2014), i form av en oberoende variabel i samband med kapitalmarknadens reaktion.

Avslutningsvis ser vi tillbaka på de skilda synsätten, det vill säga det finansiella perspektivet respektive styrningsperspektivet. Utifrån ett styrningsperspektiv ska TMT påverka företagets prestation, vilket i sin tur återspeglas i kapitalmarknadens reaktion, eftersom företagets prestation beror på olika faktorer. Denna studies resultat indikerar dock att så inte är fallet. Ur ett finansiellt perspektiv är vår studies resultat inte avvikande då aktiepriserna redan speglar all tillgänglig information samt alla händelser som har skett, eller som förväntas att ske (Fama, 1965a; Fama, 1965b; Fama, 1991). Däremot kan vi inte ignorera att det faktiskt sker en förändring när kontextuellt handlingsutrymme används som kontrollvariabel i regressionerna. Detta indikerar att det kontextuella handlingsutrymmet har någon form av bidragande effekt på kapitalmarknadens reaktion.

5.2. Implikationer

Det har tidigare inte gjorts någon liknande studie på kontextuellt handlingsutrymme på den svenska marknaden och därmed var det redan från ett tidigt stadiet i denna uppsats svårt att hitta stöd för den svenska kontexten. Detta resulterade i en omfattande empirisk datainsamling för alla svenska börsnoterade företag för att kunna genomföra en analys av denna karaktär på svensk kontext. Således kan denna uppsats bidra till en ökad förståelse för hur den svenska kapitalmarknaden reagerar vid MT med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor.

Indikationen av regressionsanalyserna tyder på att orsak till MT har en signifikant påverkan på kapitalmarknadens reaktion, vilket innebär att klassificering av MT är av betydande vikt i denna typ av studier. Vidare visar även analyserna att år 2012 var signifikant, vilket indikerar att detta specifika år verkar vara utmärkande. Således är det viktigt att titta närmre på varje enskilt år i studien och vad som inträffat under den ekonomiska cykeln.

Vår studie visar att den svenska kapitalmarknaden inte är känslig för MT. Detta kan bero på att företag på den svenska kapitalmarknaden präglas av stark ägarstruktur (Umans, 2012). Följden blir att VD och finanschef är av mindre betydelse jämfört med ägarna i företaget och således ger MT ingen effekt på kapitalmarknadens

reaktion. Detta kan betyda att investerare inte är märkbart känsliga för MT. Sker ett byte i TMT kvarstår det koncentrerade ägandet. Detta är inte förvånande eftersom det är vanligt förekommande med familjeägda företag i Sverige, vilket har noterats vid den empiriska insamlingen. På så sätt kan det möjligen antas att företagen på den svenska marknaden är stabila och således även mindre känsliga för chefsbyten utifrån hur kapitalmarknaden reagerat i denna studie.

Avslutningsvis kan det valda sättet att koda materialet på, påverka analysens resultat. En annorlunda kodning hade kunna leda till andra resultat än vad denna studie visar. Vidare kan vi även reflektera över om hela TMT borde inkluderas i studien för en mer rättvis bild av den svenska kapitalmarknadens reaktion, innan vi kan dra slutsatser om att resultatet möjligen kan bero på den starka ägarstruktur som präglar den svenska kapitalmarknaden.

5.3. Självkritik

Denna uppsats baseras på en kvantitativ metod och använder regressionsanalys som analysredskap. Vi har således beräknat *11 day cumulated abnormal return* som beroende variabel, vilket mätte kapitalmarknadens reaktion. Detta hade möjligen kunnat beräknas på ett annat sätt, alternativt kortare intervall för att inte fånga andra eventuella påverkande faktorer som vi inte kontrollerat för i analysen. Dock ökar risken att kapitalmarknaden inte hinner reagera på MT vid kortare intervall och således är det svårt att isolera effekten av endast MT.

Vidare kunde resultaten blivit mer rättvisa om anställningstiden hos chefen i företaget och ålder på tillträdande samt avgående chef inte beräknats som ett medelvärde då flera MT inträffade under samma år. Medelvärdena kan till viss del bli missvisande om den faktiska åldern på den ena chefen, skiljer sig markant från den andra. Istället hade varje MT kunnat hanterats separat, men då återkommer vi till svårigheten att endast fånga effekten av MT i den beroende variabeln. Har två MT inträffat inom en kort period är det svårt att skilja dessa effekter åt.

Något som kunnat bidra till en mer solid uppsats hade varit att noggrannare undersöka alla studerade åren innan analysen påbörjats för att se hur den ekonomiska

cykeln sett ut. I denna uppsats lades mycket fokus på att studera den ekonomiska cykeln år 2008-2009, på grund av den rådande finanskrisen. Det visade sig dock även att år 2012 har varit något avvikande (SCB, 2016), vilket kan förklara varför resultaten för detta år skiljde sig något från resterande år i analysen.

Ytterligare något som kunnat göra denna uppsats mer solid är om vi samlat in all data för hand och inte använt oss av databaser. På grund av begränsade resurser var detta inte möjligt men är trots allt något som bör beaktas.

5.4. Studiens bidrag

Det första *teoretiska bidraget* är att denna uppsats etablerat en relation mellan MT och kapitalmarknadens reaktion med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. Kontextuellt handlingsutrymme är således en modererande faktor (Hambrick & Finkelstein, 1987; Haleblan & Finkelstein, 1993; Yamak et al., 2014) mellan något internt för företaget och något externt på kapitalmarknaden (Voussemer et al., 2013). Uppsatsen har argumenterat samt fört en diskussion kring relationen och utvecklat ett tankesätt kring att kontextuellt handlingsutrymme har en modererande effekt internt på TMT och externt på den svenska kapitalmarknaden.

