



Markedsreaksjon ved utbytteannonsering

*En empirisk studie av utbytteannonseringers effekt på aksjepris for selskaper på Oslo Børs
før og etter finanskrisen*

Aleksander Lende og Henrik Tønnessen

Veileder: Tommy Stamland

Utredning innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell økonomi og økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen representerer vårt avsluttende arbeid i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Temaet for utredningen er utbytteannonseringers effekt på aksjepris for selskaper på Oslo Børs, og om det eksisterer forskjell i markedsreaksjonen før og etter finanskrisen.

Vi har tilegnet oss ny og verdifull kunnskap knyttet til temaet, og arbeidet har gitt oss mulighet til å anvende hva vi har lært i studieløpet. I tillegg har utredningen gitt oss omfattende erfaring knyttet til arbeid med store utredninger, herunder datainnsamling og skriveprosess. Prosessen har vært utfordrende og lærerik, der spesielt datainnsamling og analyse har vært tidkrevende da vi har bygget vårt eget datasett.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder Tommy Stamland, som har gitt oss god veiledning og konstruktive tilbakemeldinger helt siden startfasen av utredningen. Det rettes også en takk til Einar C. Kjenstad, som har kommet med nyttige innspill knyttet til databehandlingen.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 15. juni 2015

Aleksander Lende

Henrik Tønnessen

Sammendrag

Utredningens hensikt er å undersøke om utbytteannonseringer for selskaper på Oslo Børs er forbundet med abnormal avkastning i aksjepris, og om det eksisterer forskjeller i markedsreaksjonene før og etter finanskrisen i 2008. Vi gjennomfører begivenhetsstudier på forskjellige begrensninger av et utvalg bestående av 114 selskaper i perioden [2001,2014], der vi har definert [2001,2008] som perioden før finanskrisen og [2009,2014] som perioden etter.

Vi finner at annonseringer av økt utbytte er forbundet med signifikant positiv abnormal avkastning, i samsvar med signalteorien. I tillegg finner vi signifikant positiv abnormal avkastning på begivenhetsdagen for annonseringer av førstegangsutbetaling.

Ved å sammenligne periodene før og etter finanskrisen finner vi at annonseringer av økt utbytte er forbundet med signifikant positiv abnormal avkastning både før og etter finanskrisen. Resultatene viser at markedsreaksjonen på annonseringsdagen av økt utbytte er signifikant forskjellig i periodene før og etter finanskrisen. For korte begivenhetsvinduer finner vi at markedsreaksjonene på annonsering av redusert utbytte er signifikant forskjellige før og etter finanskrisen.

Resultatene viser seg robuste overfor begrensninger av utvalget, men holder ikke for et utvalg der begivenheter med andre annonseringer i begivenhetsvinduet er fjernet. Resultatene avhenger ikke ekstremverdier og er i liten grad drevet av parameterne som er estimert i markedsmodellen.

Innholdsfortegnelse

Forord	III
1. Innledning	1
1.1 Problemstilling og avgrensing	2
1.2 Oppgavens struktur	2
2. Hypoteser	5
3. Bakgrunn for studien.....	7
3.1 Utbytte i Norge	7
3.2 Finanskrisen	7
3.2.1 Finanskrisens forløp.....	8
3.2.2 Norge etter finanskrisen	9
3.2.3 Europa og resten av verden.....	9
4. Teori.....	13
4.1 Hva er utbytte?.....	13
4.2 Irrelevansteoremet.....	14
4.3 Hypotesen om effisiente markeder	16
4.4 Informasjonsinnhold i utbytteannonseringer	18
4.4.1 Lintner-modellen.....	18
4.4.2 Post-Lintner.....	19
4.5 Utbytte og kapitalgevinst	21
4.6 Agentkostnader knyttet til utbytte.....	22
5. Skatt	25
5.1 Skatteteori	25
5.2 Skatt i Norge	26
5.2.1 Skattereformen i Norge av 1992	27
5.2.2 Skatt på utbytte i 2001	27
5.2.3 Skattereformen i Norge av 2006	28
5.3 Implikasjoner for vår analyse.....	29
6. Tidligere studier	31
6.1 Bekreftelser av signalteorien.....	31
6.1.1 Markeder i USA.....	31
6.1.2 Markeder utenfor USA.....	32
6.2 Motsigelser av signalteorien	33
6.2.1 Markeder i USA.....	33

6.2.2	Markeder utenfor USA.....	34
6.3	Studie av det norske markedet	34
6.4	Studier av utbytte i nedgangstider.....	35
6.5	Studie av ekstraordinære utbytter	36
7.	Metode.....	39
7.1	Begivenhetsstudie	39
7.2	Prosedyre for en begivenhetsstudie.....	40
7.3	Naiv forventningsmodell for utbytte.....	40
7.4	Modell for å beregne normal avkastning	41
7.4.1	Manglende handel.....	42
7.5	Definering av estimerings – og begivenhetsvindu	43
7.5.1	Valg av begivenhetsvindu.....	43
7.5.2	Valg av estimeringsvindu.....	44
7.6	Beregning av abnormal avkastning.....	44
7.7	Kumulativ abnormal avkastning (CAR)	45
7.7.1	Aggregering over begivenheter, så over tid	45
7.7.2	Aggregering over tid, så over begivenheter	46
7.8	Hypoteser og tester for å analysere statistisk signifikans på abnormal avkastning	47
7.8.1	Test for å analysere statistisk signifikans av differanse i abnormal avkastning.....	47
8.	Data	49
8.1	Datainnsamling	49
8.2	Oslo Børs	50
8.2.1	Markedsindeks	50
8.2.2	Risikofritt aktivum.....	51
8.3	Vårt utvalg	52
8.3.1	Flagging av børsmeldinger i begivenhetsvinduet	54
8.3.2	Endelig utvalg	55
9.	Empirisk Analyse	57
9.1	Analyse I – 532 observasjoner.....	60
9.1.1	Hele utvalget [2001,2014].....	60
9.1.2	Hele utvalget [2001,2008] og [2009,2014].....	63
9.2	Analyse II – 460 observasjoner.....	68
9.2.1	Hele utvalget [2001,2014], uten avtaler	68
9.2.2	Hele utvalget [2001,2008] og [2009,2014], uten avtaler	69
9.3	Analyse III – 364 observasjoner	71

9.3.1	Hele utvalget [2001,2014], uten flagg	71
9.3.2	Hele utvalget [2001,2008] og [2009-2014], uten flagg.....	72
9.4	Analyse IV - 437 observasjoner.....	74
9.4.1	Begivenhetsstudie med selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret [2001,2014]	74
9.4.2	Begivenhetsstudie med selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret [2001,2008] og [2009,2014].....	75
9.5	Analyse V	80
9.5.1	Analyse 5.A – 118 observasjoner	81
9.5.2	Begivenhetsstudie av start- og stoppannonseringer [2001,2008] og [2009,2014]	83
9.5.3	Analyse 5.B – 68 observasjoner.....	86
10.	Analyse av sensitivitet og robusthet	91
10.1.1	Ekstremverdier for CAR \pm 5, [2001,2014]	91
10.1.2	Ekstremverdier for CAR \pm 5 [2001,2008] og [2009,2014].....	93
10.1.3	Ekstremverdier for beta [2001,2014].....	94
10.1.4	Normaliserte regresjonsparametre	96
11.	Konklusjon.....	99
11.1	Svakheter ved studien.....	100
11.2	Forslag til videre studier	101
Vedlegg A.....		109
A.1	Sektorinndeling	109
A.2	Liste over alle selskap etter sektor	110
Vedlegg B.....		113
B.1	Liste over alle begivenheter	113
B.2	Oversikt over fjernede begivenheter	121
Vedlegg C.....		123
C.1	Tabeller CAAR og AAR	124
C.2	Sensitivitets og robusthetsanalyse	142
Vedlegg D.....		171
D.2	Gjennomsnittlig betaverdi for underutvalgene.....	174
Vedlegg E.....		175

Figurer

Figur 4-1: Markedseffisens	16
Figur 4-2 : Markedsreaksjon ved effisient marked.	17
Figur 7-1: Tidslinje for en begivenhetsstudie (MacKinlay, 1997).....	43

Tabeller

Tabell 8.1 : Endelig Utvalg	55
Tabell 9.1 : Utbytteannonseringer fordelt på annonseringsår og type utbytte	60
Tabell 9.2 : Analyse 1.1 [2001,2014]	60
Tabell 9.3 : Statistikk for Statoil, Telenor, DNB og Yara.....	61
Tabell 9.4 : Analyse 1.2 [2001,2008] og [2009,2014]	63
Tabell 9.5 : Analyse 1.2 $CAR \pm 5$ og $AR0$ differanse før og etter finanskrisen	64
Tabell 9.6 : Analyse 2.1 [2001,2014]	68
Tabell 9.7 : Analyse 2.2 [2001,2008] og [2009,2014]	69
Tabell 9.8 : Analyse 2.2 $CAR \pm 5$ og $AR0$ differanse [2001,2008] og [2009,2014]	70
Tabell 9.9 : Analyse 3.1 [2001,2014]	71
Tabell 9.10 : Analyse 3.2 [2001,2008] og [2009,2014]	72
Tabell 9.11 : Analyse 3.2 $CAR \pm 5$ og $AR0$ differanse [2001,2008] og [2009,2014]	73
Tabell 9.12: P-verdier for differanse i AR og CAR	73
Tabell 9.13: Analyse 4.1 [2001,2014]	74
Tabell 9.14 : Analyse 3.2 [2001,2008] og [2009,2014]	75
Tabell 9.15 : Analyse 4.2 $CAR \pm 5$ og $AR0$ differanse [2001,2008] og [2009,2014]	77
Tabell 9.16: Antall start-og stoppannonseringer fordelt over år i perioden [2001,2014].	81
Tabell 9.17: Analyse 5.A.1 [2001,2014]	81
Tabell 9.18: Analyse 5.A.2 [2001,2008] og [2009,2014]	83
Tabell 9.19: Analyse 5.A.2 $CAR \pm 5$ og $AR0$ differanse [2001,2008] og [2009,2014].....	84
Tabell 9.20: Begivenheter i analyse 5.B fordelt over år i perioden [2001,2014].	86
Tabell 9.21: Analyse 5.B.1 [2001,2014]	86
Tabell 9.22: Analyse 5.B.2 [2001,2008] og [2009,2014].....	87
Tabell 9.23: Analyse 5.B.2 $CAR \pm 5$ og $AR0$ differanse [2001,2008] og [2009,2014].....	88
Tabell 10.1: Ekstremverdier for CAR	92

Tabell 10.2: Ekstremverdier <i>CAR</i> før og etter finanskrisen	93
Tabell 10.3: Ekstremverdier for Beta	94
Tabell 10.4: Ekstremverdier Beta før og etter finanskrisen	95
Tabell 10.5: Normaliserte regresjonsparametre	96
Tabell 10.6: Normaliserte regresjonsparametre før og etter finanskrisen	96

Grafer

Graf 9.1 : Abnormal avkastning, daglig nivå, [2001,2014]	62
Graf 9.2 : Kumulativ abnormal avkastning, [2001,2014]	62
Graf 9.3 : Abnormal avkastning før finanskrisen.....	65
Graf 9.4 : Abnormal avkastning etter finanskrisen	65
Graf 9.5 : Kumulativ abnormal avkastning før finanskrisen.....	66
Graf 9.6 : Kumulativ abnormal avkastning etter finanskrisen	66
Graf 9.7 : $CAR \pm 3$ sammenlignet før og etter finanskrisen	67
Graf 9.8 : $CAR \pm 3$ sammenlignet før og etter finanskrisen	78
Graf 9.9: Gjennomsnittlig abnormal avkastning før og etter finanskrisen.....	79
Graf 9.10: AR [2001,2014].....	82
Graf 9.11: $CAR \pm 3$ [2001,2014]	82
Graf 9.12: AR for [2001,2008] og [2009,2014]	85
Graf 9.13: $CAR \pm 3$ for [2001,2008] og [2009,2014]	85

1. Innledning

Informasjonsinnhold i utbytteannonseringer og tilhørende reaksjon i aksjepris, samt sammenhengen mellom utbytte og kapitalstruktur har vært gjenstand for teoretisk og empirisk forskning siden Miller & Modigliani (1961) utarbeidet en modell som viste at utbyttestørrelse er irrelevant i en verden med perfekte kapitalmarkeder.

I ettertid har det vokst frem flere hypoteser knyttet til selskapers utbytte, hvor en av de mest grunnleggende er John Lintner (1956) sin teori som sier at et selskaps ledelse justerer utbyttebetalinger for å gi en korrekt gjenspeiling av selskapets kommende inntjening. Videre har det blitt utviklet teori som belyser informasjonsinnholdet i utbytteannonseringer, hvor signalteorien er en av de mest fremtredende. Signalteori slår fast at utbytteannonseringer fungerer som et signal fra selskapets ledelse knyttet til fremtidig inntjening (Bhattacharya, 1979).

Endringer i utbytte og tilhørende reaksjoner på aksjepriser må ses i lys av hypotesen om markedseffisiens (Fama & Malkiel, 1970). Ved at utbytteannonseringer påvirker aksjepriser impliseres det at verdipapirenes pris endres når ny informasjon om selskapets utbytte blir kjent i markedet.

Utbytte og ulike selskapers utbyttepolitikk er gjenstand for stor interesse i både academia og næringsliv. Det har blitt gjennomført flere studier på utbyttepolitikk blant norske børsnoterte selskaper, men lite på om det eksisterer spesifikke forskjeller i utbyttepraksis og tilhørende markedsreaksjoner på det norske aksjemarkedet før og etter finanskrisen i 2008.

I perioden 1994 til 2010 betalte selskaper på Oslo Børs ut gjennomsnittlig 39% av overskuddet sitt, og over halvparten av selskapene betalte ikke utbytte i det hele tatt (Bøhren & Michaelsen, 2012). Gjennomgående, på tvers av bransjer og livsløp, betaler norske børsnoterte selskaper relativt lavt utbytte i forhold til størrelsen på selskapets overskudd.

1.1 Problemstilling og avgrensing

Utredningen tar for seg et utvalg selskaper på Oslo Børs hvor vi analyserer effekten utbytteannonseringer har på selskapenes aksjepris.

Vi har valgt å fokusere på årlig, ordinært kontantutbytte. Dette har vi gjort fordi informasjonsinnholdet som blir formidlet ved ordinære utbytteannonseringer kan skille seg fra ekstraordinære utbytteannonseringer. Det er naturlig at den ordinære utbytteannonseringen vil signalisere en mer langsiktig forpliktelse knyttet til selskapets fremtidige prestasjoner enn hva som er tilfellet med ekstraordinære utbytter.

På bakgrunn av dette har vi formulert følgende to-delt problemstilling:

1. *Er utbytteannonseringer forbundet med abnormal avkastning i perioden [2001,2014]?*
2. *Reagerer markedet ulikt på utbytteannonseringer før og etter finanskrisen?*

1.2 Oppgavens struktur

Valg av hypoteser og bakgrunn for oppgaven er beskrevet i kapittel 2 og 3. Teori om utbytte, informasjonsinnhold i utbytteannonseringer og skatt er gjennomgått i kapittel 4 og 5. I kapittel 6 gjengir vi studier som tidligere er foretatt på utbytte og utbytteannonseringer. Kapittel 7 tar for seg teorien for hvordan man gjennomfører en begivenhetsstudie. Utvalg og prosess for datainnsamling blir beskrevet i kapittel 8, før vi i kapittel 9 gjennomgår våre empiriske resultater og greier ut om de forskjellige analysene vi har foretatt. I kapittel 10 foretar vi sensitivitetsanalyser for å undersøke om resultatene våre er robuste med hensyn til fjerning av ekstremverdier og estimering av regresjonsparametere, før konklusjonen presenteres i kapittel 11.

2. Hypoteser

Vi ønsker å analysere om gjennomsnittlig abnormal avkastning (\overline{AR}) og gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (\overline{CAR}) som følge av utbytteannonsering er forskjellig fra null. Utgangspunktet er at utbytteannonseringene ikke har innvirkning på aksjeprisen til de tilhørende selskapene. Utfyllende beskrivelse av utvalget og begivenhetene finnes i kapittel 8. På bakgrunn av innledning og problemstilling har vi definert følgende hypoteser for våre empiriske analyser:

$$\mathbf{H}_0: \overline{AR}/\overline{CAR} = 0$$

$$\mathbf{H}_1: \overline{AR}/\overline{CAR} \neq 0$$

Nullhypotesen fastslår at annonsering av utbytte ikke er sammenfallende med gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning. Den alternative hypotesen sier at utbytteannonseringer er forbundet med gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning signifikant forskjellig fra null, og impliserer at utbytteannonseringer formidler informasjon til markedet.

For hovedformålet er det også nødvendig å formulere følgende hypoteser:

$$\mathbf{H}_0: \overline{AR}/\overline{CAR} [2001, 2008] = \overline{AR}/\overline{CAR} [2009, 2014]$$

$$\mathbf{H}_1: \overline{AR}/\overline{CAR} [2001, 2008] \neq \overline{AR}/\overline{CAR} [2009, 2014]$$

Nullhypotesen angir at abnormal avkastning er lik før og etter finanskrisen. Det impliserer at markedsreaksjonen på annonsering av utbytte er lik før og etter finanskrisen. Alternativhypotesen angir at abnormal avkastning er ulik før og etter finanskrisen. Det vil si at aksjemarkedet oppfatter informasjonsinnholdet i utbytteannonseringer ulikt og at den tilhørende markedsreaksjonen er ulik før og etter krisen.

3. Bakgrunn for studien

3.1 Utbytte i Norge¹

Senter for Eierforskning har kartlagt utbyttedata i Norge fra 1980 til 2010². Datagrunnlaget er fra samtlige selskaper notert på Oslo Børs i perioden. Fra 1980 til 2010 har tendensen på Oslo Børs vært at færre og færre selskaper betaler utbytte, men at selve utbytteforholdet er stigende. Fra en topp i 1980 betalte 77% av selskapene utbytte, mens det kun var 15% av selskapene som betalte utbytte i 2009. At tallet var så lavt i 2009 kan ses i sammenheng med finanskrisen som inntraff i 2008.

På tross av at utbytteforholdet for norske børsnoterte selskaper er stigende, er tendensen at selskapene betaler forholdsvis lavt utbytte i forhold til overskuddet. Det er verdt å merke seg at dette ikke er på grunn av lovgivningen som begrenser hva selskapene kan ta i utbytte, da det gjennomsnittlige utbyttet fra norske selskaper kun er rundt en fjerdedel av hva som maksimalt kan betales ut. I 2010 utbetalte 31% av selskapene på Oslo Børs kontantutbytte på til sammen 35 milliarder kroner, og i perioden 1980 til 2010 har utbyttebetalende selskaper betalt i gjennomsnitt 40% av overskuddet som utbytte til sine eiere.

3.2 Finanskrisen

I dette kapitlet vil vi kort beskrive bakgrunn og årsak til den globale finanskrisen som inntraff i 2008, samt hvilke effekter den har hatt på verdensøkonomien. Vi vil kort beskrive krisens innvirkninger på verdensøkonomien og den norske økonomien.

¹ Data i dette delkapitlet er i sin helhet hentet fra Bøhren & Michalsen (2012)

² Data i Bøhren & Michalsen (2012) sin bok er hentet direkte fra Senter for Eierforskning, og ikke tilgjengelig for oss. På oppfordring fra forfatteren vil vi dermed bare referere direkte til boka, der data er gjengitt.

Finanskrisen er betegnelsen på en omfattende systemisk krise i verdensøkonomien som startet i USA på midten av 2000- tallet da boligprisene begynte å avta etter et historisk høyt nivå. Frem mot høsten 2008 fikk flere amerikanske storbanker problemer, og i løpet av våren og sommeren ble flere investeringsbanker satt under statlig styring eller kjøpt opp med statlig hjelp (Grytten, 2013).

3.2.1 Finanskrisens forløp

På slutten av 1900- tallet og starten av 2000- tallet var verdensøkonomien i en oppgangsperiode, og økt konsum i USA gav grunnlag for eksportvekst i asiatiske land. Dette førte blant annet til lav konsumprisvekst i industrialiserte land, noe som sammen med inflasjonsstyring førte til lave renter. Billig kreditt og dereguleringer av finansinstitusjoner og investeringsbanker førte til en vekst i nye, såkalte strukturerte spareprodukter som gjorde at investorer og privatpersoner tok stadig høyere risiko³.

Finanskrisen startet i USA, der det på 1990-tallet og tidlig 2000-tall hadde oppstått det som i ettertid viste seg å være en boligboble. En finansiell boble oppstår når markedsprisen ikke reflekterer den fundamentale verdien. Amerikanske banker hadde i lengre tid gitt lån til låntakere med svak kreditthistorie og dårlig betalingsevne, såkalte «subprime lån». Dette ble forsvart med at boligprisene historisk alltid hadde steget, og at panten i boligen var nok sikkerhet for banken. Disse lånene ble siden omgjort til verdipapirer og videresolgt til forskjellige typer finansinstitusjoner. På denne måten ble risikoen spredd over forskjellige kapitalmarkeder og mange forskjellige aktører. Da låntakere i starten av 2007 fikk problemer med å betale ned lånene sine, resulterte det i at flere og flere låntakere måtte innfri pant for å kunne imøtekomme sin betalingsforpliktelse. Dette førte til et kraftig fall i boligprisene, og bankene led store tap. Siden lånene hadde blitt solgt videre til internasjonale finansinstitusjoner og risikoen dermed var fordelt i det globale finansmarkedet, spredde uroen seg også til kredittmarkedene. Tilgangen på kreditt minket kraftig⁴.