Det andra *teoretiska bidraget* för denna uppsats är att kontextuellt handlingsutrymme möjligen inte har den modererande effekt på sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion i en svensk kontext, som studien inledningsvis argumenterade för. Istället indikerar resultaten från analysen att det kontextuella handlingsutrymmet kan ha en påverkande effekt (Wiersema & Bantel, 1993; Yamak et al., 2014), i form av en oberoende variabel i samband med kapitalmarknadens reaktion. Resultaten visar även att orsak till MT har en signifikant bidragande effekt i samband med kapitalmarknadens reaktion i Sverige.

Det *empiriska bidraget* är att uppsatsen har kartlagt de svenska företagen och undersökt de MT som skett på den svenska kapitalmarknaden under en period om tre år. Detta bidrar empiriskt då den studerade relationen inte tidigare har studerats i svensk kontext. Vidare har studien även bidragit med beskrivande statistik, tabeller och figurer som avser den studerade relationen vilket sammanfattar kartläggningen

av relationen i svensk kontext. Studien är utförd på 222 svenska företag listade på Nasdaq OMX Stockholm under år 2012-2014. Under denna period identifierades 174 MT, varav i 119 MT har vi kunnat identifiera orsak till MT. 72 procent av alla identifierade MT rörde byte av VD och resterande 28 procent rörde byte av finanschef. Vidare kan vi även redogöra för att den genomsnittliga anställningstiden för en chef som lämnar ett företag på den svenska kapitalmarknaden är 8,672 år.

Det *praktiska bidraget* är att analytiker inte verkar behöva ta någon större hänsyn till MT för att utvärdera olika företag i svensk kontext, utifrån studiens resultat. Vidare behöver inte företagen själva vara oroliga vid ett tillkännagivande av MT under normala år. Dock bör företag beakta var i den ekonomiska cykeln de befinner sig då MT kan visa reaktioner på kapitalmarknaden under avvikande år. Även orsak till MT (i.e. tvingat eller frivilligt) är något som företag bör beakta eftersom tvingat MT kan resultera i en negativ reaktion på kapitalmarknaden.

Det *samhälliga bidraget* har en betoning på företagets värde. Företagets värde verkar inte påverkas av MT enligt denna studie. Däremot spelar orsak till MT roll för företagets värde eftersom att denna variabel varit signifikant i flera regressionsanalyser. Vidare har även ROA samt företagets tidigare prestation utmärkt sig som intressanta variabler, vilket kan vara en indikation att dessa variabler påverkar företagets värde i svensk kontext när MT inträffar.

5.5. Förslag till framtida forskning

Som tidigare nämndes är koncepten komplexa och därmed hoppas vi att denna studie inspirerar andra att vilja ta vid där vi avslutat för att försöka testa samt modifiera vår modell. I slutsatsen nämndes att det i svensk kontext kan vara av fortsatt intresse att studera ägarstrukturen och förändringar i dessa på grund av stark ägarstruktur i Sverige (Umans, 2012). Det kan därmed vara intressant att fortsatt forska kring förändringar i ägarstrukturen och dess påverkan på kapitalmarknadens reaktion. Hur påverkar en förändring i ägarstrukturens sammansättning reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor?

För det andra kan det vara intressant att utföra denna studie på andra länder med liknande ägarstruktur som i Sverige, för att göra en jämförelse med denna studie. Är Sverige unikt med sin ägarstruktur eller finns det länder med liknande förutsättningar som ger liknande resultat?

För det tredje testades det kontextuella handlingsutrymmet som en kontrollvariabel i relationen mellan MT och kapitalmarknadens reaktion. Detta indikerade att kontextuellt handlingsutrymme har någon form av påverkan, dock inte modererande. Fortsatt forskning kan därmed studera detta vidare och testa kontextuellt handlingsutrymme som en oberoende variabel istället. Vidare indikerade resultaten från regressionsanalyserna att det eventuellt finns ett samband mellan MT och ROA. Utifrån denna iakttagelse kan det vara intressant att gå vidare med forskning kring detta, för att undersöka dessa variablers relation till varandra.

För det fjärde kan chefers handlingsutrymme kategoriseras på tre olika nivåer (i.e. individnivå, intern organisatorisk nivå samt på kontextuell nivå)(Hambrick & Finkelstein, 1987; Hambrick & Finkelstein, 1996). Det kan studeras om resultatet av denna typ av studie hade sett annorlunda ut om flera nivåer av handlingsutrymme tagits med i modellen. Hur påverkar MT reaktionen på den svenska kapitalmarknaden, med handlingsutrymme som betingande faktor?

Slutligen kan det vara intressant att utföra en liknande studie ur ett finansiellt perspektiv (Fama 1965a, Fama, 1965b, Fama, 1991), det vill säga det omvända sambandet mellan MT och kapitalmarknadens reaktion med kontextuellt handlingsutrymme som betingande faktor. Går det i linje med vad teorin säger eller blir resultaten avvikande?

Referenslista

- Adams, J. C., & Mansi, A. (2009). CEO turnover and bondholder wealth. *Journal of Banking and Finance*, 33, 522-533.
- Aronsson, C. (2016, 9 februari). Rättegången om HQ bank inleds i dag. *Sveriges Radio*. Hämtad 2016-02-24, från <http://sverigesradio.se>.
- Association of business schools. (2015). *Academic journal guide 2015*. Hämtad den 2016-02-24 från: <https://steffenroth.files.wordpress.com/2015/06/abs-2015-steffenroth-ch.pdf>.
- Avanza. (2016, 10 mars). *Information om aktien SAS*. Hämtad 2016-03-10, från <http://www.avanza.se>.
- Baixauli-Soler, J. S. & Sanchez-Marin, G. (2011). Organizational governance and TMT pay level adjustment. *Journal of Business Research*, 64(8), 862-870.
- Boxer, R., Perren, L. & Berry, A. (2016). SME managing director and non-executive director trust relations: The dynamic interplay between structure and agency. *International Small Business Journal*, 34(3), 369-386.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Bryman, A. & Bell, E. (2015). *Business research methods*. (4. uppl.) Oxford: Oxford University Press.
- Cannella, A. A. & Shen, W. (2001). So close and yet so far: Promotion versus exit for CEO heirs apparent. *Academy of Management Journal*, 44(2), 252-270.
- Carroll, G. R. (1984). Organizational Ecology. *Annual Review of Sociology*, 10, 71-93.
- Christensen, L., Engdahl, N., Gräås, C., Haglund, L. (2001). *Marknadsundersökning: En handbok*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Collin, S-O, Smith, E., Umans, T., Broberg, P. & Tagesson, T. (2013). Mechanisms of corporate governance going international: Testing its performance effects in the Swedish economy. *Baltic Journal of Management*, 8(1), 79-101.
- Cyert, R. M. & March, J. G. (1992). *A behavioral theory of the firm*. (2. uppl.) Oxford: Wiley-Blackwell.
- DI. (2016, 15 februari). Allt om Swedbankhärvan. *Dagens Industri*. Hämtad 2016-02-24, från <http://di.se>.

- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1995). CEO and director turnover in failing firms: An illusion of change? *Strategic Management Journal*, 16, 401-417.
- Dedman, E., & Lin, S.-J. (2002). Shareholder wealth effects of CEO departures: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 8, 81-104.
- Denscombe, M. (2009). *Forskningshandboken: För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. (2. uppl.) Lund: Studentlitteratur AB.
- DiMaggio, P. J. & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Djurfeldt, G. & Barmark, M. (2009). *Statistisk verktyglåda 2: Multivariat analys*. (3. uppl.) Lund: Studentlitteratur AB.
- Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2010). *Statistisk verktyglåda 1: Samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. (2. uppl.) Lund: Studentlitteratur AB.
- Drazin, R. & Van de Ven, A. H. (1985). Alternative forms of fit in contingency theory. *Administrative Science Quarterly*, 30, 514-539.
- Dytham C. (2003). *Choosing and using statistics: a biologist's guide*. (3. uppl.) UK: Blackwell Science.
- Fama, E. F. (1965a). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, 21(5), 55-59.
- Fama, E. F. (1965b). The Behavior of Stock Market Prices. *The Journal of Business*, 38, 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama E. F. (1991). Efficient Markets II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fama E. F. (2014). Two Pillars of Asset Pricing. *American Economic Review*, 104(6), 1467-1485.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Finkelstein, S. & Boyd, B. K. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199.
- Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1996). *Strategic leadership: top executives and their effects on organizations*. St. Paul: West Publishing Company.

Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1990). Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35, 484-503.

Finkelstein S., Hambrick D. C., Cannella A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. New York: Oxford University Press.

Furtado, E. P. H. & Karan, V. (1990). Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence. *Financial Management*, 19(2), 60-75.

Gavetti, G., Greve, H. R., Levinthal, D. A. & Ocasio, W. (2012). The Behavioral Theory of the Firm: Assessment and Prospects. *The Academy of Management Annals*, 6(1), 1-40.

Geiger M. A. & North D. S. (2006). Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals. *The Accounting Review*, 81(4), 781-809.

Gerdin, J. & Greve, J. (2004). Forms of contingency fit in management accounting research: A critical review. *Accounting, Organizations and Society*, 29, 303-326.

Grötsch, V. M., Blome, C. & Schleper, M. C. (2013). Antecedents of proactive supply chain risk management: A contingency theory perspective. *International Journal of Production Research*, 51(10), 2842-2867.

Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1993). Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of Management Journal*, 36, 844-863.

Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.

Hambrick, D. C. & Cannella, A. A. (2004). CEOs who have COOs: Contingency analysis of an explored structural form. *Strategic Management Journal*, 25(10), 959-979.

Hambrick, D. C. & Finkelstein, S. (1987). Managerial Discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in Organizational Behavior*, (9), 369-406.

Hambrick, D. C., Mason, P.A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.

Hamilton, W. (1922). *The Stock Market Barometer: A Study of Its Forecast Value Based on Charles H. Dow's Theory of the Price Movement*. New York: Barron's.

Hannan, M. T. & Freeman, J. (1989). *Organizational ecology*. Cambridge: Harvard University Press.