Den 15. september 2008 søkte Amerikas fjerde største investeringsbank, Lehman Brothers, om konkursbeskyttelse. Dette fikk store utslag i verdens kapitalmarkeder og de fleste

³ Økonomiske analyser, 1/2009

⁴ Økonomiske analyser, 1/2009

industrialiserte land gikk inn i en lavkonjunktur. S&P- indeksen falt i 2008 med over 38,5 prosentpoeng, det største fallet siden 1937⁵.

3.2.2 Norge etter finanskrisen

Høy oljepris, lav arbeidsledighet og en rik, aktiv motkonjunkturpolitikk fra staten medførte at virkningene av finanskrisen i Norge ble relativt små. Myndighetene sørget for bankenes likviditet gjennom blant annet rentenedsettelse og tilbud av obligasjoner med fortrinnsrett til banker og kredittforetak⁶. Dette innebar at bankene kunne bytte sine egne obligasjoner mot statsobligasjoner. Likviditet i markedet ble sikret ved å senke styringsrenten. I løpet av en serie hyppige rentenedsettelse gjennom høsten 2008 og påfølgende vinter og vår, nådde styringsrenten et historisk bunnivå i juni 2009 da den ble satt til 1.25%. Da hadde renten gått ned med 4.5% siden slutten av september 2008⁷.

Norge har siden årtusenskiftet hatt høy lønnsvekst, og forventet lønnsvekst i 2015 er 3%. Arbeidsledigheten har holdt seg lav i tiden etter finanskrisen, men er ventet å stige fra 3.5% i 2014 til 4% i 2015⁸. Midler fra petroleumsvirksomheten og handlingsregelen sørger for at det fases penger inn i norsk økonomi, og oljefondet gir mulighet til å føre en motkonjunkturpolitikk dersom økonomien skulle bli utsatt for et kraftig tilbakeslag. På tross av oljeprisfallet i 2014 og lavere forventninger til utviklingen i norsk økonomi, er utsiktene gode. Oslo Børs nådde tidenes høyeste nivå 15. april 2015, da hovedindeksen var på 661 poeng⁹.

3.2.3 Europa og resten av verden

Utover høsten 2008 ble Europa og resten av verden påvirket av uroen fra USA. I løpet av 2009 viste det seg at flere europeiske land, blant annet land som Hellas, Spania og Portugal ikke lenger klarte å betjene sin egen statsgjeld. De klarte heller ikke å bistå gjeldtyngede banker uten assistanse fra sentrale myndigheter i EU. Eurosonen har i årene etter finanskrisen vært i en resesjon og sett betydelig arbeidsledighet og fallende inflasjon (Grytten, 2013).

Den økonomiske veksten i EU enda er svak, og investeringsnivået falt i 2014. Total arbeidsledighet i eurosonen er ventet å være ca. 11% 2015. Utsiktene til bedring er små, men

⁵ <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5RkfQG30k1k>

⁶ <https://www.fno.no/tema/kapitalforvaltning/omf/>

⁷ <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endoringer-i-styringsrenten/>

⁸ Økonomiske utsikter, januar 2015

⁹ <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>

positive, og Den Europeiske Sentralbanken har satt i gang kvantitative lettelser for å motvirke den fallende inflasjonen.¹⁰

Fallet i oljeprisen den siste tiden fører til et skift i kapitalstrømmene mellom oljeeksporterende og oljeimporterende land. I motsetning til Norge drar landene i EU og Eurosonen nytte av fallet i oljeprisen, ved at energipriser blir lavere og bidrar til lønnsvekst. Dette bidrar til økt privat forbruk og bedre resultater for bedriftene. I 2015 er BNP for første gang siden starten av den statsfinansielle krisen ventet å stige for alle medlemsland i EU, og årlig vekst er spådd til å være 1.7% i 2015 og 2.1% i 2016. Piler peker oppover også i de store asiatiske økonomiene. BNP i Kina tilsvarte i 2014 16.5 % av globalt BNP. Kina er verdens største økonomi, men med avtakende vekst. India er verdens tredje største økonomi, med 7% av globalt BNP¹¹.

Vi ser at det økonomiske verdensbildet har endret seg siden høsten 2008, da Lehman Brothers gikk konkurs og den globale finanskrisen var et faktum. På bakgrunn av dette vil vi undersøke om det eksisterer noen forskjell i markedsreaksjonene på utbytteannonseringer før og etter krisen.

¹⁰ European Economy 1, 2015("European Economic Forecast Winter 2015,")("European Economic Forecast Winter 2015,")

¹¹ European Economy 1, 2015

4. Teori

I dette kapitlet vil vi fremlegge teori som omhandler forholdet mellom utbytteannonseringer og tilhørende aksjepris, samt informasjonsinnholdet i utbytteannonseringer. Vi vil også se hvordan utbytte henger sammen med selskapsverdi, kapitalstruktur og avkastningskrav.

4.1 Hva er utbytte?

Utbytte kan generelt defineres som den delen av et selskaps overskudd som blir utdelt til eierne. Utbytte blir foreslått av styret, og må godkjennes på generalforsamlingen før det utbetales. Det som er kjent som årets utbytte er bestemt på bakgrunn av fjorårets regnskapstall. Lovgivning regulerer hvor stort utbytte selskaper kan dele ut, og legger et øvre tak på utbetaling. Eksempelvis kan ikke egenkapitalandelen i et selskap falle under 10% etter utdeling av utbytte (Bøhren & Michalsen, 2012).

Det finnes flere varianter av utbytte. Betaling av utbytte kan skje i form av kontanter, aksjer eller andre eiendeler. Den vanligste formen for utbytte er kontantutbytte, der det utbetales et bestemt antall kroner per utestående aksje. Det er store forskjeller i selskapers utbyttepraksis, både mellom bransjer og enkeltselskaper. Spørsmålet er hvorfor utbyttepolitikk er så ulikt fra selskap til selskap, og om et selskaps valg mellom utbetaling – eller å holde midlene i selskapet har en effekt på selskapets økonomiske verdiskaping.

Det er følgelig opp til hvert enkelt selskaps eiere å fastsette sin utbyttepolitikk. Det er typisk at store selskaper i modne bransjer utbetaler høye utbytter, da slike selskaper ofte har stabil vekst, en solid balanse og lavt kapitalbehov. Unge, ekspanderende bedrifter vil derimot ofte holde et eventuelt overskudd tilbake i bedriften for å investere i videre utvikling, og ikke betale utbytte.

4.2 Irrelevantsteoremet

Utbytteteori er tett knyttet til teori om kapitalstruktur, der Miller & Modigliani- teoremet har vært og fremdeles er fremtredende innen foretaksfinansiering¹². Irrelevantsteoremet sier at under perfekte kapitalmarkeder vil et selskaps verdi være uavhengig av hvordan det er finansiert. Forholdet mellom gjeldsgrad og egenkapital vil være irrelevant dersom vi forutsetter en verden med:

- Symmetrisk informasjon
- Nøytral skatt
- Ingen transaksjonskostnader
- Ingen agentkostnader
- Rasjonelle investorer

Selskapsverdien vil dermed være den samme uansett om selskapets kontantstrøm blir fordelt mellom eier og kreditor. I et perfekt kapitalmarked vil heller ikke forholdet mellom utbetalt og tilbakeholdt egenkapital påvirke verdiskapingen. Først dersom en av disse forutsetningene brytes, kan et selskaps forhold mellom gjeld og egenkapital være relevant (Miller & Modigliani, 1961). Et selskap som eksisterer under perfekte kapitalmarkeder kan dermed kun maksimere sin verdi ved å reinvestere selskapets profitt i optimale prosjekter, ikke gjennom visse valg av kapitalstruktur eller utbyttepolitikk.

Den praktiske forklaringen på dette er at eiers fortjeneste fra en utbyttebetaling vil bli nøytralisert som følge av et fall i markedsprisen på aksjen. Kursfallet kommer fordi kapitalen som brukes til å betale utbytte må erstattes ved at flere aksjer må utstedes (Miller & Modigliani, 1958). Intuisjonen bak denne konklusjonen er at selskapets eneste kilde til kapital er nyemitteringer og kontantstrøm fra drift, og at utbytte og investeringer er eneste kapitalbruk. Dette kan fremstilles i likning (4.1)¹³.

$$NOI_t + \Delta n_t \cdot P_t = I_t + n_{t-1} \cdot d_t \quad (4.1)$$

¹² Det som i dag er kjent som Miller & Modigliani – teoremet er sammensatt av resultater fra tre separate utgivelser, henholdsvis fra 1958, 1961 og 1963. Samtlige er listet i bibliografien.

¹³ Gjengitt fra Stamland (2014).

der NOI_t er kontantstrøm fra drift i periode t , $\Delta n_t \cdot P_t$ er kontantstrøm fra nyemittering av n aksjer solgt til pris P i periode t , I_t er investeringer i periode t og $n_{t-1} \cdot d_t$ er utbytte utbetalt til antall utestående aksjer i periode $t - 1$. Fra likning (4.1) har vi dermed:

$$\Delta n_t \cdot P_t = I_t + n_{t-1} \cdot d_t - NOI_t \quad (4.2)$$

Vi ser fra likning (4.2) at den eneste effekten av en utbyttebetaling eller utbytteøkning er å øke kapitalstrømmen som må tilføres ved nyemittering av aksjer, gitt selskapets drifts- og investeringsbeslutninger. Netto kontantstrøm fra drift, $NOI_t - I_t$, og dermed selskapets totale verdi, er uendret. Utbytte vil dermed kun påvirke delen av selskapet som er eid av nye og gamle aksjonærer, og dette forholdet er gitt ved antall nyemitterte aksjer på tidspunkt t og antall utestående aksjer på tidspunkt $t - 1$. Verdien av et selskap kan under gitte forutsetninger med utgangspunkt i likning (4.1) og (4.2) vises ved:

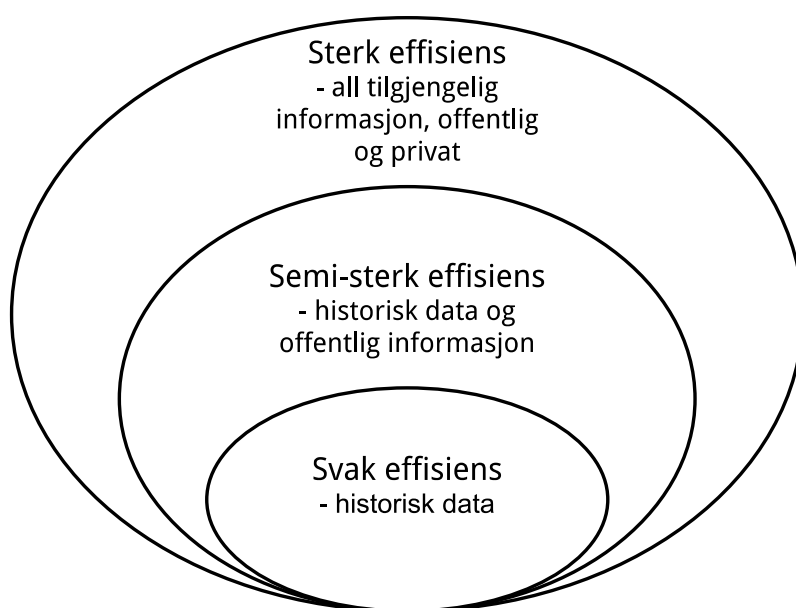
$$V_t = \frac{NOI_{t+1} - I_{t+1} + V_{t+1}}{1 + \rho_{t,t+1}} \quad (4.3)$$

der V_t er markedsverdien av selskapet på tidspunkt t , $NOI_{t+1} - I_{t+1}$ er forventet netto kontantstrøm fra drift fratrukket forventet investering i neste periode og V_{t+1} er selskapets forventede markedsverdi i neste periode. Kapitalkostnad fra tidspunkt t til $t + 1$ er gitt ved $\rho_{t,t+1}$. Verdien av to bedrifter som er identiske i alt annet enn størrelsen på utbytte vil dermed være den samme, fordi selskapenes netto kontantstrøm fra drift og investeringer er like, og fremtidig verdi kun er avhengig av fremtidige kontantstrømmer fra drift, investeringer og utbytte. Utbyttepolitikk vil da være irrelevant for selskapenes verdi under forutsetningen av at investeringer foretas uavhengig av utbytte. Dersom utbyttestørrelsen påvirker investeringer, vil det igjen påvirke selskapets fremtidige kontantstrøm som legger grunnlaget for selskapets verdi.

4.3 Hypotesen om effisiente markeder

Eugene Famas hypotese fra 1970 om effisiente markeder er sentral under diskusjonen om utbytteannonseringer påvirker verdien til et selskap.

Hypotesen slår fast at prisen på et aktivum reflekterer all tilgjengelig informasjon i markedet og at prisen kun vil endres dersom ny informasjon blir kjent i markedet (Fama, 1970). Dette impliserer at en investor i et effisient marked, uten ny informasjon, ikke kan oppnå profitt ved å forsøke å forutsi hvordan prisen på en aksje vil bevege seg i fremtiden. Dersom investoren oppnår profitt, vil det kun skyldes flaks (Stiglitz, 2006).



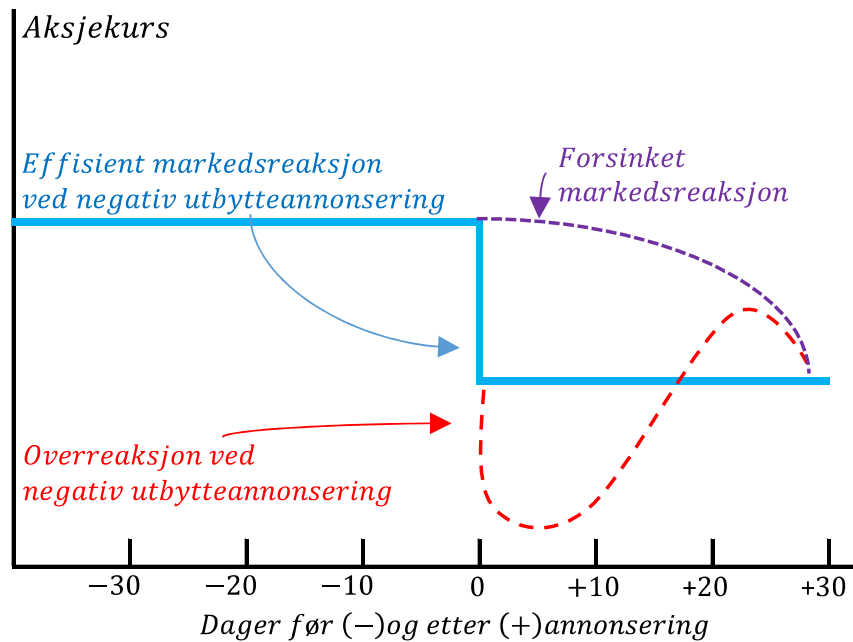
Figur 4-1: Markedseffisiens

Fama beskrev tre forskjellige former for markedseffisiens: svak, semi-sterk og sterk:

I et marked med *svak markedseffisiens* vil all historisk markedsinformasjon være priset inn i markedets verdsettelse av aksjen. Det impliserer at det ikke skal være mulig å oppnå profitt ved bruk av teknisk analyse eller trendanalyse, da all historisk informasjon er tilgjengelig for alle investorer (Bodie, 2014).

I markeder med *semi-sterk* effisiens reflekterer prisen all offentlig tilgjengelig informasjon, i tillegg til den historiske markedsinformasjonen som er tilstede i markeder med svak effisiens (Jensen, 1978). Offentlig tilgjengelig informasjon kan være meldinger om oppkjøp, kvartals – og årsrapporter og et selskaps generelle framtidsutsikter knyttet til produksjon eller ledelse.

I et marked med *sterk markedseffisiens* vil prisene reflektere all informasjon til alle aktører i markedet, til enhver tid. Markedsprisen reflekterer historiske data og all offentlig tilgjengelig informasjon, i tillegg til innsideinformasjon. I et marked med sterk markedseffisiens vil det dermed ikke være mulig å profitere på innsidehandel, da en investor i aksjemarkedet innehar nøyaktig samme informasjon som daglig leder i et selskap.



Figur 4-2 : Markedsreaksjon ved effisient marked.

I et marked med symmetrisk informasjon vil aksjeprisen gjenspeile markedets korrekte verdsetting av aksjen, og ny informasjon vil umiddelbart avspeiles i prisen. Dermed vil en utbytteannonsering formidle ny informasjon til markedet, som materialiseres gjennom endring i aksjeprisen. I en reell verden er dog ikke informasjonen symmetrisk. Et selskaps ledelse vil som oftest ha kjennskap til dypereleggende forhold i bedriften og dens drift, samt pågående og kommende prosjekter. Grunnet agentkostnader, konfidensialitet og de praktiske vanskelighetene ved symmetrisk informasjon, kan det argumenteres for at det i praksis ikke eksisterer effisiente markeder, men dette er mye debattert. Fama sier også selv i sin artikkel at et slikt marked ikke gjenspeiler våre markeder i praksis. Et synspunkt er at markedet er *nær-effisient*, det vil si at de fleste prisene som regel reflekterer all tilgjengelig informasjon til enhver tid, men at det finnes unntak (Bodie, 2014).

I kapittel 9. vil vi forsøke å avdekke om det norske aksjemarkedet er effisient og hvor raskt prisene responderer på informasjonen i utbytteannonseringer.

4.4 Informasjonsinnhold i utbytteannonseringer

4.4.1 Lintner-modellen

John Lintner (1956) studerte 28 amerikanske selskapers utbyttepolitikk og utbytteutbetalinger fra 1947 til 1953. Studien viste at selskapsledelsen justerte utbyttebetalinger for å gi en korrekt gjenspeiling av selskapets kommende inntjening. Forholdet mellom utbytteannonseringer og tilhørende reaksjon i aksjepris har siden blitt omtalt som signalteori. Signalteorien sier at et selskaps utbytteannonsering formidler informasjon til markedet knyttet til selskapets fremtidige inntjening. Lintner avdekket at bedriftsledere i stor grad vektlegger signalene som sendes til markedet når et selskap kunngjør endring i utbyttebetaling. For alle selskaper i studien var det mest essensielle forholdet knyttet til utbytteutbetaling ikke selve summen på utbyttet, men hvordan årets utbytte skulle bli i forhold til fjoråret. Unntaket i studien var to selskaper som justerte utbyttebetalinger mot en intern benchmark. Lintner slo fast at de fleste investorer, og markedet generelt, verdsetter stabile og forutsigbare utbytter i en så stor grad at bedriftsledere avsto fra å gjøre endringer i sin utbyttepolitikk dersom det var en stor sannsynlighet for at de måtte gå tilbake på dette i nærmeste fremtid.

Lintner laget en modell for hvordan utbyttepolitikk blir bestemt. Han fastslo at selskaper går gjennom følgende punkter for å bestemme sin utbyttepolitikk:

- Styret fastsetter målsatt utbytte per aksje. Ønsket utdelingsforhold mellom utbytte og tilbakeholdt overskudd fastsettes på bakgrunn av årsresultatet.
- Utbytte per aksje justeres delvis i forhold til endring i overskudd, da selskapet som nevnt vil foretrekke stabile utdelingsforhold over tid. Dette reflekteres i en justeringsfaktor.
- Nettopp fordi selskapet foretrekker stabile utdelingsforhold over tid, og utbytte kun justeres delvis i forhold til endring i overskudd, vil utbetalt utbytte nærmest uten unntak avvike fra målsatt utbytte per aksje.

Lintner-modellen er som følger:¹⁴

$$DPA_t = DPA_{t-1} + a \cdot [(b \cdot OPA_t) - DPA_{t-1}] \quad (4.4)$$

der DPA er utbytte pr aksje, OPA er overskudd pr. aksje, a er justeringsfaktor og b er målsatt utdelingsforhold. Modellen viser at årets utbetalte utbytte er lik fjorårets utbetalte utbytte, pluss et tillegg eller et fradrag. I hakeparentesen fremkommer differansen mellom målsatt utdelingsforhold og fjorårets overskudd. Dette kalles justeringsleddet. Verdien av justeringsleddet avhenger også av justeringsfaktoren, som angir endringen i utbytte når overskuddet endres. Et selskap som vil holde tilbake store deler av overskuddet i bedriften vil ha et utdelingsforhold, b , nær null. Målsatt utbytte ($b \cdot OPA_t$) er kun lik utbetalt utbytte (DPA_t), dersom justeringsfaktoren a er lik 1. Kun i tilfeller der utbytte blir justert etter overskuddet umiddelbart, vil a være 1.

4.4.2 Post-Lintner

Sudipto Bhattacharya bygget videre på Lintners teori fra 1956. Han slo fast at utbytteutbetalinger fungerer som et signal fra ledelsen om et selskaps fremtidige inntjening og kontantstrøm i en situasjon med asymmetrisk informasjon (Bhattacharya, 1979). I artikkelen forutsettes det at utbytte beskattes og at kapitalgevinst er fritatt for beskatning. En sentral forutsetning i artikkelen er at selskaper som ikke kan finansiere utbyttebetalingen fra sine investeringer må ta opp ekstern gjeld for å betale utbytte. Markedet vil oppfatte at selskapet på tross av skatt og kostbar ekstern finansiering velger å betale utbytte, og vil dermed tolke en utbytteannonsering som et positivt signal knyttet til fremtidig inntjening.