- Hu, F. & Leung, S. C. M. (2010). Top management turnover, firm performance and government control: evidence from china's listed state-owned enterprises. *The International Journal of Accounting*, 47(2), 235-262.
- Huson, M. R., Parrino, R. & Starks, L. T. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297.
- Intintoli, V., Zhang, A. & Davidson, W. (2014). *Journal of Management and Governance*, 18(2), 541-587.
- James, D. & Soref, M. (1981). Profit constraints on managerial autonomy: Managerial theory and the unmaking of the corporation president. *American Sociological Review*, 46(1), 1-18.
- Jansen, J. J. P., George, G., van den Bosch, F. A. J. & Volberda, H. W. (2008). Senior Team Attributes and Organizational Ambidexterity: The Moderating Role of Transformational Leadership. *Journal of Management Studies*, 45(5), 982-1007.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jenter, D. & Kanaan, F. (2015). CEO Turnover and Relative Performance Evaluation. *Journal of Finance*, 70(5), 2155-2184.
- Krug, J. A. (2003). Executive Turnover in Acquired Firms: An Analysis of Resource-Based Theory and the Upper Echelons Perspective. *Journal of Management and Governance*, 7, 117-143.
- Krug, J. A., Wright, P. & Kroll, M. J. (2015). Top Management turnover following mergers and acquisitions: Solid research to date but still much to be learned. *The Academy of Management Perspectives*, 3015(1), 30-46.
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2015). *Statistiska metoder*. (3. uppl.) Lund: Studentlitteratur AB.
- Lawrence, B. M. (1997). The black box of organisational demography. *Organisation Science*, 8, 1-22.
- Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1357-1367.
- March, J. G. & Simon, H. A. (1958). *Organizations*. New York: Wiley.
- Messersmith, J. G., Lee, J. Y., Guthrie, J. P. & Ji, Y. Y. (2014). Turnover at the Top: Executive Team Departures and Firm Performance. *Organization Science*, 25(3), 776-793.

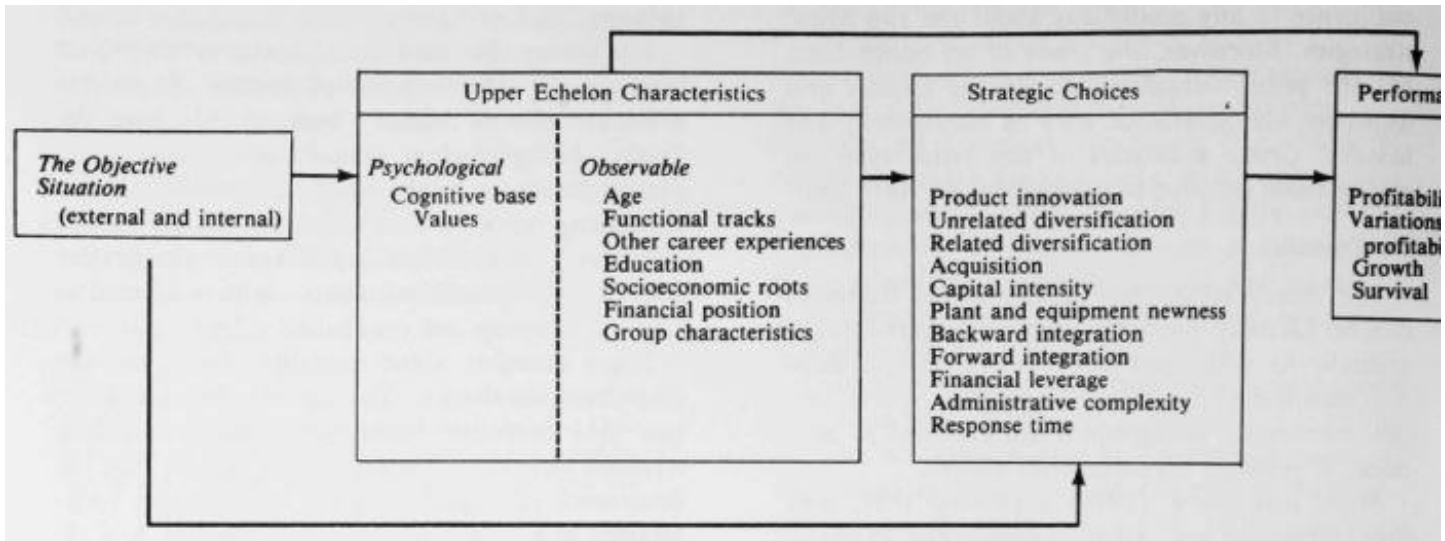
- Meyer, J. W. & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Miles, R. E, Snow, C. C., Meyer, A. D. & Coleman, H. J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *The Academy of Management Review*, 3(3), 546-562.
- Mintzberg, H., Ahlstrand, B. & Lampel, J. B. (2009). *Strategy Safari: Your Complete Guide Through the Wilds of Strategic Management*. (2. uppl.) Harlow: Financial Times Prentice hall.
- Neurath, C. (2016, 16 februari). Därför anmälde Swedbank Michael Wolf. SvD. Hämtad 2016-03-03, från <http://svd.se>.
- O'brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673-690.
- Pallant, J. (2013). *The SPSS Survival Manual: A Step by Step Guide to Data Analysis Using IBM Spss*. (5. uppl.) Buckingham: Open University Press.
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 165-197.
- Pessarossi, P. & Weill, L. (2013). Does CEO turnover matter in China? Evidence from the stock market. *Journal of economics and business*, 70, 27-42.
- Ponomareva, Y. (2016). *Costs and Benefits of Delegation: Managerial Discretion as a Bridge between Strategic Management and Corporate Governance*. (Doktorsavhandling, 246). Växjö: Linnaeus University Press.
- Ponomareva, Y. & Umans, T. (2015). An integrative view on managerial discretion: A study of a Russian firm in transition. *Journal for East European Management Studies*, 20(1), 36-67.
- Rabl, T., Jayasinghe, M., Gerhart, B. & Kühlmann, T. M. (2014). A Meta-Analysis of Country Differences in the High-Performance Work System–Business Performance Relationship: The Roles of National Culture and Managerial Discretion. *Journal of Applied Psychology*, 99(6), 1011-1041.
- Rhea, R. (1932). *The Dow Theory*. New York: Barron's.
- SAS. (2010, 16 september). *Rickard Gustafson ny vd och koncernchef i SAS*. Hämtad 2016-03-10, från <http://www.sasgroup.net/en>.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students*. (5. uppl.) Harlow: Prentice Hall.
- SCB. (2016). *BNP från användningssidan (ENS2010), försörjningsbalans efter användning år 1980-2015*. Hämtad 2016-05-15, från SCB:s hemsida <http://www.scb.se>.