John & Williams (1985) laget en modell som viste at skatt gjør utbytte og utbytte-signalisering kostbart for både sender (bedriften) og mottakeren (aksjonæren). Selv om skattesatsen for utbytte er høyere enn skattesatsen for kapitalgevinst, kan selskapet velge å betale ut utbytte fordi marginalinntekten ved å betale utbytte (økningen i aksjeprisen som følge av nettopp signaleffekten), er større enn kostnaden ved å betale ut utbytte (skattekostnaden). Nettopp

¹⁴ Gjengitt fra Bøhren & Michalsen (2012).

fordi det er skattekostnader knyttet til utbetaling av utbytte, vil det fungere som et pålitelig signal knyttet til ledelsens syn på fremtiden.

Merton Miller og Kevin Rock (1985) beskrev en modell der man forutsatte at det eksisterer asymmetrisk informasjon mellom ledelsen i et selskap og eksterne investorer. De slår fast at i en verden der utbytte blir sett på som et signal knyttet til fremtidig inntjening, kan det være fristende for ledelsen å øke utbyttet på bekostning av nødvendige investeringer for å skape en oppgang i aksjeprisen. Etter at ledelsens atferd blir kjent for markedet vil aksjeprisen falle tilbake til likevektspunktet, som beskrevet i Miller og Modigliani (1961). Kostnaden ved signaliseringen er at kapitalen som brukes til å betale utbytte alternativt kunne blitt anvendt til investeringer i prosjekter med positiv nåverdi. Forfatterne understreker at det er uklart hvorfor selskaper velger å bruke utbytte til å formidle denne typen informasjon til markedet, i tillegg til at alle utbytteannonseringer ikke alltid er bevisste forsøk på å formidle informasjon knyttet til fremtidig inntjening. Utbytte har heller ikke nødvendigvis mer forutsigbar kraft for fremtidig inntjening enn hva som blir formidlet fra historisk og forventet inntjening (Miller & Rock, 1985).

Selv om Miller & Modigliani i sin artikkel fra 1961 viste at utbytte er irrelevant under perfekte kapitalmarkeder, kommer de også med noen avsluttende kommentarer knyttet til utbytte i situasjoner med usikkerhet. De sier at dersom et selskap har hatt en stabil utbyttepolitikk over lenger tid, vil en endring i utbyttepolitikken kunne gjenspeile at ledelsen i selskapet har endret syn på selskapets fremtidige inntjening. De påpeker dog at en utbytteannonsering ikke er selve grunnen til en bevegelse i aksjepris, men heller et middel som gjenspeiler at aksjeprisendring kun er resultat av endring i fremtidig syn på inntjening og investeringsmuligheter (Miller & Modigliani, 1961).

4.5 Utbytte og kapitalgevinst

Miller & Modigliani hevdet at en investor som mottar utbytte vil søke etter å reinvestere utbyttet i samme eller et lignende selskap, noe som vil gjøre investoren eksponert for samme risiko som i utgangspunktet (Miller & Modigliani, 1961). John Lintner var uenig i dette, og i sin artikkel *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations* fra 1962 argumenterte han for at investorer foretrekker utbytte fremfor kapitalgevinst siden utbytte er forbundet med mindre risiko. Investorer er risikoaverse og en lavere utbyttebetaling vil resultere i en høyere kapitalkostnad (Gordon, 1963 og Lintner, 1962). Dermed vil utbyttepolitikk påvirke selskapets verdi, og dette er i strid med Miller & Modigliani –teoremet.

Ideen om at utbytte foretrekkes foran kapitalgevinster har siden blitt kjent som «Bird- in- the- hand» teori, som kommer av ordtaket «heller én fugl i hånda enn ti fugler på taket». Gordon (1963) hevdet at en investor vil foretrekke et umiddelbart utbytte fremfor kapitalgevinst fordi usikkerhet, og dermed risiko, vil øke jo lenger inn i fremtiden man kommer.

Litzenberger & Ramaswany (1979) sier i motsetning til dette at en investor vil foretrekke kapitalgevinst fremfor utbytte. Dette er dog under forutsetningen at kapitalgevinst blir gunstig beskattet i forhold til utbytte. De sa at lave utbyttebetalinger vil føre til lavere kapitalkostnad og dermed økt aksjepris. Samtidig påpeker de ulempen ved at utbytte beskattes umiddelbart, mens man kan utsette skatt på kapitalgevinst ved å vente med å realisere gevinsten.

4.6 Agentkostnader knyttet til utbytte

Utbytteteori er også knyttet til prinsipal- agentteori. Daglig leder i et selskap (agenten) utfører oppgaver på vegne av eieren (prinsipalen), i dette tilfellet daglig leder av selskapet. Problemet oppstår som følge av interessekonflikter mellom prinsipalen og agenten, og fordi agentens handlinger ikke er fullt observerbare av prinsipalen. Agenten vil maksimere sin egen nytte på bekostning av prinsipalen, og agentkostnader oppstår dermed ved at daglig leder vil handle for å tjene seg selv på bekostning av eieren av selskapet (Kvaløy, 2014).

Frank Easterbrook slo fast at utbytte fungerer som et instrument for å oppnå sammenfallende interesser for investor og daglig leder i et selskap og dermed redusere agentkostnadene. Dersom et selskap betaler utbytte må det siden til det eksterne kapitalmarkedet for finansiering noe som gjør at ledelsen i selskapet må forholde seg til utenforstående regelverk og oppsyn som reduserer agent- kostnadene (Easterbrook, 1984).

Agentkostnader kan også forekomme dersom et selskap har stor fri kontantstrøm til ledelsens (agentens) disposisjon. Daglig leder vil ha incentiver til å investere hele eller deler av kontantstrømmen i prosjekter som ekspanderer bedriften utover dens optimale størrelse, da bedriftens størrelse som regel er positivt korrelert med daglig leders kompensasjon (Jensen, 1986). Dermed vil høyere utbytte føre til lavere fri kontantstrøm, som reduserer risikoen for at kontantstrømmen brukes til å finansiere ulønnsomme prosjekter.

5. Skatt

Skattesystemet kan påvirke hvordan selskaper utbetaler verdi til sine eiere. I dette delkapitlet vil vi kort greie ut om de mest betydelige endringene som har funnet sted i det norske skattesystemet fra 1990 og frem til i dag, samt grunnleggende teori knyttet til beskatning av utbytte og kapitalgevinst. Siden 1990 har det blitt gjennomført to omfattende skattereformer i Norge. Den første fant sted i 1992, og den siste i 2006. Diskusjonen rundt skattereformene, aksjonærmodellen, fritaksmetoden og skjermingsfradraget er basert på Svein Erik (Klette, 2010). Der internettkilder har blitt brukt, har disse blitt henvist til i fotnoter.

5.1 Skatteteori

Skattesystemet påvirker hvordan overskudd fordeles til investorene i et selskap, da selskapene har mulighet til å velge forskjellige måter å fordele verdi til sine eiere. Ulik beskatning på forskjellig type inntekt vil føre til preferanser for den typen inntekt som blir mest gunstig beskattet ((Farrar, Farrar & Selwyn, 1967)

Farrar & Selwyn (1967) tar for seg hvordan skatt påvirker selskapers måte å fordele verdi til sine eiere. Ved å sammenligne likning (5.1) og (5.2) under, vil man se at den foretrukne fordelingsmetoden, er den metoden som gir minst beskatning. \tilde{Y} er usikker, potensiell personlig inntekt til investor dersom selskapets kontantstrøm blir betalt ut som utbytte eller kapitalgevinst. \tilde{X} er selskapets driftskontantstrøm, r er lånerenten for bedrifter og investorer, D_c og D_p er henholdsvis personlig gjeld og selskapsgjeld, T_c , T_p og T_g er henholdsvis selskapsskatt, personskatt og skatt på kapitalgevinst. Avkastning på selskapets egne aksjer i markedet er gitt ved ρ .

Dersom bedriftens overskudd i sin helhet blir utbetalt som utbytte og skattlagt som personlig inntekt, vil kontantstrøm til investor etter inntektsskatt være gitt ved likning (5.1):

$$\tilde{Y} = [(\tilde{X} - rD_c)(1 - T_c) - rD_p](1 - T_p) \quad (5.1)$$

Hvis bedriften velger å holde tilbake overskuddet og lar investor få sin utbetaling som kapitalgevinst, vil investors kontantstrøm etter umiddelbar beskatning for kapitalgevinst være gitt ved likning (5.2):

$$\tilde{Y} = [\tilde{X} - rD_c)(1 - T_c) - rD_p](1 - T_g) + rD_p(T_p - T_g) \quad (5.2)$$

Det er også viktig å merke seg at man (som tidligere nevnt), kan utsette umiddelbar beskatning av kapitalgevinst ved å holde overskuddet tilbake i bedriften. Dette vil redusere nåverdien av beskatningen.

Forfatterne utarbeider også en modell som viser nåverdien av investors kontantstrøm dersom overskudd blir utbetalt som kapitalgevinst, men realisert (og dermed beskattet) på et senere tidspunkt. Modellen er som følger:

$$\tilde{Y} = [(\tilde{X} - rD_c)(1 - T_c) - rD_p] \left(1 - \frac{T_g}{(1+\rho)^\tau}\right) + rD_p \left(T_p - \frac{T_g}{(1+\rho)^\tau}\right) \quad (5.3)$$

I en verden uten skatt vil ikke fordelingsmåte (utbytte eller kapitalgevinst) eller gjeldsplassering (personlig gjeld eller gjeld i selskapet) ha noe å si for aksjonærs inntekt fra selskapets driftskontantstrøm. Inntekten vil dermed kun bli påvirket av realøkonomiske vurderinger av selskapets kontantstrøm. I en verden med skatt vil investors inntekt bli påvirket av skattesystemer, og dermed også kapitalstruktur (Farrar & Selwyn, 1967).

5.2 Skatt i Norge

I følgende kapittel vil vi ta for oss noen av endringene som har funnet sted i det norske skattesystemet i perioden 2001 til 2014, og hvilke implikasjoner disse har hatt for vår analyse.

5.2.1 Skattereformen i Norge av 1992

I 1989 ble det lagt frem en skisse til en reform av systemet for bedrifts- og kapitalbeskatning i Norge. Etter forhandling på Stortinget ble reformen vedtatt i 1991¹⁵. Reformens hovedtrekk var at man innførte en delingsmodell som skilte klart mellom skatt på kapitalinntekt og arbeidsinntekt, da tidligere skattesystemet var preget av høye skatter og mange uoversiktlige skattefradrag. Det ble dermed innført en progressiv skattesats på arbeidsinntekt (opp til rundt 50%), samt en relativt lav, flat skattesats på de fleste typer kapitalinntekt (28%).

RISK- og godtgjørelsesmetoden

RISK¹⁶- og godtgjørelsesmetoden regulerte skatt på utbytte og gevinst. Godtgjørelsesmetoden hindret dobbeltbeskatning ved å gi skattefratrekk i alminnelig inntekt for mottatt utbytte. RISK-metoden hindret forskjeller i beskatning mellom selskaper som betalte utbytte og selskaper som holdt overskuddet tilbake i bedriften. Dette skjedde ved at det hvert år ble kalkulert et RISK- beløp som ble lagt til inngangsprisen på aksjen. Inngangsverdien økte dermed med det allerede skattebelagte overskuddet som ikke ble betalt som utbytte, og trukket fra gevinstbeskatningen ved realisering av eventuell gevinst. Gevinst utover den RISK-regulerte inngangsverdien ble beskattet med 28%.

Virkninger av reformen

Reformen førte til friere flyt av kapital og høyere avkastning på investeringer, samt økt forskjell mellom toppskattesats på inntekt og skattesats på kapitalinntekt. Dette gjorde at insentivene for inntektsskiftning ikke forsvant, men tiltok. Ved å ta visse grep på eiersiden i selskaper kunne eiere i aksjeselskaper unngå å bli klassifisert som aktive eiere, og dermed unngå den høye skattesatsen på arbeidsinntekt. Da kunne man lovlig skatte på inntektene som kapitalinntekt. Dette gav bakgrunn for reformen som kom i 2006.

5.2.2 Skatt på utbytte i 2001

I 2001 ble utbytte skattepliktig for personlige skatteyttere og selskapsaksjonærer ved at man ikke lenger fikk fullt godtgjørelsesfradrag. Skattesatsen var 11%, og godtgjørelsesfradraget

¹⁵ https://snl.no/Skattereformene_i_1987_og_1992

¹⁶ Regulering av Inngangsverdi med Skatlagt Kapital

ble redusert til $\frac{17}{28}$. For utbytte opp til kr 10 000 fikk man fullt godtgjørelsesfradrag. Denne skatten ble brukt som et temporært middel i påvente av en kommende skattereform, og ble avviklet fra inntektsåret 2002.

5.2.3 Skattereformen i Norge av 2006

Etter reformen i 1992 så man at delingsmodellen førte til flere og flere skatteskattemotiverte tilpasninger. For å motvirke dette ble aksjonærmodellen innført 1. januar 2006¹⁷, der formålet var å redusere forskjellen mellom inntekt – og kapitalbeskatning.

Aksjonærmodellen og fritaksmetoden

Aksjonærmodellen tilfaller personlige aksjonærer og medførere at utbytte og realiserte kapitalgevinster er underlagt en skattesats på 28%, med fratrukk for et skjermingsfradrag. Realisert gevinst opp til skjermingsfradraget er skattefritt, og skjermingsfradraget skal tilsvare en risikofri alternativavkastning man kan oppnå ved å investere i sikre verdipapirer.

Skjermingsfradraget viser dermed hvor stort utbytte man kan motta skattefritt, og blir regnet ut ved å multiplisere et skjermingsgrunnlag med en såkalt skjermingsrente. Skjermingsrenten blir satt av Skattedirektoratet i januar året etter inntektsåret, på bakgrunn av gjennomsnittrenten på tre måneders statskasseveksler. Denne renten er tilnærmet risikofri. Skjermingsgrunnlaget blir regnet ut med utgangspunkt i aksjens kostpris pluss tidligere ubenyttet skjermingsfradrag. Dersom realisert gevinst fra aksjen er lavere enn skjermingsfradraget, vil altså det ubenyttede skjermingsfradraget bli lagt til neste års skjermingsfradrag. Ved innføringen av skjermingsfradraget ble RISK-metoden fjernet.

$$\text{Skjermingsfradrag} = \text{Skjermingsgrunnlag} \times \text{Skjermingsrenten}$$

Fritaksmetoden ble innført for å unngå dobbeltbeskatning, som tidligere var sikret gjennom godtgjørelsesmetoden. Gjennom fritaksmetoden er selskapsaksjonærer fritatt for beskatning av aksjegevinst og utbytte, samtidig som tap ikke er fradragsberettiget.

Dette førte til skattetilpasning hos norske investorer. I perioden mellom reformens kunngjørelse i mars 2004 og dens iverksetting i januar 2006 kunne man overføre personlig eide aksjer til privat holdingselskaper uten å betale skatt. Dette førte til at veksten i private

¹⁷ <http://www.skatteetaten.no/no/Person/Aksjer-og-verdipapirer/Skatteregler-for-gevinst-tap-ved-realiserings-og-aksjeutbytte/Aksjonarmodellen/>

holdingselskaper var fire ganger større i denne tidsperioden enn for andre selskapsformer. Før reformen betalte norske selskaper i gjennomsnitt 41% av overskuddet i utbytte, mens utdelingsforholdet etter reformen var 16%. Selskaper betalte i gjennomsnitt betalte ut 41% av overskuddet i utbytte før reformen, mens utdelingsforholdet etter reformen var 16% (Stacescu, Berzins & Bøhren, 2012).

5.3 Implikasjoner for vår analyse

Som beskrevet i avsnittet over er det vist at norske investorer tilpasser seg etter skattesystemet. På bakgrunn av våre data kan vi ikke spesifikt slå fast hvilke effekter skatteendringer har hatt for utvalget vårt, men vi kan se tendenser. Som vi vil se i kapittel 9. er resultatene fra perioden [2001,2008] preget av lite signifikans og uventede mønster i abnormale avkastninger. I tillegg ser vi at utvalget vårt har et høyt antall utbytterduksjoner i 2001 og 2006, noe som er sammenfallende med nevnte skattereformer. Imidlertid er det viktig å påpeke at utvalget vårt består av forholdsvis store børsnoterte selskaper, og annonseringer av endring i utbytte fra selskaper i denne størrelsen vil ha betydelige signaliseringskostnader. Dette kan gjøre at selskaper i mindre grad vil tilpasse utbytte etter skattereformene, grunnet de betydelige implikasjonene en utbytteendring måtte ha for selskapets aksjepris.

I analysekapitlet vil vi se at det er flere tilfeller av selskaper som tar korte eller lengre pauser mellom årene de velger å utbetale utbytte. Vi kan ikke fastslå hvilke slike pauser i utbyttebetalinger som skyldes skattetilpasning, men det er nærliggende å tro at flere gjør det

På bakgrunn av dette må endringer i skattesystemet tas med i tolkningen av våre resultater.

6. Tidligere studier

Det har blitt gjennomført en rekke studier på utbytte – og resultatannonseringer. En stor del av studiene er av markedet i USA, men det finnes også studier fra andre deler av verden.

6.1 Bekreftelser av signalteorien

Flere studier konkluderer med at utbytteutbetalinger og utbytteannonseringer formidler informasjon til markedet knyttet til selskapets fremtidige inntjening. Andre studier trekker motstridende konklusjoner.

6.1.1 Markeder i USA

Pettit (1972) tok for seg 625 selskaper listet på NYSE fra 1964 til 1968, og undersøkte hvordan utbytteannonseringer påvirket aksjepriser. Han fant at negative og positive utbytteannonseringer førte til henholdsvis abnormalt negativt og positivt utslag på tilhørende aksjepris. Han viste også at effekten på aksjeprisen var svært avhengig av størrelsen på endringen i utbyttet. Han slo fast at utbytteannonseringer formidler betydelig informasjon knyttet til fremtidig inntjening, i tråd med signaliseringshypotesen.

Aharony & Swary (1980) påpekte at for å bevise at utbytteannonseringer har informasjonsinnhold, må man ta høyde for om utbytte – og resultatannonsering skjer samtidig. De undersøkte 149 utvalgte industriselskaper listet på NYSE som betalte kvartalsvis utbytte, fra 1963 til 1976. For å skille mellom effekten samtidige resultat- og utbytteannonseringer måtte ha på informasjonsinnholdet, satte de som krav at utbytteannonseringen måtte komme 11 dager før (etter) annonseringen av resultat. For å finne forventet normal avkastning for aksjen, brukte de en naiv forventningsmodell. Funnene deres var sammenfallende med Pettit (1972), og sa at utbytte formidler viktig informasjon til markedet utover informasjonen som blir formidlet av resultatannonseringer. Studien påviste også bevis for *semi-sterk markedseffisiens*.

Asquith & Mullins (1983) undersøkte effekten initieringer av utbytte har på aksjepris. De tok for seg 168 amerikanske selskaper som ikke hadde betalt utbytte på minst 10 år, og brukte en naiv forventningsmodell. Deres påstand var at dersom utbyttet var totalt uventet, ville markedsreaksjonen fange opp hele effekten av utbytteannonseringen. Studien underbygget signalteorien og slo fast at gevinsten ved utbyttebetaling er større enn kostanden. Initieringer av utbytte førte til signifikant positiv påvirkning på selskapenes aksjepris.

Denis, Denis og Sarin (1994) foretok en empirisk studie av et utvalg på 6777 utbytteannonseringer fra selskaper notert på NYSE og AMEX i perioden 1988-1992, der 5992 annonseringer var økninger og 785 var reduksjoner. De undersøkte tre punkter knyttet til prisreaksjoner i aksjemarkedet som følge av utbytteannonseringer: fremtidig inntjening, investors preferanser for utbytte og selskapets investeringspolitikk. De fant bevis for at utbytteannonseringer formidler informasjon knyttet til selskapers fremtidige inntjening. De fant også bevis for «dividend clientel» – hypotesen (Bajaj & Vijh, 1990), som sier at aksjeprisen vil reagere på utbytteannonseringer som følge av at noen investorer kjøper/selger seg ut grunnet visse preferanser for utbytte. Slike preferanser kan være ut ifra skattehensyn, likviditet og tidshorisont.

De fant dog ikke bevis for det tredje og siste punktet, knyttet til Jensens (1986) teori om at utbytteannonseringer formidler informasjon knyttet til selskapets fremtidige investeringspolitikk. Teorien sier at aksjeprisen skal stige (synke) dersom selskaper som har prosjekter med negativ (positiv) nåverdi annonserer utbytte, som følge av at utbyttet vil føre til at mindre kapital blir investert i prosjekter med negativ (positiv) nåverdi.

6.1.2 Markeder utenfor USA

En studie foretatt av Amihud & Murgia (1997) på det tyske markedet fra 1988 til 1992 fant at utbytteøkninger (reduksjoner) fører til signifikant positive (negative) abnormale avkastninger. Utvalget besto av 306 utbytteendringer fra de 200 mest handlede aksjene i Tyskland i tidsperioden. Konklusjonen var i tråd med signalteorien, og fastslo i tillegg at det ikke er en forutsetning om at utbytte må være ugunstig beskattet i forhold til kapitalgevinst for at utbytteannonseringer skal kunne formidle informasjon til markedet.

Travlos, Trigeorgis & Vafeas (2001) studerte det kypriotiske aksjemarkedet fra 1985-1995, og analyserte et utvalg på 181 utbytteannonseringer fra 31 forskjellige selskaper. De slo fast at det eksisterer betydelig informasjonsinnhold i utbytteannonseringer, og at økning i

annonsert utbytte gir signifikant positiv abnormal avkastning på aksjepriser. Forfatterne nevner også at kypriotiske selskaper har svært konsentrerte eierstrukturer, noe som gjør at utbyttepolitikk ikke nødvendigvis kan forklares ut fra agentkostnader knyttet til fri kontantstrøm, som tidligere drøftet (Jensen, 1986). De konkluderer med at kypriotiske selskaper anvender utbyttepolitikk til å redusere informasjonsasymmetri i markedet.