- Shen, W. & Canella, A. A. (2002). Revisiting the performance consequences of CEO succession: the impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 45(4), 717-733.
- Shiller R. J. (1984). Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 98(2), 457-510.
- Simon, H. A. (1997). *Administrative Behaviour*. (4. uppl.) New York: The Free Press.
- Ström, S. (2010, 10 augusti). SAS-chefen Mats Jansson slutar. *SvD*. Hämtad 2016-03-11, från <http://svd.se>.
- Söderlind, O. (2015, 9 januari). Topparna som åtalas i HQ-härvan. *Affärsvärlden*. Hämtad 2016-03-02, från <http://affarsvarlden.se>.
- Taylor, A. & Taylor, M. (2014). Factors influencing effective implementation of performance measurement systems in small and medium-sized enterprises and large firms: a perspective from Contingency Theory. *International Journal of Production Research*, 52(3), 847-866.
- Taylor, L. A. (2010). Why Are CEOs Rarely Fired? Evidence from Structural Estimation. *The Journal of Finance*, 65(6), 2051-2087.
- Terjesen, S., Hessels, J. & Li, D. (2016). Comparative International Entrepreneurship: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 42(1), 299-344.
- Tian, J., Halebian, J. & Rajagopalan, N. (2011). The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic Management Journal*, 32, 731-747.
- Tichy N. M. & Cohen, E. (1997). *The Leadership Engine: How Winning Companies Build Leaders at Every Level*. New York: HarperCollins.
- Töpffer, M. (2016, 10 februari). Sparkade vd:n Wolf säljer allt i Swedbank. *Expressen*. Hämtad 2016-03-03, från <http://expressen.se>.
- Umans, T. (2012). *The bottom line of cultural diversity at the top: the top management team's cultural diversity and its influence on organisational outcomes*. (Doktorsavhandling, 125). Lund: Lund Institute of Economic Research.
- Vancil, R.F. (1987). *Passing the Baton*. Boston: Harvard Business School Press.
- Voussemer, B. A., Burchard, C. H., Schäffer, U. & Schweizer, D. (2013). Sudden top management turnovers and their effects on capital markets: Evidence from a country with low managerial discretion. *Corporate Governance in mittelständischen Unternehmen*, 2, 149-184.

- Voussemer, B. A., Schäffer, U. & Schweizer, D. (2014). Top management turnover under the influence of activist investors. *Journal Management and Governance*, 19(3), 709-739.
- Wagner, G. L., Pfeffer, J. & O'Reilly, C. A. III (1984). Organizational demography and turnover in top management groups. *Administrative Science Quarterly*, 29, 74-92.
- Waldron, T. L., Graffin, S. D., Porac, J. F. & Wade, J. B. (2013). Third-party endorsements of CEO quality, managerial discretion, and stakeholder reactions. *Journal of Business Research*, 66(12), 2592-2599.
- Wallace, N. D., Worrell, D. L. & Cheng, L. (1990). Key executive succession and stockholder wealth: The influence of successor's origin, position, and age. *Journal of Management*, 16, 647-664.
- Wiersema, M. F. & Bantel, K. A. (1993). Top management team turnover as an adaptation mechanism: The role of the environment. *Strategic Management Journal*, 14, 485-504.
- Wiersema, M. F. & Bird, A. (1993). Organizational Demography in Japanese Firms: Group Heterogeneity, Individual Dissimilarity, and Top Management Team Turnover. *Academy of Management Journal*, 36(5), 996-1025.
- Worrell, D. L., Davidson, III W. N., Chandy, P. R. & Garrison, S. L. (1986). Management turnover through deaths of key executives: Effects on investor wealth. *Academy of Management Journal*, 29(4), 674-694.
- Yamak, S., Nielsen, S. & Escribá-Esteve, A. (2014). The Role of External Environment in Upper Echelons Theory: A Review of Existing Literature and Future Research Directions. *Group & Organization Management*, 39(1), 69-109.
- Åkesson, N. (2016, 9 februari). Michael Wolf lämnar Swedbank. *Dagens Industri*. Hämtad 2016-03-03, från <http://di.se>.