6.2 Motsigelser av signalteorien

Det har også blitt gjennomført empiriske studier som har konkludert at utbytteannonseringer ikke formidler informasjon knyttet til fremtidig inntjening.

6.2.1 Markeder i USA

Watts (1973) slo fast at selv om informasjonsinnhold i utbytteannonseringer var allmenn akseptert og teoretisk bevist gjentatte ganger, så var det gjort få empiriske studier på temaet. Derfor gjennomførte han en studie på 310 amerikanske selskaper der månedlige priser for årene 1945- 1968 ble samlet inn. Hypotesen var at utbytte formidler informasjon *utover* hva som blir formidlet via resultatfremleggelsen. Watts konkluderte med at det var lite potensiell informasjon i utbytter, blant annet fordi transaksjonskostnader vil oppheve den mulige gevinsten en informert investor kan oppnå. Derfor fastslo studien at det *er* en positiv sammenheng mellom uventede utbytteannonseringer og aksjepriser, men at den er liten.

Gonedes (1978) gjennomførte en empirisk studie av det amerikanske markedet der konklusjonen ikke understøtter forholdet mellom endringer i utbytte og tilhørende reaksjon på aksjepris. Utvalget besto av årlige regnskapsdata fra 285 selskaper i tidsperioden 1946-1972. Han slo fast at utbytte ikke formidler informasjon utover det som er tilgjengelig fra tidligere forhold, for eksempel regnskapstall eller signalisering fra ledelse knyttet til styringen av selskapet. Derimot er det verdt å merke seg at han konkluderer med at fremtidig inntjening signaliserer karakteristikk knyttet til ledelsens fremtidssyn.

I sin studie av 1021 amerikanske selskaper listet på NYSE og AMEX fra 1979-1991 konkluderer Benartzi, Michaely & Thaler (1997) at det er begrenset informasjonsinnhold i utbytte. De finner at selskaper som har negativ (positiv) annonsering av utbytte, får en påfølgende reduksjon (økning) i aksjeprisen rett etter annonseringen. Dersom et selskap øker utbyttet ser man en signifikant, men beskjeden, økning i fremtidig inntjening i de tre

påfølgende år, men ikke lenger. I studien slår de selv fast to hovedpunkter fra studien (Benartzi, Michaely & Thaler, 1997, s.1009):

Consistent with past research, we find that firms that increase dividends display positive excess returns on the announcement, while firms that decrease dividends suffer negative returns at the announcement. This suggests that the market does treat dividend changes as having information content. (...) For the firms that cut dividends we find no significant excess returns, but for the firms that increase dividends there are significant (though modest) positive excess returns for three more years. This implies that if firms are sending a signal, (a) it is not a signal about future earnings growth and (b) the market doesn't "get it".

Selskaper som betaler utbytte i år 0 har uventet vekst i inntjening i år -1 og 0, men påfølgende år er inntjeningen normal. Forfatterne slår avslutningsvis fast at utbytte formidler informasjon knyttet til fortiden, ikke fremtiden. Konklusjonen er dermed i tråd med funnene til Watts (1973).

6.2.2 Markeder utenfor USA

Conroy, Eades & Harris (2000) studerte et utvalg av 3890 utbytteannonseringer i det japanske markedet fra 1988-1993. Det japanske markedet er ulikt det amerikanske, da japanske selskaper kunngjør årets utbytte og resultat, samt neste års antatte utbytte og resultat, på samme tidspunkt. Konklusjonen er at resultatfremleggelsen har større påvirkning på tilhørende aksjepris enn annonsert utbytte. De fant at årets annonserte utbytte ikke har signifikant påvirkning på aksjeprisen, men at prognosen for neste års utbytte har signifikant, men liten effekt på aksjeprisen.

En annen ulikhet man må ta høyde for i tolkning av studien, er at japanske selskaper og finansinstitusjoner tradisjonelt er bundet tettere sammen enn hva som er tilfellet i vestlig økonomi. Slike nettverk kalles *keiretsuer*, og bidrar sannsynligvis til mindre informasjonsasymmetri i det japanske markedet

6.3 Studie av det norske markedet

Baker, Mukherjee & Paskelian (2006) studerte norske lederes syn på utbytte. Ledere for 33 norske utbyttebetalende selskaper på Oslo Børs gav sitt syn på utbytte og hvilken betydning de mente det hadde for sin bedrift. Studien viste at det lederne hadde et delt syn på utbytte.

Det viktigste punktet var imidlertid at flertallet av individer i studien mente at nåværende og forventet fremtidig inntjening var faktoren som påvirket utbyttepolitikk i størst grad. Dette er i tråd med Lintners studie av amerikanske ledere (Lintner, 1956). Et annet poeng som kommer frem er at norske ledere er klar over at en økning i utbytte kan være tvetydig. Økning i utbytte kan signalisere både positiv vekst i fremtiden, eller mangel på investeringsmuligheter med positiv nåverdi (Easterbrook, 1984). Det er også enighet om at utbyttepolitikk bør søke etter å balansere utbytte, fremtidig vekst og maksimering av aksjepris.

6.4 Studier av utbytte i nedgangstider

Fuller & Goldstein (2011) tok for seg alle selskaper listet ved NYSE¹⁸, AMEX¹⁹ og NASDAQ²⁰ med en aksjepris på over 2 USD, i perioden 1970 til 2007. De fant at i nedadgående marked har selskaper som betaler utbytte en signifikant høyere avkastning på 1-2 % enn selskaper som ikke betaler utbytte. Dette var konsistent for tester over forskjellige tidsperioder, risiki og bransje. Opp- og nedgangsmarked er definert som perioder der S&P 500²¹ har hatt henholdsvis positiv og negativ total avkastning. Hovedkonklusjonen er at investorer foretrekker utbyttebetalende selskaper, og *spesielt* i nedadgående markeder. I tillegg vises det at forskjellen på avkastningen mellom utbytte-aksjer og ikke utbytte-aksjer stiger mer jo dårligere markedet blir. I tillegg vises det at utbytte- aksjer gjør det bedre en ikke-utbytte aksjer selv i måneder der det ikke utbetales utbytte. Funnene er også uavhengige av forskjeller i beskatning på utbytte og kapitalgevinst.

(Goldstein, Goyal, Lucey & Muckley, 2014) studerte utbyttepolitikk for selskaper med en gjennomsnittlig aksjepris på 1 USD i årene 1995-2011 i G7²²- og BRIKS²³- landene. Funnene var konsistente med Fuller & Goldstein (2011) og fant at selskaper som betaler utbytte i nedadgående markeder har signifikant høyere avkastning på aksjene enn selskaper om ikke betaler utbytte. Avkastning ble beregnet separat for betalende og ikke-betalende selskaper, både i oppad- og nedadgående markeder, og resultatene var uavhengige av nasjonale forskjeller i beskatning og økonomisk utvikling. Det som er verdt å merke seg er at studien viste at i oppgangstider gjorde selskaper som ikke betalte utbytte det bedre enn selskaper som

¹⁸ New York Stock Exchange

¹⁹ American Stock Exchange

²⁰ National Association of Securities Dealers Automated Quotations

²¹ Standard & Poor's 500

²² Canada, Frankrike, Tyskland, Storbritannia, Japan og USA

²³ Brasil, Russland, India, Kina og Sør- Afrika

faktisk betalte utbytte. Konklusjonen var at investorer over hele verden foretrekker aksjer som gir utbytte i lavkonjunkturmarkeder. Dette kan ses i tråd med nevnte «Bird- in- the- hand» – teori (Bhattacharya, 1979).

6.5 Studie av ekstraordinære utbytter

Som tidligere nevnt har vi sett bort fra ekstraordinære utbytter i studien vår, men forskning har vist at ekstraordinære utbytter også har en signaleffekt knyttet til fremtidige kontantstrømmer og inntjening (Brickley, 1983). Brickley slår også fast at ekstraordinære utbytteannonseringer har mindre informasjonsinnhold enn ordinære, som er grunnen til at vi har utelatt disse fra vår studie.

7. Metode

I dette kapitlet vil vi presentere metoden for å utføre en begivenhetsstudie, og vi baserer diskusjonen på MacKinlay (1997) og Kothari (2001). Vi vil først greie ut om teorien og siden redegjøre for våre valg.

7.1 Begivenhetsstudie

Begivenhetsstudier anvender finansiell markedsdata til å måle effekten en begivenhet har på verdsettelsen av et selskap. Slike studier er svært anvendelige, da effisiente markeder vil gjøre at effekten av begivenheten umiddelbart gjenspeiles i prisen på verdipapirer. For å beregne effekten en begivenhet har på verdien av et selskap må man beregne den abnormale avkastningen i tiden da begivenheten har funnet sted. For å regne ut abnormal avkastning må man først regne ut normal avkastning, for så å gjøre statistiske tester for å slå fast om abnormal avkastning er signifikant forskjellig fra null. Dersom den ikke er signifikant forskjellig fra null kan man ikke fastslå at begivenheten har hatt signifikant effekt på verdien av selskapet, og at avvik fra normalavkastning ikke utelukkende skyldes støy.

7.2 Prosedyre for en begivenhetsstudie

Mackinlay (1997) sier at begivenhetsstudier kan gjennomføres på forskjellige måter, men at det finnes en generell fremgangsmåte med noen essensielle elementer. Vi vil gjengi disse elementene og utdype hvordan vi har innlemmet dem i vår utredning.

1. Definere begivenhet og tidsperiode
2. Definere tidslinje for begivenhetsstudien
3. Definere utvalgs-kriterier
4. Velge av modell for å beregne normal avkastning
5. Beregne abnormal avkastning
6. Utforme hypoteser og velge hvilke tester man skal bruke for å analysere abnormal avkastning
7. Presentasjon av resultater

Av hensyn til oppgavens struktur vil vi ikke presentere alle punktene i opplistet rekkefølge. Punkt 2, 4, 5, og 6 vil bli behandlet i dette kapitlet. Punkt 1 blir behandlet innledningsvis i oppgaven. Punkt 3 blir presentert i kapittel 8. Videre vil punkt 7, som omhandler presentasjon av våre resultater, bli presentert i kapittel 9.

7.3 Naiv forventningsmodell for utbytte

For å undersøke hvordan aksjemarkedet i Norge reagerer på utbytteannonsering, må vi utlede et mål for hvordan vi skal måle uforventede endringer i utbytte. I tråd med Aharony & Swary (1980) har vi valgt å anvende en naiv forventningsmodell, der forrige års utbetalte utbytte er satt som forventet utbytte for neste år.

$$\widehat{D}_{j,q} = D_{j,q-1} \quad (7.1)$$

Aharony & Swary (1980) fremstiller den naive forventningsmodellen som i likningen over (7.1), og definerer variablene som følger: $\widehat{D}_{j,q}$ er forventet utbytte pr aksje for selskap j i periode q , og $D_{j,q}$ er faktisk annonsert utbytte pr aksje for selskap j i periode q . Dermed vil en utbytteannonsering være positiv dersom : $\widehat{D}_{j,q} < D_{j,q}$, nøytral dersom $\widehat{D}_{j,q} = D_{j,q}$ og negativ dersom $\widehat{D}_{j,q} > D_{j,q}$

Modellens implikasjoner rettferdiggjøres på bakgrunn av antagelsen om at selskaper er motvillige til å endre utbytte med mindre forventning knyttet til fremtidig inntjening endrer seg betraktelig (Lintner, 1956).

7.4 Modell for å beregne normal avkastning

Som tidligere nevnt anvendes begivenhetsstudier for å måle effekten en begivenhet har på verdien av et selskap. For å gjøre dette må man sammenligne aksjens faktiske avkastning med det som er aksjens normale avkastning, det vil si den avkastning som er forventet i markedet. Det er to sentrale fremgangsmåter for å estimere den normale avkastningen; prisingsmodeller og statistiske modeller.

Prisingsmodeller baserer seg på antagelser knyttet til investors atferd i forhold til statistiske sannsynligheter. Kapitalverdimodellen (CAPM) og Arbitrage Pricing Model (APT) er to sentrale prisingsmodeller. CAPM er en modell der passende kapitalkrav for en investering er avhengig av hvordan den varierer med markedsporteføljen og den systematiske risikoen. APT beregner normal avkastning ved å anta at avkastningen er en lineær sammenheng av flere risikovariabler. MacKinlay slår fast at det er få fordeler med å bruke APT fremfor markedsmodellen (MacKinlay, 1997, s. 19).

Statistiske modeller baserer seg på verdipapirers statistisk forventede atferd, og er uavhengig av antagelser knyttet til individuell atferd. To sentrale statistiske modeller for å beregne normal avkastning er Constant Mean Return Model (CMRM) og markedsmodellen. CMRM er en relativt enkel modell som antar at avkastningen på et verdipapir er konstant, gitt visse forutsetninger. Markedsmodellen er mer anvendelig, og sier at avkastningen på et aktivum er en lineær funksjon av markedsporteføljen. MacKinlay (1997) slår fast at markedsmodellen er å foretrekke fremfor CMRM fordi markedsmodellen fjerner den delen av avkastningen som er relatert til avkastningen på selve markedsporteføljen (MacKinlay, 1997, s. 18). Dette vil redusere variansen i den abnormale avkastningen og gjøre det enklere å identifisere begivenhetseffekter. MacKinlay slår også fast bruk av flerfaktormodeller kan redusere variansen i abnormal avkastning, men at slike modeller har lite for seg i begivenhetsstudier.

Vi har valgt å bruke den statiske markedsmodellen, der avkastning for et aktivum forklares slik:

$$R_{i,\tau} = \alpha_{i,\tau} + \beta_{\tau} R_{m,\tau} + \varepsilon_{i,\tau} \quad (7.2)$$

Her antar vi at:

$$E(\varepsilon_{i,\tau}) = 0 \quad \text{Var}(\varepsilon_{i,\tau}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

$R_{i,\tau}$ og $R_{m,\tau}$ er avkastningen for henholdsvis aktiva i og markedsporteføljen på tidspunkt τ . Parametrene α og β kan estimeres for markedsmodellen gjennom minste kvadrats metode/ OLS-regresjon. OLS- estimatorene, gjengitt fra MacKinlay (1997) med notasjonen fra dette kapitlet er:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i,\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m,\tau} - \mu_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m,\tau} - \mu_m)^2} \quad (7.3)$$

$$\hat{\alpha}_i = \mu_i - \hat{\beta}_i \mu_m \quad (7.4)$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i,\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,\tau})^2 \quad (7.5)$$

hvor,

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i,\tau} \quad \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m,\tau}$$

7.4.1 Manglende handel

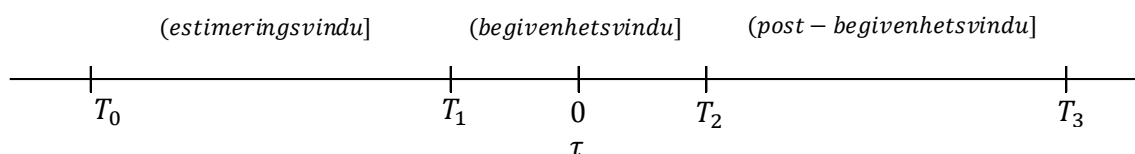
For noen selskaper vil det være manglende handledager i estimerings – eller begivenhetsvinduet. Dette kan være et potensielt problem dersom det gjelder for et stort antall begivenheter – da det vil medføre støy i estimeringen av normalavkastning. Det er mulig å korrigere for manglende handel ved å estimere α og β for disse aksjene ved andre regresjoner, for eksempel fra Scholes & Williams (1977):

$$R_{i,\tau} = \alpha_{i,\tau} + \beta^0 R_{m,\tau} + \beta^+ R_{m,\tau+1} + \beta^- R_{m,\tau-1} + \varepsilon_{i,\tau} \quad (7.6)$$

Av hensyn til oppgavens omfang har vi valgt å ikke benytte oss av denne. For å hindre skjevheter som oppstår på grunn av dager med manglende handel i begivenhetsvinduet, har vi satt som krav at det må være minimum 165 handledager i estimeringsvinduet. Dette er utdypet i kapittel 8, under utvalgskriterier.

7.5 Definerings av estimerings – og begivenhetsvindu

Definering av estimeringsvindu, begivenhetsvindu, og begivenhetsdato innebærer valg av tidsrom for estimering av parameterne i markedsmodellen, samt i hvilket tidsrom effekten av begivenheten skal måles. Sentralt er også periodelengde og plassering på estimeringsvinduet i forhold til begivenhetsvinduet. Det er avgjørende om man velger å bruke data før og/eller etter begivenhetsvinduet til estimering av parameterne.



Figur 7-1: Tidslinje for en begivenhetsstudie (MacKinlay, 1997)

Begivenhetsdagen er definert som $\tau = 0$. Estimeringsvinduet er fra $\tau = T_0 + 1$ til $\tau = T_1$, og begivenhetsvinduet er fra $\tau = T_1 + 1$ til $\tau = T_2$. Lengden av estimeringsvinduet er videre i oppgaven definert som L_1 , der $L_1 = T_1 - T_0$, og lengden på begivenhetsvinduet er definert som L_2 , der $L_2 = T_2 - T_1$. $\tau = T_1 + 1$ til $\tau = T_2$.

7.5.1 Valg av begivenhetsvindu

Begivenhetsdagen er dagen der utbytteannonseringen skjer og informasjon blir formidlet til markedet. Begivenhetsdagen er definert som $\tau = 0$. Begivenhetsvinduet er fra $\tau = T_1 + 1$ til $\tau = T_2$. Begivenhetsvinduet er tidsrommet der vi studerer bevegelser i aksjeprisen på selskapene i begivenhetsstudien, og i tråd med MacKinlay (1997) har vi et begivenhetsvindu som er større enn selve begivenhetsdagen. Post- begivenhetsvinduet er ikke benyttet. Dette er som regel ikke nødvendig i en begivenhetsstudie, men kan i visse tilfeller øke robustheten som følge av endringer av parameterne i markedsmodellen (MacKinlay, 1997).

Vi har valgt et begivenhetsvindu på 15 dager, hvorav 11 er handledager. Dette gjør det mulig å se om det har lekket informasjon til markedet i forkant av begivenheten, og om aksjemarkedet responderer kjapt eller tregt på den nye informasjonen. I tillegg vil et begivenhetsvindu på 15 kalenderdager, hvorav 11 er handledager sikre oss at alle begivenheter har fem handledager før og etter selve begivenhetsdagen.

7.5.2 Valg av estimeringsvindu

I estimeringsvinduet L_1 estimerer vi parameterne til bruk i markedsmodellen. Vi har valgt et estimeringsvindu på 300 kalenderdager før begivenhetsvinduet – og vinduet er bestemt på bakgrunn av blant annet likviditet, antall observasjoner og risikoeksponering over tidsperioden. I tillegg har vi satt som krav at en begivenhet ikke kan ha manglende handledager i begivenhetsvinduet. Dette er nærmere beskrevet i kapittel 9. Det er viktig at begivenhetsvinduet og estimeringsvinduet ikke overlapper hverandre, da dette kan medføre at parameterne i markedsmodellen blir påvirket av selve begivenheten.

7.6 Beregning av abnormal avkastning

Abnormal avkastning er definert som den faktiske avkastningen i begivenhetsvinduet fratrukket den forventede avkastningen i begivenhetsvinduet. Det er altså differansen mellom den avkastningen som var forventet uten begivenheten (utbytteannonseringen), og avkastningen som oppstår som følge av begivenheten. Den er gitt for aktiva i og begivenhetsdag τ :

$$AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,\tau} \quad (7.7)$$

Variansen for den abnormale avkastningen er for markedsmodellen gitt ved:

$$\sigma^2(AR_{i,\tau}) = \sigma_{\epsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m,\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right] \quad (7.8)$$

Det første leddet i likningen er variansen i feilleddet fra markedsmodellen (7.2). Det andre leddet kommer fra usikkerhet knyttet til estimering av parameterne α_i og β_i i markedsmodellen. Som tidligere nevnt er L_1 lengden av estimeringsvinduet, og dermed vil det andre leddet i likningen gå mot null når estimeringsperioden er stor. Dette er fordi jo høyere antall

observasjoner estimeringen av parametere bygges på, jo mer nøyaktige vil parameterne bli (Dougherty, 2002). Som nevnt over har vi har valgt et estimeringsvindu på 300 dager, noe som vi antar er tilstrekkelig for å anta at det andre leddet er tilnærmet lik 0. Da får vi at variansen til abnormal avkastning er gitt ved:

$$\sigma^2(AR_{i,\tau}) \approx \sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (7.9)$$

7.7 Kumulativ abnormal avkastning (\overline{CAR})

For å kunne trekke noen konklusjon angående begivenhetene i utvalget, må man aggregere de abnormale avkastningene. MacKinlay (1997) slår fast at dette kan gjøres på to forskjellige måter. Man kan enten aggregere dem over tid, så over begivenheter. Alternativt kan man aggregere først over begivenheter, deretter over tid.

7.7.1 Aggregering over begivenheter, så over tid

Først beregnes den enkelte begivenhets abnormale avkastning ved å bruke formel (7.7). Deretter beregner man gjennomsnittlig abnormal avkastning for N begivenheter, for hver dag τ , i begivenhetsvinduet med følgende formel:

$$\overline{AR}_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,\tau} \quad (7.10)$$

Variansen (for stor L_1) er gitt ved:

$$var(\overline{AR}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (7.11)$$

Summen av den gjennomsnittlige abnormale avkastningen over dagene i begivenhetsvinduet gir oss kumulativ gjennomsnittlig abnormal avkastning. For et gitt intervall i begivenhetsvinduet, er den gitt ved:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AR}_\tau \quad (7.12)$$

Variansen til gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning regnes ut slik:

$$var(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} var(\overline{AR}_\tau) \quad (7.13)$$

7.7.2 Aggregering over tid, så over begivenheter

Av figur 7-1 kan man se at T_1 er siste dag i estimeringsvinduet, og T_2 er siste dag av begivenhetsvinduet. CAR beregnes fra T_1 til T_2 , der $T_1 < \tau_1 \leq 1 \leq \tau_2 \leq T_2$ (MacKinlay, 1997). Kumulativ abnormal avkastning for begivenhet i fra T_1 til T_2 regnes ut slik:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau} \quad (7.14)$$

Variansen for den kumulative abnormale avkastningen er gitt, asymptotisk for store verdier av L_1 , ved følgende likning:

$$\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) = (\tau_2 - \tau_1 + 1)\sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (7.15)$$

Gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning over tid for alle N begivenheter finner man ved:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2) \quad (7.16)$$

Variansen til den gjennomsnittlige kumulative abnormale avkastningen:

$$var(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) \quad (7.17)$$

7.8 Hypoteser og tester for å analysere statistisk signifikans på abnormal avkastning

Ved å utføre tester på den gjennomsnittlige kumulative abnormale avkastningen vil man kunne fastslå om en begivenhet har en effekt på prisingen av et aktivum.

I kapittel 3 greide vi ut om valg av hypoteser for utredningen. Neste steg i begivenhetsstudien er å utføre tester for å fastslå om vi kan forkaste nullhypotesen om at kumulativ abnormal avkastning er lik null. Den gjennomsnittlige kumulative abnormale avkastningen er gitt ved:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) \approx N[0, \text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))] \quad (7.18)$$

Likning (7.18) forutsetter at de abnormale avkastningene for aktivaene er uavhengige av hverandre og normalfordelt. For å beregne variansen må man bruke en estimator, da variansen til feilleddet er ukjent. Vi bruker det estimerte feilleddet i markedsmodellen. Dermed kan nullhypotesen om at abnormal avkastning er lik null for en begivenhet vises slik:

$$\theta_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))}} \sim N(0,1) \quad (7.19)$$

For å undersøke om informasjon har lekket til markedet før begivenhetsdatoen, og hvor rask reaksjonen i aksjeprisen er, estimeres θ_1 fra likningen over for hver dag i begivenhetsvinduet.

7.8.1 Test for å analysere statistisk signifikans av differanse i abnormal avkastning

For å fastslå om en eventuell differanse i gjennomsnittlig abnormal og kumulativ abnormal avkastning i en periode er signifikant forskjellig fra null må man teste de abnormale avkastningene mot hverandre. Den nye nullhypotesen er dermed at differansen i \overline{CAR} og \overline{AR} er null. Vi anvender da likning (7.19) to ganger og får én θ for hver tidsperiode. Alt annet likt kan nullhypotesen om at differansen i \overline{CAR} og \overline{AR} er null vises slik:

$$\frac{\theta_1 - \theta_2}{\sqrt{2}} \sim N(0,2) \quad (7.20)$$

8. Data

I dette kapitlet vil vi beskrive prosessen for datainnsamling, samt hvilke kriterier som ligger til grunn for selskapene i utvalget vårt. I tillegg vil vi greie ut om valg for markedsindeks til bruk i markedsmodellen.

8.1 Datainnsamling

Data for alle utbytteannonseringer har blitt hentet manuelt fra Newsweb²⁴. Dette har vi gjort ved å studere alle børsmeldinger som selskapene har kunngjort knyttet til utbytte. Vi har i tillegg flagget alle børsmeldinger i begivenhetsvinduet som vi anser kan ha hatt betydning på den aktuelle begivenheten. På denne måten kan vi isolere effekten slike børsmeldinger måtte ha på begivenheten.

En begivenhet er definert som en utbytteannonsering, som vi siden har delt inn tre underutvalg; som er økt, uendret eller redusert utbytte i forhold til fjorårets utbetalte utbytte. Begivenhetskriteriene vil bli utdypet i senere i dette kapitlet, men hovedpoenget er her å skille mellom positive, betydningsløse og negative overraskelser i annonsert utbytte. Generelt for alle begivenhetsstudiene våre forventer vi at økt utbytte er en positiv overraskelse som vil være forbundet med positiv \overline{CAR} og at redusert utbytte er en negativ overraskelse som vil være forbundet med negativ \overline{CAR} . For uendret utbytte og betydningsløs utbytteannonsering har vi ingen annen forventning enn at \overline{CAR} er null.

Arbeidsprosessen for uthenting av datamateriale, samt nærmere beskrivelser av utvalgskriterier og flagg er beskrevet senere i dette kapitlet.

Markedsindeks, samt aksjekurser for alle selskaper har blitt hentet fra Børsprosjektet²⁵.

²⁴ www.newsweb.no

²⁵ <http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/>

8.2 Oslo Børs

Utgangspunktet for studien har vært Oslo Børs, og diskusjonen i dette kapitlet baserer seg på informasjon hentet fra Oslo Børs sine nettsider²⁶. Oslo Børs ble opprettet i 1819 og er Norges eneste regulerte marked for verdipapirer. Det tilbys handel for verdipapirer, rentepapirer, derivater og egenkapitalbevis. Tidligere ble alle noterte selskaper notert på Børsen hovedliste, men fra og med 2002 ble de noterte selskapene delt inn i industribaserte sektorer (GICS)²⁷, og fra og med 2004 ble selskapene også klassifisert etter likviditet. Det eksisterer i dag fem klassifiseringer, og i oppgaven vår ser vi på følgende to: OBX og OB Match²⁸. OBX består av de 25 mest likvide aksjene. OB Match består av aksjer med gjennomsnittlig minimum ti handler pr dag, eller med godkjent likviditetsgarantist. OB Standard består av aksjer med færre enn ti handler pr dag, uten likviditetsgarantist. Egenkapitalbevis og nylig noterte aksjer er delt inn i sine egne segmenter.

8.2.1 Markedsindeks

Vi har valgt å bruke hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX, som proxy for markedsporteføljen i vår estimering av markedsmodellen. Hovedindeksen er en investerbar indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte selskaper på Oslo Børs. Verdipapirene er friflytjustert, justert for utbytte og revideres på halvårlig basis. Vi mener at denne indeksen vil gi oss en korrekt gjenspeiling av markedet i forhold til vår analyse. Forventet markedsavkastning for hovedindeksen og daglig aksjeavkastning for de forskjellige selskapene i utvalget har blitt estimert ved å bruke historisk sluttkurs. I estimeringen av normal og abnormal avkastning har vi brukt daglige aksjekurser, da disse raskt fanger opp effekten ny informasjon har på aksjepris (Fama, 1991).

²⁶ www.oslobors.no

²⁷ Global Industry Classification Standard

²⁸ For perioden 2001-2003 eksisterte ikke denne inndelingen. Dette er utdypet i kapittel 8.3.

8.2.2 Risikofritt aktivum

For å estimere parameterne i markedsmodellen må man ha et risikofritt aktivum som representerer markedets risikofrie rente. Vi har valgt ST1X, som er en indeks for tre måneders statsobligasjoner, da denne ofte blir betraktet som referanse for risikofrie investeringer²⁹. Vi har siden regnet disse om til effektiv daglige renter med formelen:

$$R_d = \frac{\ln \left[1 + \frac{r_y}{100} \right]}{360}$$

Antall rentedager er 360, R_d er den daglige renten og r_y er årlig rentefaktor³⁰.

I estimeringen av parameterne i markedsmodellen har vi dermed brukt meravkastningen, det vil si at vi har regnet ut markedsporteføljens og aksjenes avkastning for så å trekke fra den risikofrie renten. Meravkastning for markedsporteføljen, R_M , er gitt ved:

$$R_M = r_M - R_d$$

der r_M er markedsporteføljens avkastning. Lignende er meravkastningen for en aksje, R_i gitt ved:

$$R_i = r_i - R_d$$

der r_i er aksjens avkastning.

²⁹ Grunnet feil i datasett fra Børsprosjektet, er data for tre måneders statskassveksler (ST1X) hentet direkte fra Oslo Børs.

³⁰ $r_y = 1 + R_y$, der R_y er årlig rente.

8.3 Vårt utvalg

Utvalget vårt består av selskaper som har vært listet på Oslo Børs hele eller deler av perioden [2001,2014]. Vi har valgt å se på aksjer med en viss likviditet, og benytter oss av Oslo Børs' egen likviditetsinndeling, som beskrevet i kapittel 8.2. Utvalget vårt består i hovedsak av selskaper som har tilhørt likviditetskategoriene OBX og OB Match. Dette har vi gjort fordi aksjer med lav likviditet vil ha økt støy i avkastningene som gjør at det kan oppstå skjevheter ved estimering av kumulativ abnormal avkastning og parametere i markedsmodellen. Derfor ønsker vi å utelukke disse selskapene, slik at selskapene som er inkludert i utvalget har minst mulig støy i avkastningene. Selskaper som er en del av likviditetskategoriene OBX og OB Match vil som tidligere nevnt inneha likviditetsgarantier som reduserer problemer knyttet til lav likviditet i aksjen.

Ved innføring av et slikt likviditetskriterium er det viktig å være klar over at det kan oppstå skjevheter forårsaket av såkalt «survivorship bias» dersom selskaper som ikke er representert i utvalget grunnet lav likviditet innehar spesielle egenskaper knyttet til utbytteannonseringer, og at disse egenskapene er systematisk forskjellige fra selskaper som tilfredsstiller likviditetskravet.

For å redusere skjevheter forårsaket av «survivorship bias» som følge av likviditetsinndelingen har vi satt som krav at siden selskapet betalte utbytte for første gang, må det kun ha tilhørt likviditetskategoriene OBX og/eller OB Match minst 50% av tiden selskapet har vært listet på børsen. Dette sikrer oss at selskaper som midlertidig bytter indeks eller likviditetskategori fortsatt vil være med i utvalget så lenge halvparten av listet tid har vært i kategori OBX eller OB Match. I tillegg sikrer det oss et utvalg uten for mange «hull», der selskaper går inn og ut av utvalget gjennom hele tidsperioden. Utbytteannonseringer fra slike selskaper kan inneha egenskaper som skaper ytterligere skjevheter.

Siden likviditetsinndelingen på Oslo Børs ikke kom før i 2004, har vi for perioden [2001,2003] satt et likviditetskrav der selskaper må ha blitt handlet minimum fem ganger pr. dag i gjennomsnitt i løpet av et år for å bli inkludert i utvalget. Dette er ment å etterligne likviditetskravene som kom ved innføringen av OBX og OB Match i 2004.

Med bakgrunn i overnevnte likviditetskriterier for utvalget har vi kommet frem til følgende begivenhetskriterier:

Begivenhetskriterier

1. Begivenheten må være en ordinær annonsering av kontantutbytte som har funnet sted i perioden [2001,2014].
2. Aksjen må ha blitt handlet minst 165 dager i estimeringsvinduet forut for utbytteannonseringen.
3. Det kan ikke være manglende handledager i begivenhetsvinduet.
4. Det må være mulig å beregne kumulativ gjennomsnittlig abnormal avkastning.
5. Nyheter om oppkjøp, fusjon eller fisjon kan ikke forekomme i begivenhetsvinduet.
6. Utbytteannonseringen kan ikke være en reduksjon av overkursfond³¹.
7. Utbytteannonseringen må være i NOK.
8. Annonseringsdata og kursdata må være tilgjengelig fra henholdsvis Newsweb og Børsprosjektet.

For å gjøre beregningen av de ulike parameterne i markedsmodellen mest mulig nøyaktige har vi satt krav om at aksjen må ha blitt handlet minimum 165 dager i estimeringsvinduet. Videre har vi satt som krav at det ikke kan være manglende handledager i begivenhetsvinduet. Alternativt kunne vi valgt å fordele avkastning jevnt over begivenhetsvinduet. Ulempen med å fordele avkastningen jevnt over begivenhetsvinduet er at det kan oppstå skjevheter i abnormal avkastning på daglig nivå.

Vi har også sett bort fra selskaper som annonserer utbytte i annen valuta enn norske kroner. Dette har vi gjort fordi kursdata fra Børsprosjektet er gitt i norske kroner, og det kan oppstå feil (i beregningen av avkastning) når man skal omregne valutakurser. Dersom et selskap annonserer en utbytteendring i utenlandsk valuta blir dette spesielt vanskelig å håndtere.

Som nevnt innledningsvis i utredningen har vi valgt å kun se på ordinære utbytteannonseringer. Annonseringer der selskap har kunngjort ekstraordinært utbytte i tillegg til ordinært utbytte har blitt utelatt. Det er naturlig å anta at slike annonseringer vil ha et annerledes informasjonsinnhold enn annonseringer der kun ordinært utbytte blir kunngjort.

³¹ Annonseringer av utbytte der utdelingen skyldes reduksjon av overkursfond er utelatt, da dette ikke gir noen langsiktig forpliktelse.

8.3.1 Flagging av børsmeldinger i begivenhetsvinduet

Som nevnt innledningsvis i kapitlet er det viktig å betrakte alle annonseringer av betydning i begivenhetsvinduet, ikke bare annonseringer knyttet til utbytte. Dersom flere børsmeldinger (av betydning) entrer markedet vil en observert prisreaksjon i begivenhetsvinduet gjenspeile alle annonseringene, og man kan dermed ikke slå fast at prisreaksjonen skyldes utbytteannonseringen alene. Derfor har vi flagget og senere utelatt utbytteannonseringer der børsmeldinger knyttet til fusjon, fisjon eller oppkjøp har forekommet i begivenhetsvinduet. Vi har også flagget begivenheter der andre børsmeldinger som vi anser er av betydning har forekommet i begivenhetsvinduet. Dette kan være meldepliktige handler, inngåelse av nye kontrakter eller endring i selskapets ledelse. Meldepliktige handler kan være både små og store, og består hovedsakelig av primærinnsider som kjøper/selger aksjer eller at selskapet foretar tilbakekjøp av egne aksjer. Det kan diskuteres om inngåelse av nye kontrakter er informasjon som tilsier at begivenheten bør være ugyldig eller ikke. En børsmelding som bekrefter at en avtale er inngått formidler nødvendigvis ikke helt ny informasjon til markedet, da avtaler ofte tar lang tid å utarbeide og markedet dermed er kjent med at det pågår forhandlinger.

Vi har listet opp hvilke utvalgsbegrensninger som gjelder for hver analyse. Fullstendig liste over flaggede begivenheter finnes i vedlegg B.2.

8.3.2 Endelig utvalg

Vårt endelige utvalg består av utbytteannonseringer fra 114 selskaper på Oslo Børs. Ut fra nevnte utvalgs-kriterier har vi identifisert 532 begivenheter som utgjør det totale utvalget.

Tabell 8.1 : Endelig Utvalg

År	Antall begivenheter
2001	35
2002	30
2003	28
2004	32
2005	35
2006	45
2007	43
2008	44
2009	42
2010	42
2011	32
2012	40
2013	41
2014	43
Totalt	532

En fullstendig liste av selskaper i utvalget, begivenhetsdatoer og annonseringsinformasjon finnes i vedlegg A og B.

9. Empirisk Analyse

I dette kapitlet vil vi presentere vår analyse. Vi har gjennomført begivenhetsstudier og tester på forskjellige begrensninger av utvalget vårt. De forskjellige testene og tilhørende resultat og analyse vil bli listet i delkapitler. I vedlegg C. finnes tabeller for alle delutvalg vi har analysert, der vi har listet opp gjennomsnittlig kumulativ avkastning og gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning for ulike lengder på begivenhetsvinduet. I tillegg er det listet opp standardavvik og tosidig p-verdi for disse. Det er også gjengitt grafer som viser abnormal og gjennomsnittlig kumulativ abnormal avkastning for forskjellige utvalg.

\overline{AR} er daglig, gjennomsnittlig abnormal avkastning. \overline{CAR} er gjennomsnittlig, kumulativ abnormal avkastning. Fotskriften angir tidspunkt i begivenhetsvinduet. \overline{AR}_0 viser til begivenhetsdagen. \overline{AR}_1 viser til dagen etter begivenhetsdagen og \overline{AR}_2 viser til den andre dagen etter begivenhetsdagen osv. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ viser til et begivenhetsvindu på 5 handledager før og etter begivenhetsdagen, og $\overline{CAR}_{\pm 1}$ viser til et begivenhetsvindu som består av begivenhetsdagen, samt dagen før og etter begivenhetsdagen.

For å fastslå om \overline{CAR} og \overline{AR} er forskjellig før og etter finanskrisen har vi gjennomført begivenhetsstudier der vi deler utvalget opp i to tidsperioder, slik at vi kan sammenligne \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Deretter tester vi om en eventuell differanse i tidsperiodenes \overline{CAR} og \overline{AR} er signifikant forskjellig fra hverandre. Periodeinndeling er angitt for hver enkelt test.

Grafer er gjengitt for forskjellige begivenhetsstudier, og signifikante \overline{CAR} og \overline{AR} er markert med sorte punkter i grafene.

For hver analyse vil vi beskrive utvalget begivenhetsstudien er utført på. Først vil vi gjengi resultatene for en begivenhetsstudie for perioden [2001,2014]. Deretter deler vi det aktuelle utvalget i to perioder; [2001,2008] og [2009,2014] og gjengir resultatene for begivenhetsstudier utført på begge periodene. Vi sammenligner resultatene fra begge periodene, før vi gjennomfører en test på om periodene er signifikant forskjellige fra

hverandre. For samtlige av disse testene har vi listet opp differansen i $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 med tilhørende p-verdier. Der vi finner signifikant forskjell mellom kortere begivenhetsvinduer er dette påpekt, og fullstendige testverdier for alle begivenhetsvinduer og underutvalg er listet i vedlegg E.

Begivenhetsstudier

Analyse I: Vi vil her ta for oss hele utvalget vårt. Denne analysen vil inneholde flest observasjoner av samtlige begivenhetsstudier vi foretar, og ytterligere analyser vil bli målt opp mot denne. I henhold til signalteorien antar vi at vi vil se signifikant abnormal avkastning på annonseringsdagen for økt og redusert utbytte med samme fortegn som det annonserte utbyttet. Videre forventer vi at annonsering om økt utbytte vil gi positiv \overline{CAR} og at utbyttereduksjoner vil gi negativ \overline{CAR} for både korte og lengre begivenhetsvinduer. For uendret utbytte har vi ingen naturlige forventinger til \overline{CAR} eller \overline{AR} .

Analyse II: I denne analysen fjerner vi alle begivenheter der det forekommer børsmeldinger knyttet til inngåelse av kontrakter og avtaler. Her vil vi forsøke å se om en eventuell abnormal avkastning observert i analyse I kan ha vært drevet av andre annonseringer enn utbytteannonseringen. I utgangspunktet forventer vi ingen stor endring i \overline{CAR} og \overline{AR} fra analyse 1.1.

Analyse III: Som diskutert i kapittel 8.3.1 er det ønskelig å isolere effekten andre annonseringer i begivenhetsvinduet har på den abnormale avkastningen i begivenhetsvinduet. I denne analysen utelukker vi derfor alle begivenheter der det i begivenhetsvinduet forekommer andre børsmeldinger som vi antar kan ha hatt innvirkning på reaksjonen i aksjepris. I utgangspunktet ville vi her forventet resultater som er sammenfallende med analyse 1.1, men grunnet et betraktelig lavere antall observasjoner vil vi også anta at signifikansen reduseres.

Analyse IV: I denne analysen betrakter vi et utvalg bestående av selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret. Dette vil være av interesse fordi vi antar at markedet vil ha større forventninger til selskaper med en etablert utbyttepolitikk. Vi forventer derfor å se lavere \overline{CAR} for både økning reduksjon. I tillegg vil start-og førstegangsannonseringer være utelatt. Vi antar at også dette vil bidra til ytterligere redusert \overline{CAR} for annonsering av økt

utbytte, da start-og førstegangsannonseringer som tidligere nevnt skal ha betydelig positiv signaleffekt (Asquith & Mullins, 1983). Siden alle annonseringer av uendret utbytte nødvendigvis må være større enn null, er det grunn til å forvente høyere abnormal avkastning i denne analysen enn i de foregående.

I tråd med tidligere analyser forventer å finne signifikante abnormale avkastninger på begivenhetsdagene for annonseringer av økt og redusert utbytte. Dette gjelder spesielt for utbyttereduksjoner, da signaleffekten av å redusere et utbytte er betydelig. Dette kan ses i sammenheng med at ledere er motvillige til å kutte utbytte (Lintner, 1956).

Analyse V: Her utfører vi begivenhetsstudier på annonseringer av start og stopp i utbyttebetaling. Vi tar for oss annonsering av førstegangsutbetalinger, samt annonseringer av start i utbyttebetaling etter korte eller lengre opphold. Vi gjennomfører også analyser av stoppannonseringer der selskapet må ha betalt utbytte minst to sammenhengende år før annonseringen av stopp. Dette er et forsøk på å utelukke selskapene som kun har midlertidige stopp, for eksempel grunnet skattepreferanser. Vi antar at markedsreaksjonen og tilhørende abnormal avkastning vil være signifikant positiv for annonseringer av førstegangsutbetaling, i tråd med Asquith & Mullins (1983). Det er naturlig å forvente at stoppannonseringer vil være forbundet med negativ abnormal avkastning.