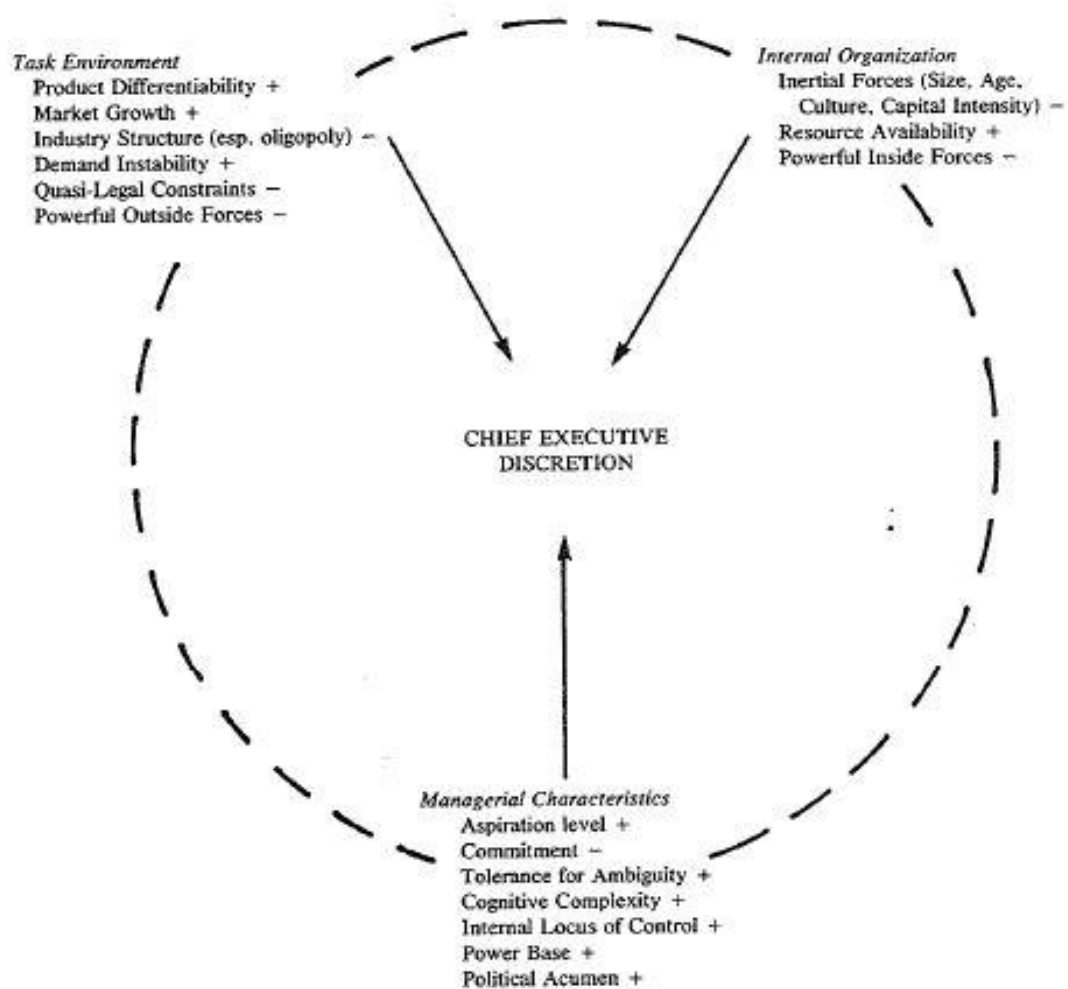
Bilagor

Bilaga 1: Ett upper echelon perspektiv av organisationen



(Hambrick & Mason, s. 198, 1984)

Bilaga 2: Olika faktorer som påverkar chefers handlingsutrymme



(Hambrick & Finkelstein, s. 379, 1987)

Bilaga 3: Exkluderade företag

Aerocrine	Lucara Diamond Corp (Canada)
Africa Oil Corp (Canada)	Lundin Mining Corporation SDB (Canada)
AllTele	Munksjö Oyj (säte i Finland)
Arcam AB	NGEx Resources Inc (Canada)
Arctic Paper S.A. (Poland)	NP3 Fastigheter AB
Aspiro	PA Resources AB
Attendo	Platzer Fastigheter Holding AB
Bactiguard Holding AB	Proffice AB
Besqab AB	Recipharm AB
Bufab Holding AB	Sagax AB
Com Hem Holding AB	Scandi Standard AB
C-RAD AB	SEMAFO Inc. (Canada)
Creades AB	Shelton Petroleum AB
Cybercom Group AB	Stockwik Förvaltning AB
D. Carnegie & Co AB	Thule Group AB
Eltel AB	Transcom WorldWide AB
eWork Scandinavia AB	Transmode AB
Geveko, AB	Tribona AB
KABE AB	