9.1 Analyse I – 532 observasjoner

9.1.1 Hele utvalget [2001,2014]

I denne analysen tar vi for oss alle begivenhetene i utvalget vårt. Vi vil først presentere analysen for perioden 2001 til 2014, før vi i delkapittel 9.1.2 deler utvalget i to og ser på periodene før og etter finanskrisen.

Tabell 9.1 : Utbytteannonseringer fordelt på annonseringsår og type utbytte

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Økning	15	17	14	17	27	25	32	23	9	18	24	17	20	26	284
Uendret	7	9	9	8	2	4	5	7	3	18	5	7	17	11	112
Reduksjon	13	4	5	7	6	16	6	14	30	6	3	16	4	6	136
Total	35	30	28	32	35	45	43	44	42	42	32	40	41	43	532

Ut fra tabell (9.1) ser vi at totalt antall annonseringer varierer noe fra år til år. Det er klart mest annonseringer av økt utbytte. Det er verdt å merke seg at antallet utbyttereduksjoner i utvalget vårt stiger i år 2009, samtidig som vi får færre annonseringer av økt utbytte. Dette samsvarer med drøftelsen i kapittel 3.1, hvor Bøhren & Michalsen (2012) også pekte på den lave andelen utbyttebetalere i 2009. Det er nærliggende å tro at dette har sammenheng med finanskrisen som inntraff i 2008.

Tabell 9.2 : Analyse 1.1 [2001,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på hele utvalget for perioden [2001,2014]. Utvalget er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 1.1		Utbytte		
Tot. Obs	532	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		1.253 %	0.13 %	-0.69 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.431 %	0.75 %	0.98 %
Test-stat		2.905	0.169	-0.709
P-verdi		0.004	0.866	0.480
Antall obs.		284	112	136

Tabell 9.3 : Statistikk for Statoil, Telenor, DNB og Yara

	Økning	Uendret	Reduksjon	år med reduksjon		
Statoil	9	0	3	2008	2009	2010
Telenor	13	0	1	2009		
DNB	10	1	3	2004	2009	2012
Yara International	8	1	1	2014		

Økt utbytte: Vi finner at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for underutvalget med økt utbytte er signifikant positiv med en p- verdi tilnærmet null. Dette tyder på at markedet betrakter en annonsering om økt utbytte som et positivt signal knyttet til fremtidig inntjening, og er i tråd med signalthypotesen. Vi ser at underutvalget for økt utbytte har lavere standardavvik enn de øvrige underutvalgene. Dette kan henge sammen med at en stor del av selskapene som annonserer økt utbytte er relativt store selskaper som utgjør en stor del av børsens totalverdi, og som dermed ofte vil ha mindre idiosynkratisk risiko. Av tabellen over ser vi at større selskaper som Statoil, Telenor, DNB og Yara har en høy andel annonseringer av økt utbytte. At indeksen brukt for estimering av markedsporteføljen består av mange av disse større selskapene i vårt utvalg kan også være medvirkende til at underutvalget for økt utbytte har et lavere standardavvik. På daglig nivå finner vi signifikant positiv \overline{AR}_0 med p-verdi tilnærmet null.

Uendret utbytte: For uendret utbytte ser vi at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er positiv, men med høy p-verdi som følge av et relativt høyt standardavvik kan vi ikke slå fast at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er signifikant forskjellig fra null.

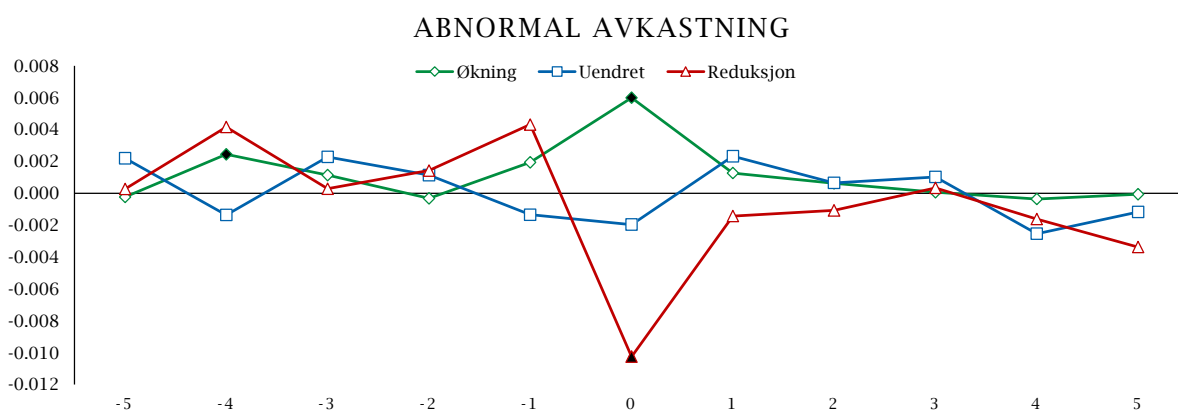
Redusert utbytte: For underutvalget med redusert utbytte finner vi som ventet negativ $\overline{CAR}_{\pm 5}$, men med et høyt standardavvik får vi også en relativt høy p- verdi. Dermed kan vi ikke si at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er signifikant forskjellig fra null. På daglig nivå ser vi imidlertid at \overline{AR}_0 er - 1.03%, og signifikant negativ på 1% nivå, i tillegg til at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ er signifikant negativ for en ensidig test. Dette er mer som vi hadde sett for oss, og tyder på at markedet reagerer negativt på annonseringer om redusert utbytte på og rett etter begivenhetsdagen.

Ut fra graf (9.1) ser vi lite signifikans i dagene før annonseringen, før markedet reagerer som forventet på annonseringsdagen. Dette tyder på at markedet er effisient og at ny informasjon

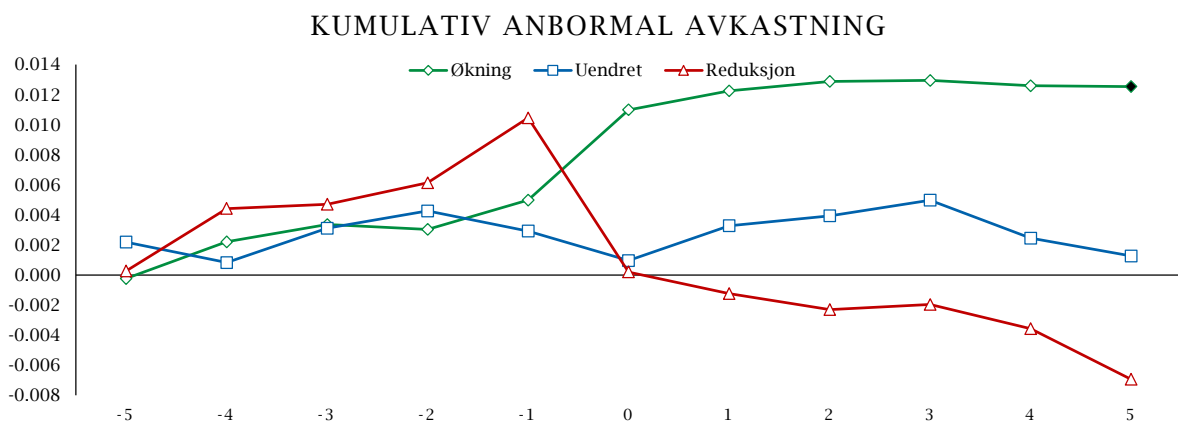
raskt fanges opp i aksjeprisen. Vi finner signifikant positiv $\overline{CAR}_{\pm 1}$ på 1% nivå for økning, og signifikant negativ \overline{CAR}_{+1} for reduksjoner. For reduksjoner registrerer vi at \overline{CAR}_{+1} er signifikant negativ på 1% nivå, uten at andre \overline{CAR} i begivenhetsvinduet er signifikante.

Som vi ser av graf 9.2 er tendensen at \overline{CAR} for de ulike typene utbytte følger hverandre tett frem til annonseringsdagen, hvor økt og redusert utbytte beveger seg i motsatt retning. Dette skjer som følge av signifikant \overline{AR}_0 for disse to underutvalgene.

Graf 9.1 : Abnormal avkastning, daglig nivå, [2001,2014]



Graf 9.2 : Kumulativ abnormal avkastning, [2001,2014]



9.1.2 Hele utvalget [2001,2008] og [2009,2014]

Tabell 9.4 : Analyse 1.2 [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudier der utvalget er delt i to tidsperioder for å kunne sammenligne \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Hvert utvalg er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. Betegnelsen før er for annonseringer før 1.1.2009, og etter er for annonseringer etter 31.12.2008. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 1.2 Totalt ant obs 532	Økning		Utbytte			
			Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.60 %	2.22 %	0.07 %	0.17 %	-0.15 %	-1.29 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.56 %	0.67 %	1.11 %	1.02 %	1.42 %	1.34 %
Test-stat	1.07	3.29	0.06	0.17	-0.10	-0.97
P-verdi	0.28	0.00	0.95	0.86	0.92	0.34
Antall obs.	170	114	51	61	71	65

Økt utbytte: Vi finner positiv $\overline{CAR}_{\pm 5}$ både før og etter finanskrisen, men kun signifikant for perioden etter. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er her 2,22% med p-verdi tilnærmet null. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for perioden før finanskrisen er 0,60% og ikke signifikant forskjellig fra null.

Uendret utbytte: For underutvalgene med uendret utbytte finner vi ingen signifikans for \overline{CAR} . Ser vi på daglig nivå er \overline{AR}_0 etter finanskrisen imidlertid -0,54% og signifikant forskjellig fra null med en p-verdi på 0,085. Dette kan tyde på at markedet etter finanskrisen betrakter uendret utbytte som dårlige nyheter grunnet usikre framtidsutsikter.

Redusert utbytte: Her vi negativ $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for begge perioder, men ingen signifikans. Derimot finner vi signifikans i perioden etter finanskrisen for kortere begivenhetsvindu, der $\overline{CAR}_{\pm 3}$ er -2,06% og signifikant på 10% nivå. \overline{AR}_0 er også signifikant negativ på 1% nivå for denne tidsperioden. Funn av signifikant negativ $\overline{CAR}_{\pm 3}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen er i samsvar med våre forventinger.

Generelt ser vi i analyse I at der vi ikke finner signifikant $\overline{CAR}_{\pm 5}$, finner vi ofte signifikans på daglig nivå nær begivenhetsdagen og for kortere begivenhetsvinduer. Dette kan henge

sammen med at vi ser på likvide aksjer, og at markedet responderer raskt på utbytteannonseringen.

Tabell 9.5 : Analyse 1.2 $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 differanse før og etter finanskrisen

Tabellen under viser testresultatene for en ensidig test om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 før finanskrisen er signifikant forskjellig fra $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen.

Analyse 1.2	Økning	Uendret	Reduksjon
Test-stat $\overline{CAR}_{\pm 5}$	-1.57	-0.08	0.62
P - verdi	0.216	0.484	0.379
Test-stat \overline{AR}_0	-3.99	1.68	2.03
P - verdi	0.023	0.201	0.155

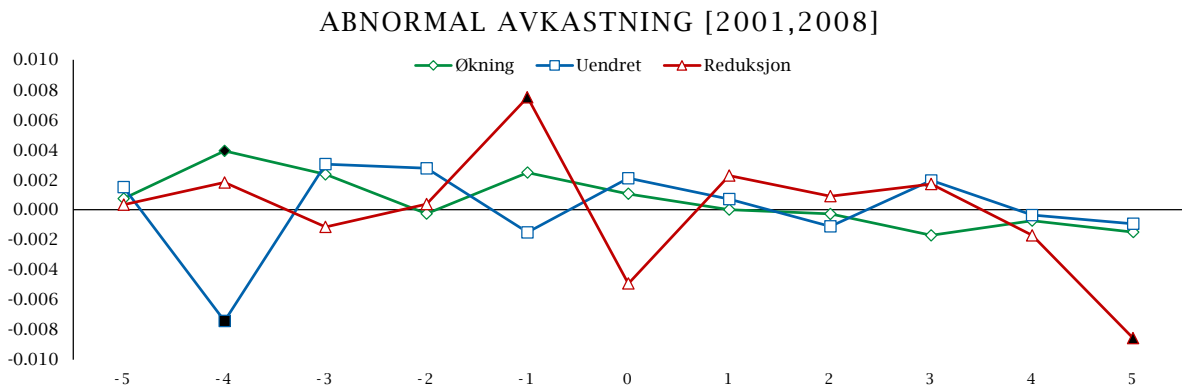
I tabell (9.5) ser vi at ingen av $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for de forskjellige underutvalgene er signifikant forskjellige fra hverandre før og etter finanskrisen.

Imidlertid finner vi at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ for både økning og reduksjon i utbytte er signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. For økt utbytte er både \overline{CAR}_{+1} og \overline{AR}_0 signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. Dette tyder på at markedsreaksjonene på økt og redusert utbytte er større i perioden etter finanskrisen.

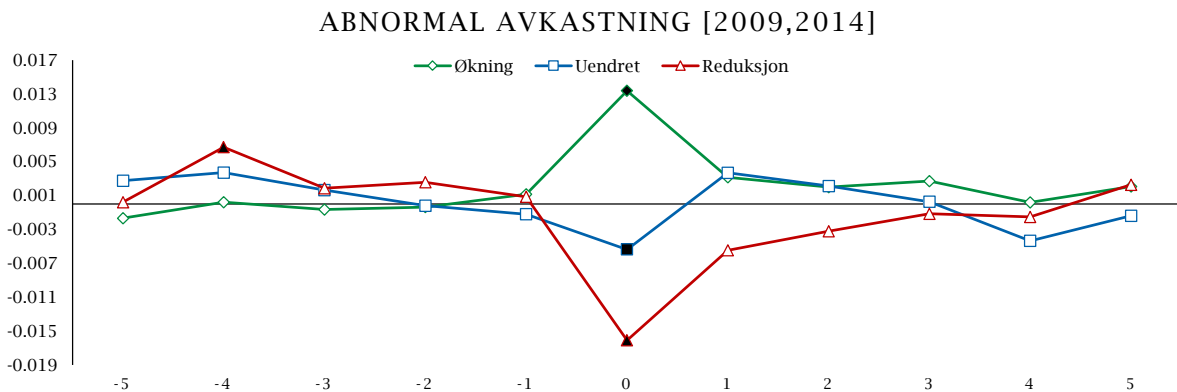
Grafer for daglig nivå [2001,2008] og [2009,2014]

Når vi sammenligner periodene før og etter finanskrisen på daglig nivå ser vi at perioden etter finanskrisen er i tråd med signalteorien og våre forventninger. Her finner vi signifikant \overline{AR}_0 for samtlige underutvalg (Graf 9.4). For perioden før finanskrisen finner vi ingen signifikans på annonseringsdagen for noen av underutvalgene (9.3). Det er uventet at vi i perioden før finanskrisen ikke finner støtte for verken signalteorien eller markedseffisiens på daglig nivå.

Graf 9.3 : Abnormal avkastning før finanskrisen

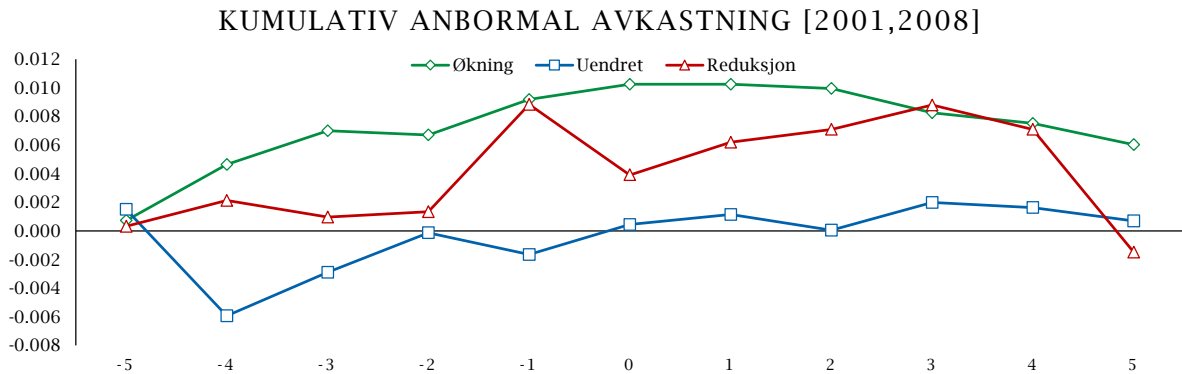


Graf 9.4 : Abnormal avkastning etter finanskrisen



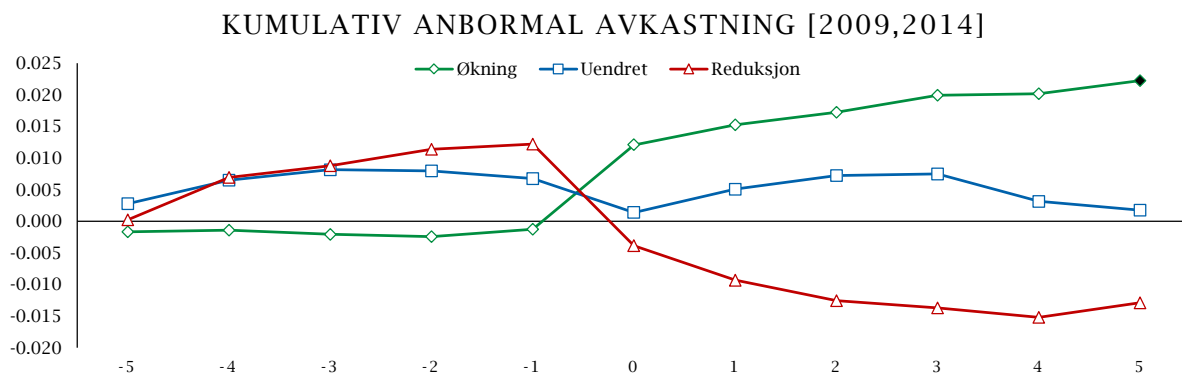
Grafer for \overline{CAR} [2001,2008] og [2009,2014]

Graf 9.5 : Kumulativ abnormal avkastning før finanskrisen



Vi ser intet mønster i \overline{CAR} for perioden før finanskrisen grunnet fravær av signifikans for samtlige lengder av begivenhetsvinduet.

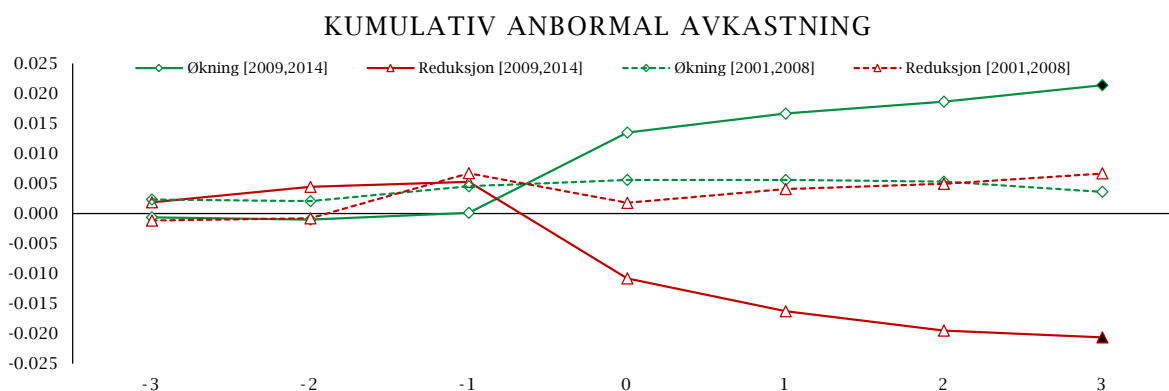
Graf 9.6 : Kumulativ abnormal avkastning etter finanskrisen



\overline{CAR} for perioden etter finanskrisen er relativt lik \overline{CAR} for hele perioden (analyse 1.1). Som tidligere nevnt er det kun $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for økt utbytte som er signifikant for utvalget etter finanskrisen, der \overline{CAR} stiger på begivenhetsdagen og jevnt gjennom siste halvdel av begivenhetsvinduet. For uendret utbytte ser vi ingen tydelig tendens i \overline{CAR} .

Ved å se på kortere begivenhetsvindu finner vi fortsatt ikke signifikans for perioden før finanskrisen, men for perioden etter finner vi nå signifikant \overline{CAR}_{+1} , $\overline{CAR}_{\pm 1}$ og $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for både økt og redusert utbytte. $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for disse underutvalgene er illustrert i grafen under.

Graf 9.7 : $\overline{CAR}_{\pm 3}$ sammenlignet før og etter finanskrisen



Her ser vi markedsreaksjoner i tråd med våre forventinger i perioden etter finanskrisen. Vi observerer en tydelig signaleffektk på daglige nivå, som igjen resulterer i signifikant begivenhetsvindu for $\overline{CAR}_{\pm 3}$. Som nevnt tidligere er det noe overraskende at perioden før finanskrisen ikke har noen tegn til dette.

9.2 Analyse II – 460 observasjoner

9.2.1 Hele utvalget [2001,2014], uten avtaler

Formålet med denne begivenhetsstudien er å analysere effekten av å fjerne utbytteannonseringer hvor det i begivenhetsvinduet også forekommer børsmeldinger knyttet til nye kontrakter eller avtaler. Denne begrensningen reduserer utvalget med 70 begivenheter. Hvilke begivenheter som er fjernet er listet i vedlegg B.2.