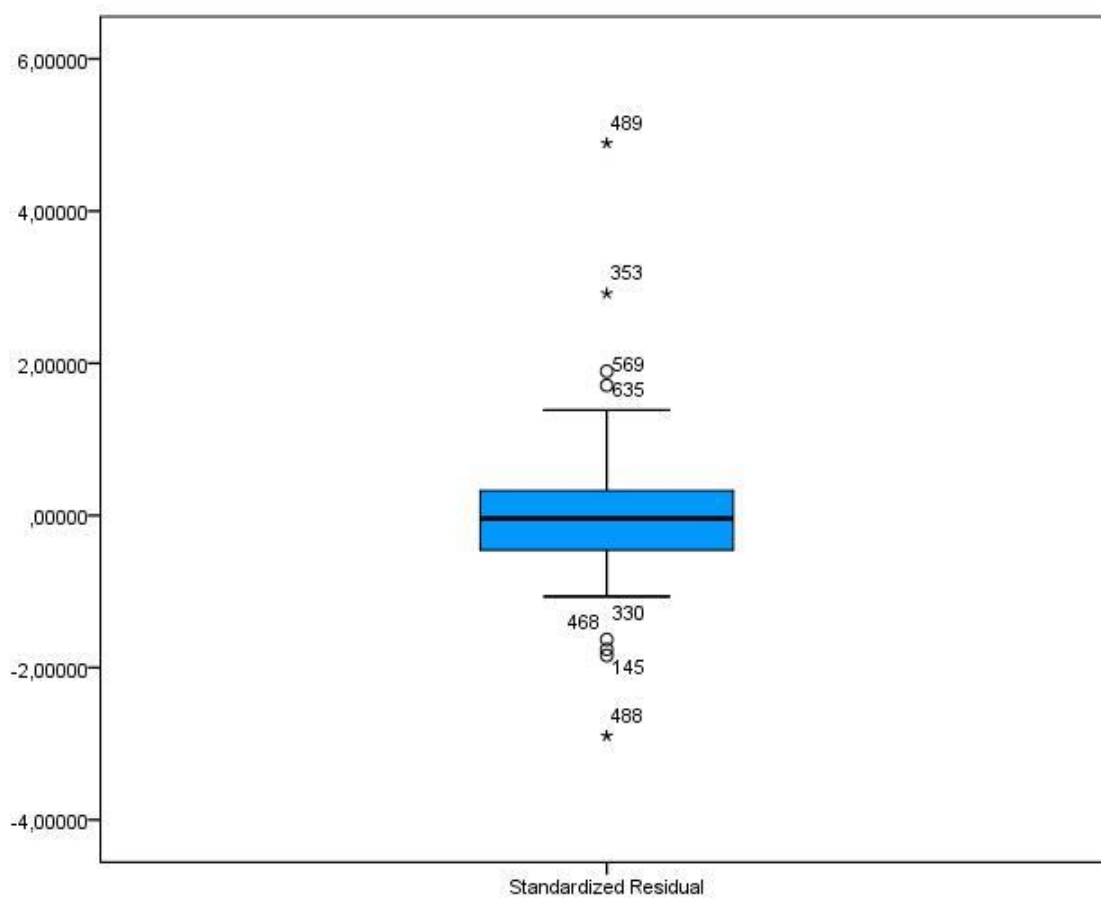
Bilaga 4: Kolmogorov-Smirnov test

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
D.CAR	,161	145	,000	,761	145	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Bilaga 5: Boxplot steg 1



Figur 4 Boxplot med tre extremvärden

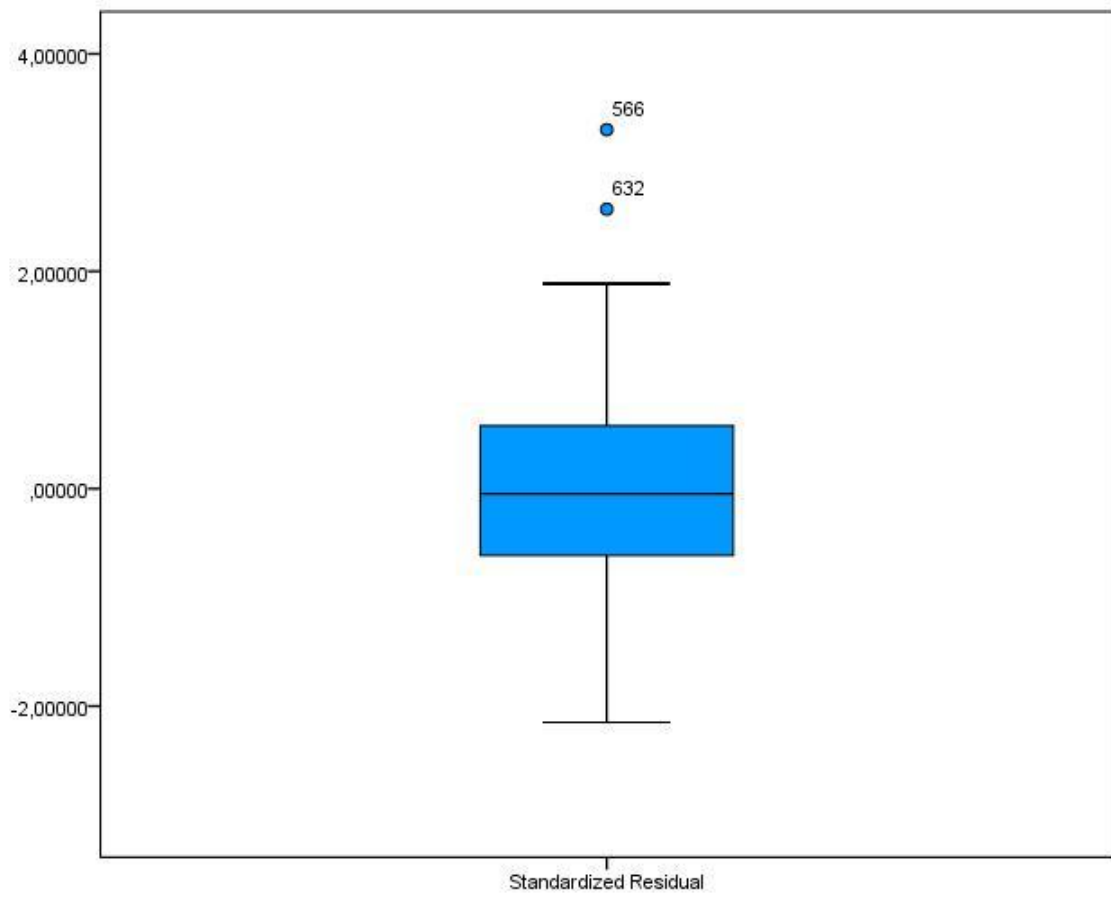
Bilaga 6: Korrelationsmatrix

Tabell 8 Korrelationsmatrix

Variables	Mean	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1 11-day CAR	-0,1034	,107182																					
2 Managerial turnover (MT)	,22	,413	,008																				
3 Managerial discretion	,00192	2,239557	,050	,025																			
4 Number of MT	,26	,542	-,011	,920**	,007																		
5 Turnover type	,72	,733	-,070	c	-,060	,697**																	
6 Turnover reason	,06	0,236	-,148	c	-,050	-,106	,073																
7 Successor origin	,64	,481	,029	c	-,031	,098	,053	,060															
8 Joint turnover	,06	,236	,040	,074	,038	,125**	,146	-,023	,067														
9 Age of departing manager	52,484	7,6767	-,053	c	,047	-,022	,115	-,065	-,059	,056													
10 Age of incoming manager	48,423	6,5909	-,089	c	,076	,078	,139	,098	,138	,014	,054												
11 Tenure of departing manager	8,672	8,0050	-,080	c	-,161	-,121	-,070	-,157	-,219*	,048	,350**	,025											
12 Firm size	21,79527	2,152936	-,029	-,001	-,063	-,029	-,222**	,001	-,227*	,022	-,003	-,097	,189*										
13 ROA	4,611	0,30353	,017	,008	-,044	-,005	-,109	-,086	-,237**	-,002	,049	-,074	,049	,214**									
14 Current ratio	2,50906	6,303179	,083	-,057	,023	-,054	,022	,116	,127	-,010	-,194*	-,099	-,166	-,122**	,024								
15 Market-to-book	2,65179	7,820193	-,007	-,065	,026	-,047	,091	-,005	,109	-,008	,096	,103	,018	-,030	-,016								
16 Price/earnings	25,97737	64,051335	,011	-,011	-,026	,002	-,020	-,076	-,143	c	-,078	,096	-,034	-,047	-,178**	-,024	,004						
17 Prior firm performance	,45946	,498728	,032	-,050	-,019	-,065	-,070	,226*	-,014	-,036	,038	-,010	-,039	,000	,184**	,062	-,046	-,094*					
18 Investment	,13784	,933555	,037	-,056	,478**	-,051	-,010	-,056	,131	-,007	-,064	-,032	-,026	-,021	,072	,656**	,005	-,024	,037				
19 Year 2012	,33	,472	-,179*	,047	,000	,017	-,137	-,056	-,042	,055	-,048	,051	-,061	-,027	,046	-,052	-,058	,018	-,121**	-,059			
20 Year 2013	,33	,472	,096	,039	,000	,048	,054	,119	-,076	-,027	,126	-,008	,088	-,008	-,032	,091*	-,014	-,029	,013	,059	-,500**		
21 Year 2014	,33	,472	,092	-,087*	,000	-,066	,093	-,067	,130	-,027	-,089	-,048	-,031	,035	-,014	-,039	,071	,011	,109**	c	-,500**	-,500**	

Note: ** p<.01; * p<.05; c. can not be computed because at least one of the variables is constant

Bilaga 7: Boxplot steg 2



Figur 5 Boxplot med två extremvärden

Bilaga 8: Kontroll av företagets tidigare prestation

Tabell 8 Resultat av regression vid kontroll av positiv tidigare företags prestation

Variables	Prior split med MT.index som kontrollvariabel sign. 0,055	
	Std.B	Std.Er
Number of MT	0,353*	0,019
Turnover reason		
Successor origin	0,216	0,017
ROA	0,515**	0,138
Year 2012	0,234	0,016
Managerial discretion	0,100	0,003
Constant	-1,924**	0,649
F-value	2,395†	
Adj. R ²	0,137	
VIF value, highest	1,582	
*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10		n=44

Bilaga 9: Urval av övriga multipel regressioner

Tabell 9 Resultat av regression med extremvärden

Variables	Std.B	Std.Er
Number of MT	0,028	0,041
Turnover type	-0.176	0,021
Successor origin	0,006	0,023
Year 2012	-0,243*	0,027
Year 2013	-0,028	0,027
Current ratio	0,054	0,007
Constant	0,008	0,049
F-value	1,464	
Adj. R ²	0,023	
VIF value, highest	1,837	

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10 n=117

Tabell 10 Resultat av regression med multiplikatorn som modererande variabel

Variables	Std.B	Std. Er.
Turnover type	,170	,009
Turnover reason	-,215†	,038
Successor origin	-,060	,012
ROA	,192†	,067
Year 2012	-,170	,015
Year 2013	,031	,016
Multiplier: MT*Managerial discretion	,059	,003
Constant	-,547†	,315
F-value	1,902†	
Adj. R ²	,072	
VIF value, highest	1,735	

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10 n=81

Tabell 11 Resultat av regression med multiplikatorn som modererande variabel

	Modell som visar på hög VIF sign. 0,468	
Variables	Std.B	Std.Er
Number of MT	0,028	0,031
Managerial discretion	-0,518	0,029
Turnover reason	-0,155	0,049
Successor origin	-0,024	0,022
Firm size	-0,137	0,006
Year 2012	-0,271†	0,026
Year 2013	-0,027	0,027
Multiplier: MT*Managerial discretion	0,043	0,003
Constant	0.159	0,131
F-value	0,966	
Adj. R ²	-0,003	
VIF value, highest	84,743	

*** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; † p < 0.10 n=81