Tabell 9.6 : Analyse 2.1 [2001,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på hele utvalget for perioden [2001,2014]. Utvalget er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenheter der det forekommer annonsering av nye avtaler eller kontrakter i begivenhetsvinduet er fjernet. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 2.1		Utbytte		
Tot. Obs	462	Økning	Uendret	Reduksjon
$\overline{CAR}_{\pm 5}$		0.893 %	-0.04 %	-0.83 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.471 %	0.78 %	1.04 %
Test-stat		1.895	-0.045	-0.797
P-verdi		0.059	0.964	0.427
Antall obs.		241	98	123

Resultatene er sammenfallende med analyse 1. Det er interessant å se at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for økninger blir noe redusert i forhold til analyse 1.1. I tillegg ser vi at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ for reduksjoner nå er signifikant negativ på 10% nivå. Dette kan tyde på børsmeldinger knyttet til avtaler hadde en positiv effekt på aksjeprisen i begivenhetsvinduet. Imidlertid ser vi at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for økninger ikke lenger er signifikant på 1% nivå, men på 5% nivå. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for underutvalget med uendret utbytte skifter fortegn, men endringen er så liten at vi kan slå fast at det ikke skjer noe signifikant. Vi ser også her at underutvalget for økning har lavere standardavvik enn de øvrige underutvalgene. Dette kan som sagt skyldes lavere idiosynkratisk risiko for selskapene som annonserer økninger i utbytte.

9.2.2 Hele utvalget [2001,2008] og [2009,2014], uten avtaler

Tabell 9.7 : Analyse 2.2 [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudier der utvalget er delt opp i to tidsperioder for å kunne sammenligne \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Hvert utvalg er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenheter der det forekommer annonsering av nye avtaler eller kontrakter i begivenhetsvinduet er fjernet. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. Betegnelsen før er for annonseringer før 1.1.2009, og etter er for annonseringer etter 31.12.2008. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 2.2 Totalt ant. obs. 462	Utbytte					
	Økning		Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.25 %	1.91 %	0.41 %	-0.43 %	-0.15 %	-1.58 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.61 %	0.75 %	1.16 %	1.06 %	1.52 %	1.40 %
Test-stat	0.40	2.55	0.35	-0.40	-0.10	-1.13
P-verdi	0.69	0.01	0.73	0.69	0.92	0.26
Antall obs.	147	94	46	52	65	58

Også her likner resultatet på hva vi fant i analyse I. Vi får ingen flere signifikante \overline{CAR} som følge av denne begrensningen. For kortere begivenhetsvindu finner vi at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ for reduksjoner i utbytte etter finanskrisen er signifikant negativ på 5% nivå, i tillegg til at \overline{AR}_0 og \overline{AR}_1 er signifikant negative på henholdsvis 1% - og 5% nivå. Det viser seg også her at vi får mer signifikans for kortere begivenhetsvindu.

Tabell 9.8 : Analyse 2.2 $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 differanse [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser testresultatene for en ensidig test om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 før finanskrisen er signifikant forskjellig fra $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen.

Analyse 2.2	Økning	Uendret	Reduksjon
Test-stat $\overline{CAR}_{\pm 5}$	-1.52	0.54	0.73
P - verdi	0.224	0.394	0.358
Test-stat \overline{AR}_0	-4.61	1.57	2.47
P - verdi	0.011	0.217	0.109

I likhet med analyse I finner vi at \overline{AR}_0 , \overline{CAR}_{+1} og \overline{CAR}_{-1} er signifikant forskjellige for økt utbytte før og etter finanskrisen. I tillegg ser vi at \overline{CAR}_{+1} for reduksjon fortsatt er signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. Nytt av analyse 2.2. at også \overline{CAR}_{+1} nå er signifikant forskjellig før og etter finanskrisen.

Vi ser at for kortere begivenhetsvindu og på selve begivenhetsdagen er markedsreaksjonen på økt og redusert utbytte signifikant sterkere etter finanskrisen, også ved fjerning av annonseringer der børsmeldinger om nye avtaler har forekommet. Dette kan tyde på at markedet reagerer sterkere i tider som er preget av usikkerhet og nedgang, i motsetning til perioden i forkant av finanskrisen som var preget av oppgang.

9.3 Analyse III – 364 observasjoner

9.3.1 Hele utvalget [2001,2014], uten flagg

I denne begivenhetsstudien har vi fjernet alle begivenheter der flaggede annonseringer har forekommet i begivenhetsvinduet. Dette har vi gjort for å isolere effekten andre annonseringer måtte ha på den abnormale avkastningen. 168 observasjoner forsvinner som følge av dette. Hvilke begivenheter som er fjernet er listet i vedlegg B.2.

Tabell 9.9 : Analyse 3.1 [2001,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på hele utvalget for perioden [2001,2014]. Utvalget er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenheter der det forekommer andre annonseringer av betydning i begivenhetsvinduet er fjernet. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 3.1		Utbytte		
Tot. Obs.	364	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		0.60 %	0.43 %	-1.30 %
Std. avvik (\overline{CAR}_{+5})		0.53 %	0.84 %	1.02 %
Test-stat		1.120	0.511	-1.275
P-verdi		0.264	0.610	0.206
Antall obs.		187	84	93

For underutvalget med økt utbytte er ikke $\overline{CAR}_{\pm 5}$ lenger signifikant, men $\overline{CAR}_{\pm 1}$ er fortsatt signifikant positiv på 5% nivå. For utbyttereduksjoner ser vi nå at $\overline{CAR}_{\pm 3}$ er signifikant negativ på 10% nivå. I likhet med analyse I er \overline{AR}_0 for både økning og reduksjon signifikant på 1% - nivå, med henholdsvis positivt og negativt fortegn. Det er også interessant at \overline{AR}_0 for begge disse utvalgene er henholdsvis mindre positiv og mer negativ i denne analysen sammenlignet med analyse 1.1. Dette kan tyde på at det er andre annonseringer i begivenhetsvinduet som bidrar til høyere \overline{CAR} for økt og redusert utbytte i de foregående analysene.

Vi finner ingen signifikans for underutvalget med uendret utbytte.

9.3.2 Hele utvalget [2001,2008] og [2009-2014], uten flagg

Tabell 9.10 : Analyse 3.2 [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie der utvalget er delt opp i to tidsperioder for å kunne sammenligne \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Hvert utvalg er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenheter der det forekommer andre annonseringer av betydning i begivenhetsvinduet er fjernet. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. Betegnelsen før er for annonseringer før 1.1.2009, og etter er for annonseringer etter 31.12.2008. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 3.2 Totalt ant. Obs. 364	Utbytte					
	Økning		Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
\overline{CAR}_{+5}	-0.04 %	1.67 %	0.27 %	0.60 %	-0.94 %	-1.65 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.68 %	0.87 %	1.20 %	1.18 %	1.26 %	1.59 %
Test-stat	-0.06	1.92	0.23	0.51	-0.75	-1.03
P-verdi	0.95	0.06	0.82	0.62	0.46	0.31
Antall obs.	117	70	43	41	46	47

Vi ser her ingen betydelige forskjeller fra analyse 1.2. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for underutvalget med økt utbytte før finanskrisen skifter fortegn og blir negativ, men en p-verdi på 0,95 peker mot at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er nær null. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ etter finanskrisen er fortsatt signifikant, med en p-verdi på 0,06.

Det er mulig at deler av den abnormale avkastningen som vi fant i analyse 1.2 kan skyldes andre børsmeldinger enn selve utbytteannonseringen. Vi ser at p-verdier for redusert utbytte for begge perioder har gått ned sammenlignet med analyse 1.2, men de er fortsatt for høye til at vi kan forkaste nullhypotesen. Antall observasjoner begynner å bli lavt for de forskjellige underutvalgene, noe som blir gjenspeilet i relativt høye standardavvik.

Ved å sammenligne resultatene fra analyse III og analyse I ser vi at resultatene våre i liten grad er drevet av andre annonseringer i begivenhetsvinduet.

Tabell 9.11 : Analyse 3.2 $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 differanse [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser testresultatene for en ensidig test om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 før finanskrisen er signifikant forskjellig fra $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen.

Analyse 3.2	Økning	Uendret	Reduksjon
Test-stat $\overline{CAR}_{\pm 5}$	-1.41	-0.20	0.20
P - verdi	0.241	0.461	0.460
Test-stat \overline{AR}_0	-3.11	0.45	1.97
P - verdi	0.060	0.412	0.162

Tabell 9.12: P-verdier for differanse i \overline{AR} og \overline{CAR}

Type utbytte		Analyse			
		I	II	III	IV
Økning	\overline{AR}_0	2 %	1 %	6 %	3 %
Økning	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	9 %	7 %	13 %	23 %
Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	10 %	6 %	5 %	9 %
Økning	\overline{CAR}_{+1}	3 %	1 %	9 %	11 %
Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	12 %	3 %	7 %	10 %

Som vi ser av tabell (9.12) har vi gjennomgående fellestrekk for alle øvrige analyser, og markedsreaksjonene er fortsatt sterkere etter finanskrisen for korte begivenhetsvindu. $\overline{CAR}_{\pm 1}$ for utbytteøkning er ikke lenger signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. P-verdien er imidlertid relativt lav. Resultatene av analyse 2.2 og 3.2. viser oss at resultatene fra analyse 1.1. er robuste overfor reduksjon av antall begivenheter.

9.4 Analyse IV - 437 observasjoner

9.4.1 Begivenhetsstudie med selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret [2001,2014]

I dette kapitlet utfører vi begivenhetsstudier på et utvalg kun bestående av selskaper som betalte utbytte året før begivenhetsåret. Annonsering av førstegangsutbetalinger vil dermed bli utelatt. Som nevnt i teorikapitlet er bedriftsledere motvillige til å redusere utbytte på grunn av frykt for at investorer skal oppfatte dette som at selskapet har negative utsikter for fremtidig inntjening. Det kan tenkes at dersom selskapet har betalt utbytte i fjoråret, vil det knyttes forventninger til neste års utbytte som kan gi forskjellige markedsreaksjoner enn for et selskap som ikke har betalt utbytte i fjoråret eller i selskapets levetid. Det kan være tilfeller av begivenheter der selskaper har hatt korte eller lengre opphold i utbyttebetaling tidligere i perioden, og siden har igangsatt utbytte igjen.

Tabell 9.13: Analyse 4.1 [2001,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på hele utvalget for perioden [2001,2014] der kun annonseringer hvor selskapet betalte utbytte året før begivenhetsåret er med i utvalget. Utvalget er sortert i tre undergrupper etter annonsering om økt, uendret eller redusert utbytte. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 4.1		Utbytte		
Tot. Obs	437	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		1.75 %	0.26 %	-0.78 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.47 %	0.74 %	0.98 %
Test-stat		3.734	0.350	-0.798
P-verdi		0.000	0.727	0.427
Antall obs.		219	83	135

Økt utbytte: For underutvalget med økt utbytte er $\overline{CAR}_{\pm 5}$ signifikant positiv på 1% nivå. På daglig nivå ser vi at reaksjonen er sterkest på annonseringsdagen. Det er også interessant å se at \overline{AR}_{-4} og \overline{AR}_{-1} er signifikant positive. Dette kan tyde på at det er lekket informasjon til

markedet i forkant av annonseringen, eller at investorer i større grad forventer en positiv annonsering siden selskapet betalte utbytte året før. Det er interessant at \overline{CAR} for samtlige lengder av begivenhetsvinduet her er høyere enn i analyse I, som følge av at vi fjerner start- og førstegangsannonseringer. Dette er ikke tråd med våre forventninger.

Uendret utbytte: Her er $\overline{CAR}_{\pm 5}$ positiv, men høy p-verdi gjør at vi ikke kan si at den er signifikant forskjellig fra null.

Redusert utbytte: $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er negativ, men ikke signifikant. Imidlertid ser vi at \overline{CAR}_{+1} og \overline{AR}_0 er signifikant negative på 1% nivå. Dette er som vi forventet i utgangspunktet, og viser at markedet reagerer negativt på at utbytte bli redusert fra fjoråret. Vi ser igjen at vi finner signifikans for kortere begivenhetsvindu, som kan henge sammen med at utvalget består av likvide aksjer.

9.4.2 Begivenhetsstudie med selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret [2001,2008] og [2009,2014]

Tabell 9.14 : Analyse 3.2 [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på et utvalg selskaper der kun annonseringer hvor selskapet betalte utbytte året før begivenhetsåret er med. Utvalget er delt opp i to tidsperioder for å kunne sammenligne snitt \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Betegnelsen før er for annonseringer før 1.1.2009, og etter er for annonseringer etter 31.12.2008. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 4.2 Totalt ant. Obs. 437	Utbytte					
	Økning		Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	1.53 %	2.08 %	0.89 %	-0.41 %	-0.15 %	-1.49 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.62 %	0.71 %	1.16 %	0.91 %	1.42 %	1.35 %
Test-stat	2.48	2.93	0.77	-0.45	-0.10	-1.11
P-verdi	0.01	0.00	0.45	0.65	0.92	0.27
Antall obs.	133	86	43	40	71	64

Økt utbytte: For utvalget med økt utbytte ser vi at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er positiv og signifikant på 1% nivå både før og etter finanskrisen. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er som forventet høyere i perioden etter finanskrisen enn i perioden før. På begivenhetsdagen er \overline{AR} positiv på 1% nivå både før og etter finanskrisen.

Det er interessant å se at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er høyere for perioden før finanskrisen enn hva den var i analyse I. Dette er uventet, da man skulle forvente at fjerning av start- og førstegangsannonseringer ville redusere den kumulative abnormale avkastningen. Dette kan tyde på at start- og førstegangsannonseringene i utvalget vårt har egenskaper som ikke er i tråd med signalteorien³².

Uendret utbytte: $\overline{CAR}_{\pm 5}$ før og etter finanskrisen har noe overraskende forskjellig fortegn, men ingen er signifikante. Vi ser dog at $\overline{CAR}_{\pm 3}$ før finanskrisen er signifikant positiv på 10% nivå. På daglig nivå er \overline{AR}_0 før finanskrisen positiv og signifikant forskjellig fra null med en p-verdi på 0,027, mens \overline{AR}_0 etter finanskrisen er negativ, men ikke signifikant. Ved å teste differansen i abnormal avkastning på begivenhetsdagene finner vi ikke signifikans, men p-verdien er relativt lav og på 14,04%. Dette kan tyde på at situasjoner der selskap som betalte utbytte i fjor ikke følger opp med en økning påfølgende år blir oppfattet som mer negative etter finanskrisen.

Redusert utbytte: For utbyttereduksjoner finner vi ikke signifikant $\overline{CAR}_{\pm 5}$ verken før eller etter finanskrisen. $\overline{CAR}_{\pm 3}$ er imidlertid -2,20% og signifikant på 5% nivå etter finanskrisen, i tillegg til signifikant negativ \overline{AR}_0 med p-verdi tilnærmet null. Dette er som ventet og i tråd med signalteorien, da et kutt i utbytte vil oppfattes som et negativt signal knyttet til fremtidig inntjening. \overline{AR}_0 for perioden før finanskrisen er -0,49%, men er med en p-verdi på 25,4% ikke signifikant. Det er uansett interessant å se at den negative abnormale avkastningen på begivenhetsdagen er mer negativ i perioden etter finanskrisen enn før.

³² Dette er videre omtalt i analyse V.

Tabell 9.15 : Analyse 4.2 $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 differanse [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser testresultatene for en ensidig test om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 før finanskrisen er signifikant forskjellig fra $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen.

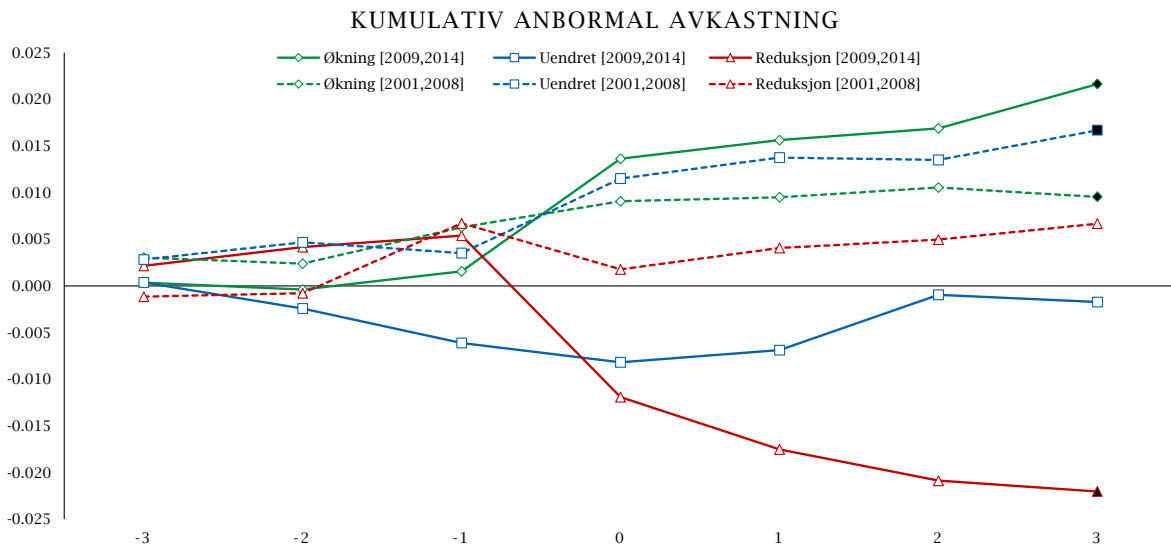
Analyse 4.2	Økning	Uendret	Reduksjon
Test-stat $\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.32	0.86	0.71
P - verdi	0.436	0.333	0.362
Test-stat \overline{AR}_0	-3.82	2.16	2.20
P - verdi	0.028	0.140	0.136

Vi finner at annonsering av økt utbytte er forbundet med signifikant høyere avkastning på begivenhetsdagen i perioden etter finanskrisen. $\overline{CAR}_{\pm 1}$ er også signifikant mer negativ for annonsering av redusert utbytte etter finanskrisen. Samme funn ble også gjort i analyse I-III. Nytt av denne analysen er at vi ikke lenger finner at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ og \overline{CAR}_{+1} for økning i utbytte er signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. Dette er uventet, med tanke på at den eneste forskjellen fra utvalget i denne analysen og analyse I er at start-førstegangsannonseringer fjernes.

Grunnen til at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ for reduksjoner er mer negativ i perioden etter finanskrisen, kan være at markedet etter finanskrisen har vært i en lavkonjunktur preget av mindre tilgang til kapital og økt usikkerhet knyttet til selskapers fremtid. Resultatene kan tyde på at selskaper som ikke følger opp fjorårets utbytte med en økning i årets utbytte, mottar en strengere reaksjon i aksjemarkedet etter finanskrisen enn før.

Grafer for $\overline{CAR}_{\pm 3}$ [2001,2008] og [2009,2014]

Graf 9.8 : $\overline{CAR}_{\pm 3}$ sammenlignet før og etter finanskrisen

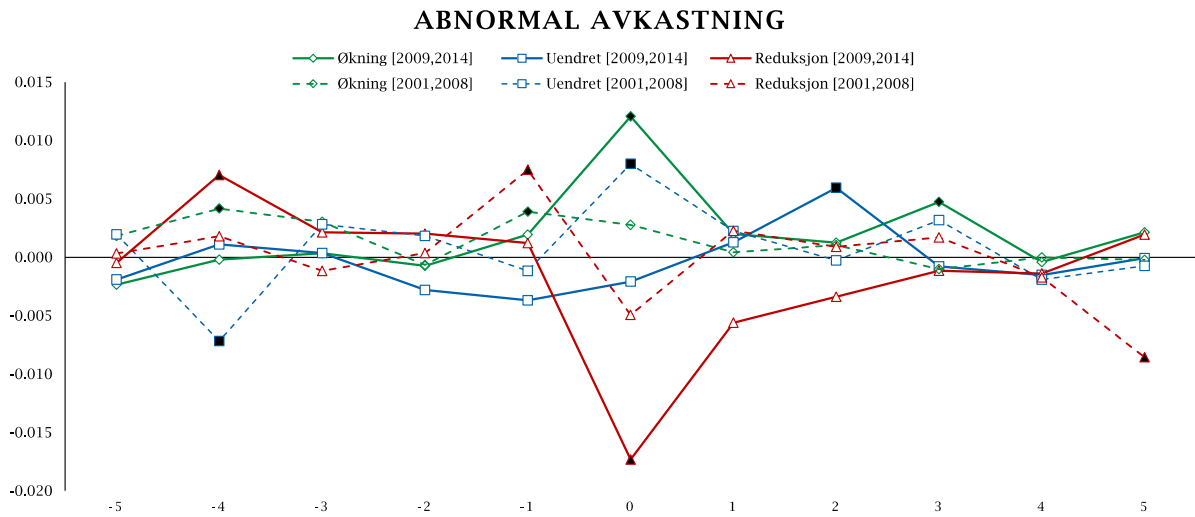


Grafen over viser forskjellene i $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for samtlige underutvalg før og etter finanskrisen.

$\overline{CAR}_{\pm 3}$ for økning er positiv og som forventet før og etter finanskrisen, mens $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for redusert utbytte kun beveger seg som forventet i perioden etter finanskrisen. For uendret utbytte ser vi for første gang signifikant \overline{CAR} , der $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for nå er signifikant positiv for perioden før finanskrisen. Dette kan skyldes at alle annonseringer av uendret utbytte i denne analysen er større enn null.

En forklaring på at bevegelsen i \overline{CAR} er så forskjellig før og etter finanskrisen kan være at markedet var preget av usikkerhet og mindre forventninger etter finanskrisen, noe som gjenspeiler seg i den store bevegelsen på begivenhetsdagen ved positive nyheter. Dette er fremstilt i figur (9.9) under.

Graf 9.9: Gjennomsnittlig abnormal avkastning før og etter finanskrisen.



9.5 Analyse V

I dette delkapitlet presenteres resultatene av begivenhetsstudier utført på forskjellige typer start- og stoppannonseringer. Asquith & Mullins (1983) viste som tidligere nevnt at førstegangsutbetalinger er forbundet signifikant abnormal avkastning på annonseringsdagen. De sa at slike utbetalinger ofte er uventet i markedet, og at signaleffekten dermed vil være større enn den er for selskaper med en etablert utbyttepolitikk. Annonsering av førstegangsutbetaling vil derfor ha et informasjonsinnhold som skiller seg fra ordinære utbytteannonseringer. En førstegangsutbetaling er definert som et selskap som annonserer utbytte for første gang i perioden [2001,2014].

Informasjonsinnholdet i en startannonsering vil være avhengig av om annonseringen er en førstegangsannonsering eller om selskapet har betalt utbytte tidligere, men har hatt et kortere eller lenger opphold i utbyttebetalingen. Det samme gjelder stoppannonseringer. En annonsering av stopp i utbytte der et selskap har hatt en stabil og etablert utbyttepolitikk over lengre tid, vil ha et annet informasjonsinnhold og tilhørende markedsreaksjon enn en annonsering der selskapet kun har et midlertidig opphold i utbyttebetaling. Dette kan for eksempel være tilfellet dersom selskapet har unnlatt å betale utbytte et år grunnet skattemessige hensyn. For å isolere effekten av korte og lengre opphold i utbyttebetalinger gjennomfører vi analyser på to forskjellige utvalg:

Det ene utvalget (analyse 5.A) består av samtlige start- og stoppannonseringer, uavhengig av om selskapet har hatt korte eller lengre opphold i utbyttebetaling eller om selskapet har hatt en etablert utbyttepolitikk. Førstegangsutbetalinger vil dermed være inkludert. I dette utvalget vil vi ikke kunne isolere effekten av midlertidige stopp i utbytte.

I det andre utvalget (analyse 5.B) har vi utelukkende annonsering av førstegangsutbetalinger og stoppannonseringer der selskapet har betalt utbytte minst to sammenhengende år før stoppannonseringen. I dette utvalget vil vi dermed utelukke de begivenhetene som kun er et resultat av midlertidige opphold i utbyttebetaling.

For begge studiene er antallet observasjoner lavt, og det gjelder spesielt utvalget for førstegangsannonseringer og stoppannonseringer der selskapet har betalt utbytte minst to sammenhengende år før begivenhetsåret. Med lavt antall observasjoner vil vi generelt kunne vente høyere standardavvik og mindre signifikans

9.5.1 Analyse 5.A – 118 observasjoner

Begivenhetsstudie av start- og stoppannonseringer, samt førstegangsutbetalinger [2001,2014]

Tabell 9.16: Antall start-og stoppannonseringer fordelt over år i perioden [2001,2014].

År	Start	Stop	
2001	3	5	8
2002	3	3	6
2003	2	3	5
2004	4	0	4
2005	6	3	9
2006	6	7	13
2007	9	3	12
2008	3	4	7
2009	3	16	19
2010	8	0	8
2011	4	2	6
2012	5	5	10
2013	2	0	2
2014	6	3	9
Total	64	54	118

Av tabellen ser vi at det forekommer klart flest stoppannonseringer i 2009, og dette kan som nevnt i starten av kapitlet ses sammen med finanskrisen i 2008.

Tabell 9.17: Analyse 5.A.1 [2001,2014]

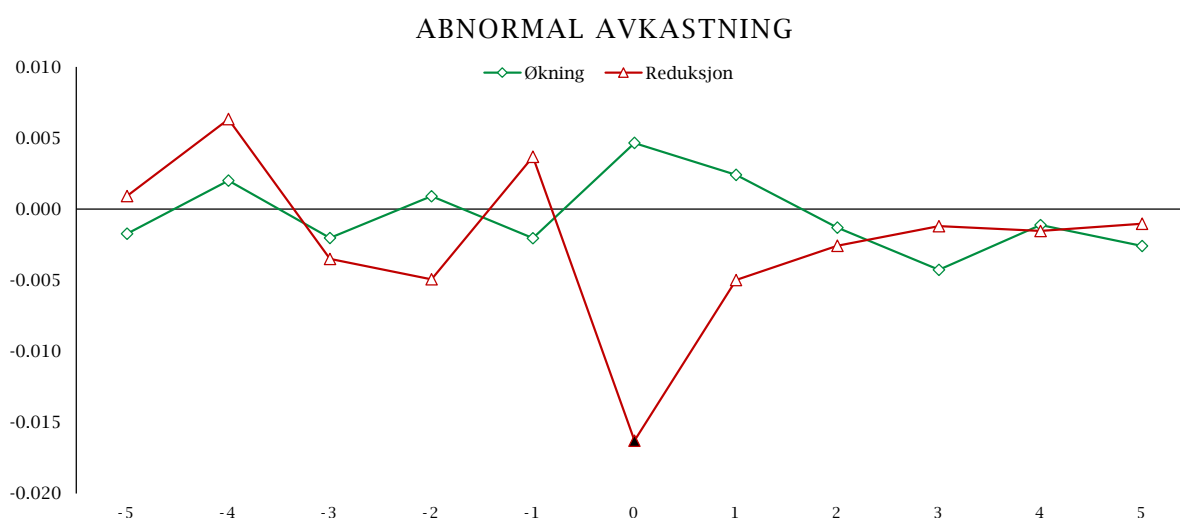
Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på henholdsvis start- og stoppannonseringer i perioden [2001,2014]. Utbytteannonseringer hvor selskapet ikke betalte utbytte i året før begivenhetsåret er definert som startannonsering. Stoppannonseringer er definert som annonseringer der selskapet ikke annonserer utbytte i begivenhetsåret, men betalte utbytte i året før begivenhetsåret. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P-verdier er oppgitt for tosidige tester

Analyse 5.A.1		Utbytte	
Tot. Obs.	118	Start	Stopp
\overline{CAR}_{+5}		-0.51 %	-2.51 %
Std. avvik (\overline{CAR}_{+5})		1.04 %	2.05 %
Test-stat		-0.489	-1.225
P-verdi		0.626	0.226
Antall obs.		64	54

Startannonsering: Overraskende ser vi at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er negativ, men stort standardavvik og tilsvarende høy p-verdi gjør at vi ikke kan forkaste nullhypotesen om at \overline{CAR} er lik null. På daglig nivå resultatene mer som forventet, der \overline{AR}_0 er positiv og signifikant for en ensidig test. Vi ser også at \overline{CAR}_{+1} er 0,71% og signifikant positiv på 10% nivå for en ensidig test.

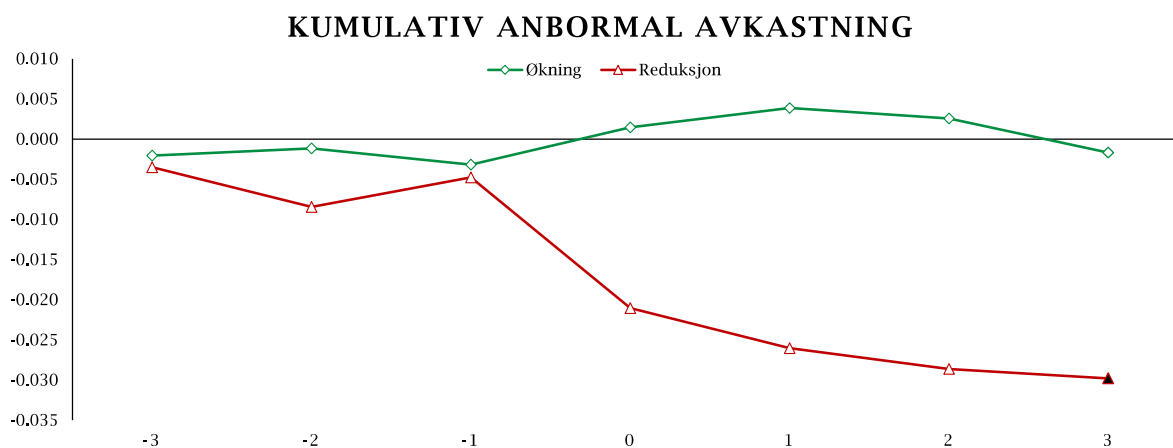
Stoppannonseringer: Som forventet finner vi negativ \overline{CAR} , og $\overline{CAR}_{\pm 3}$ er signifikant negativ på 5%. På daglig nivå er også \overline{AR}_0 signifikant negativ med p-verdi på 1,1%, som er i tråd med hva vi hadde forventet på forhånd. Vi ser igjen at kortere begivenhetsvindu gir mer signifikans.

Graf 9.10: \overline{AR} [2001,2014]



Vi ser at reaksjonen er som forventet på annonseringsdagen, og samsvarer med tidligere analyser på større utvalg.

Graf 9.11: $\overline{CAR}_{\pm 3}$ [2001,2014]



\overline{CAR} for stoppannonseringer beveger seg som antatt, og får en kraftig reduksjon på begivenhetsdagen som følge av signifikant negativ \overline{AR}_0 . Det er overraskende at vi får negativ \overline{CAR} for større lengder av begivenhetsvinduet. Dog er p-verdiene høye.

9.5.2 Begivenhetsstudie av start- og stoppannonseringer [2001,2008] og [2009,2014]

Tabell 9.18: Analyse 5.A.2 [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser resultatene av en begivenhetsstudie utført på henholdsvis start- og stoppannonseringer i perioden [2001,2014]. Utbytteannonseringer i begivenhetsåret hvor selskapet ikke betalte utbytte i året før begivenhetsåret er definert som startannonsering. Stoppannonseringer er definert som annonseringer der selskapet ikke annonserer utbytte i begivenhetsåret, men betalte utbytte i året før begivenhetsåret. Utvalget er delt opp i to tidsperioder for å kunne sammenligne \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Betegnelsen før er for annonseringer før 1.1.2009, og etter er for annonseringer etter 31.12.2008. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 5.A.2 Totalt ant obs 118	Utbytte			
	Start		Stopp	
	Før	Etter	Før	Etter
\overline{CAR}_{+5}	-2.97 %	2.66 %	-3.19 %	-1.78 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	1.32 %	1.67 %	3.17 %	2.55 %
Test-stat	-2.25	1.59	-1.01	-0.70
P-verdi	0.03	0.12	0.32	0.49
Antall obs.	36	28	28	26

Startannonsering: For utvalget med økt utbytte ser vi overraskende at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ før finanskrisen er signifikant negativ på 5% nivå. Imidlertid ser vi at dette kan forklare de noe overraskende resultatene fra analyse IV i kapittel 9.4.2.

$\overline{CAR}_{\pm 5}$ etter finanskrisen er positiv på 10% nivå for en ensidig test, noe som er mer i tråd med våre forventninger og tidligere studier. \overline{AR}_0 er signifikant positiv på 1% nivå for perioden etter finanskrisen. Som tidligere nevnt kan dette tolkes som om gode nyheter tas ekstra godt i mot når det eksisterer lavere forventninger i markedet.

Stopp i utbyttebetaling: Som ventet finner vi at $\overline{CAR}_{\pm 3}$ er signifikant negativ på 10% nivå for perioden etter finanskrisen, og på daglig nivå er \overline{AR}_0 -2,28% og signifikant på 1% nivå. Vi ser at stans i utbyttebetaling for selskaper som betalte utbytte året før begivenhetsåret er forbundet med signifikant negativ kumulativ abnormal avkastning i dagene rundt begivenhetsvinduet for perioden etter finanskrisen, samt signifikant negativ abnormal avkastning på selve begivenhetsdagen. For perioden før finanskrisen finner vi ingen signifikans. Det er imidlertid viktig å påpeke at dette utvalget ikke er isolert for effekter som følge av korte opphold i utbyttebetalinger som nevnt innledningsvis i analysen.

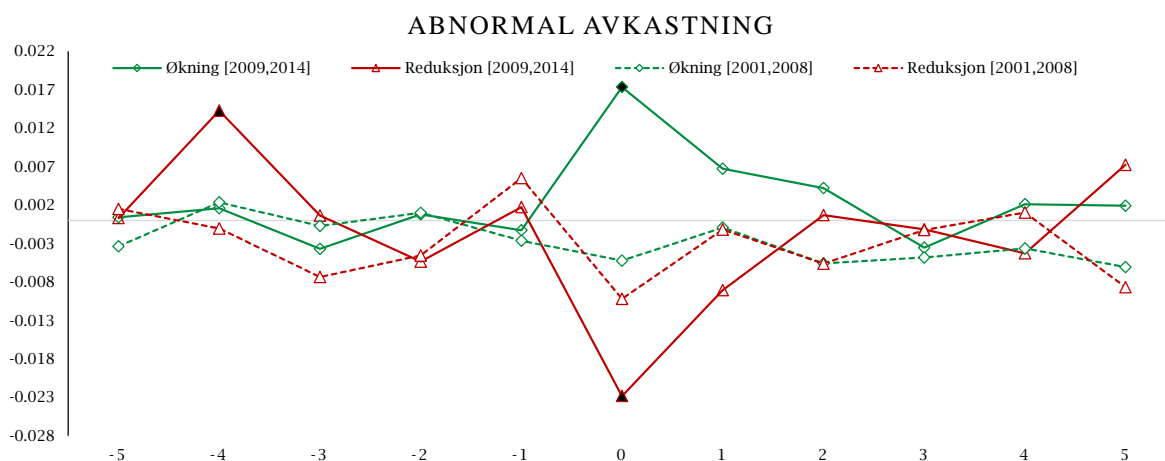
Tabell 9.19: Analyse 5.A.2 $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 differanse [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser testresultatene for en ensidig test om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 før finanskrisen er signifikant forskjellig fra $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen.

Analyse 5.A.2	Start	Stopp
Test-stat $\overline{CAR}_{\pm 5}$	-2.72	-0.22
P - verdi	0.087	0.457
Test-stat \overline{AR}_0	-3.37	1.34
P - verdi	0.046	0.251

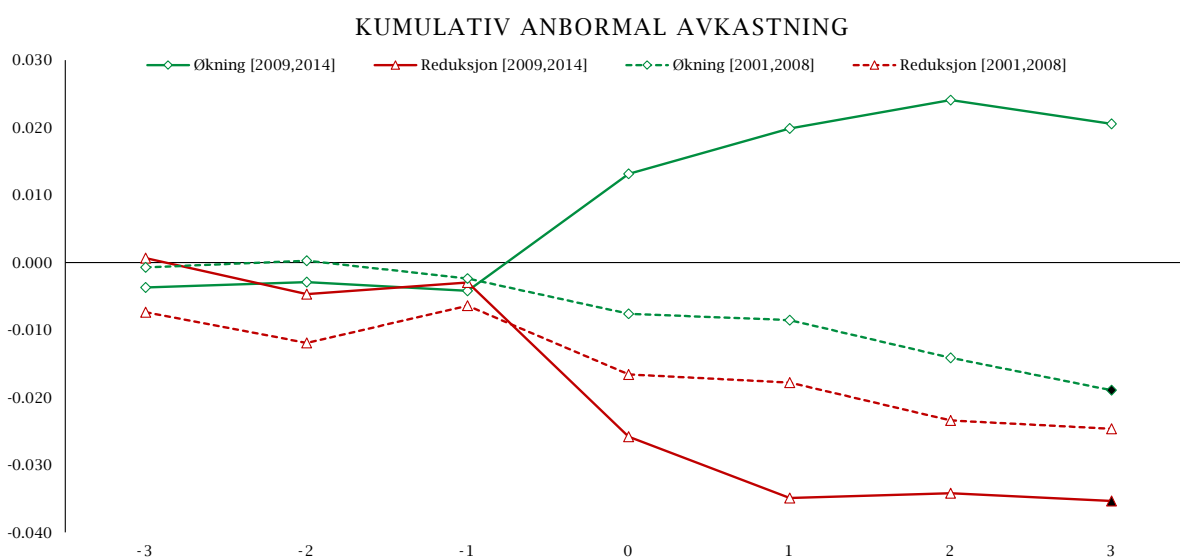
Som tabell (9.17) viser er både \overline{AR}_0 og $\overline{CAR}_{\pm 5}$ signifikant forskjellig før og etter finanskrisen for startannonseringer. Det er dog ikke uventet, siden $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 var negative for startannonseringer før finanskrisen. For stoppannonseringer er ikke \overline{AR}_0 eller $\overline{CAR}_{\pm 5}$ signifikant forskjellige fra hverandre før og etter finanskrisen.

Graf 9.12: \overline{AR} for [2001,2008] og [2009,2014]



På daglig nivå er de abnormale avkastningene i tråd med signalteorien og våre forventinger for øvrig i perioden etter finanskrisen.

Graf 9.13: $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for [2001,2008] og [2009,2014]



Grafen over viser det oppsiktsvekkende funnet at både $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for økning før finanskrisen og $\overline{CAR}_{\pm 3}$ for reduksjon etter finanskrisen er signifikant negative. Gjennomgående er denne analysen preget av oppsiktsvekkende resultater fra perioden før finanskrisen, der $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er signifikant negativ på 5% nivå. Lavt antall observasjoner i utvalget, samt effekten av endringene i skattesystemet som beskrevet i kapittel 5. kan være medvirkende til den signifikant negative $\overline{CAR}_{\pm 5}$ før finanskrisen. Vi ser at \overline{CAR} for start- og førstegangsannonseringer ikke følger signalteorien, og forklarer dermed de uventede resultatene i analyse 4.2.

9.5.3 Analyse 5.B – 68 observasjoner

Begivenhetsstudie av førstegangsutbetalinger og stoppannonseringer der selskapet har betalt utbytte minst to sammenhengende år i forkant, [2001,2004]

Tabell 9.20: Begivenheter i analyse 5.B fordelt over år i perioden [2001,2014].

År	Annonsering av førstegangsutbetaling	Stopp
2001	1	5
2002	2	1
2003	-	1
2004	-	-
2005	6	2
2006	5	4
2007	3	2
2008	1	3
2009	2	13
2010	3	-
2011	-	1
2012	4	2
2013	1	-
2014	5	1
Totalt	33	35

Tabell 9.21: Analyse 5.B.1 [2001,2014]

Tabellen under viser resultatene av to begivenhetsstudier utført på henholdsvis førstegangsannonseringer og stoppannonseringer, i perioden [2001,2014].. Stoppannonseringer er definert som annonseringer der selskapet ikke annonserer utbytte i begivenhetsåret, men betalte utbytte minst to sammenhengende år forut for begivenhetsåret. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester

Analyse 5.B.1	Annonsering av	Stopp
Tot. Obs. 68	førstegangsutbetaling	
\overline{CAR}_{+5}	-0.42 %	-0.65 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	1.43 %	2.79 %
Test-stat	-0.294	-0.232
P-verdi	0.771	0.818
Antall obs.	33	35

Sammenlignet med analyse 5.A ser vi at annonsering av førstegangsutbetaling har blitt mer positiv og samtidig fått økt forklaringsgrad. Dette kan henge sammen med at førstegangsutbetalinger er forbundet med en sterkere markedsreaksjon enn vanlige startannonseringer³³. Samtidig er \overline{AR}_0 for stoppannonseringer ikke lenger signifikant. Dette er i seg selv uventet, men kan skyldes det lave antall observasjoner.

Tabell 9.22: Analyse 5.B.2 [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser resultatene av begivenhetsstudier utført på henholdsvis førstegangsannonseringer og stoppannonseringer, i perioden [2001,2014]. Stoppannonseringer er definert som annonseringer der selskapet ikke annonserer utbytte i begivenhetsåret, men betalte utbytte minst to sammenhengende år forut for begivenhetsåret. Utvalget er delt opp i to tidsperioder for å kunne sammenligne \overline{CAR} før og etter finanskrisen. Betegnelsen før er for annonseringer før 1.1.2009, og etter er for annonseringer etter 31.12.2008. Begivenhetsvinduet består av begivenhetsdagen, samt fem handledager før og etter. P- verdier er oppgitt for tosidige tester.

Analyse 5.B.2 Totalt ant obs 68	Annonsering av førstegangsutbetaling		Stopp	
	Før	Etter	Før	Etter
\overline{CAR}_{+5}	-1.62 %	1.01 %	-1.95 %	0.73 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	1.84 %	2.24 %	4.38 %	3.40 %
Test-stat	-0.88	0.45	-0.44	0.21
P-verdi	0.39	0.66	0.66	0.83
Antall obs.	18	15	18	17

Hver periode er preget av et svært lavt antall observasjoner for begge underutvalg, og dermed lite signifikans. Dog finner vi at \overline{AR} på begivenhetsdagen er signifikant positiv for førstegangsutbetalinger i perioden etter finanskrisen. For samme periode er også $\overline{CAR}_{\pm 1}$ signifikant positiv på 6% nivå for en tosidig test. Dette er konsistent med Asquith & Mullins (1983). For stopp i utbyttebetaling finner vi ingen signifikans. Det er nærliggende å tro at dette kan skyldes det lave antall observasjoner.

³³ Ref. definisjon av startannonsering i kapittel 9.4.

Tabell 9.23: Analyse 5.B.2 $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 differanse [2001,2008] og [2009,2014]

Tabellen under viser testresultatene for en ensidig test om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 før finanskrisen er signifikant forskjellig fra $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og \overline{AR}_0 etter finanskrisen.

Analyse 5.B.2	Annonsering av førstegangsutbetaling	Stopp
Test-stat $\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.94	-0.47
P - verdi	0.319	0.408
Test-stat \overline{AR}_0	-2.76	0.65
P - verdi	0.084	0.373

Vi ser av tabellen over at \overline{AR}_0 for startannonseringer er signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. Samtidig finner vi signifikant \overline{CAR}_{+1} for startannonseringer. I likhet med analyse 5.A.1 skyldes dette at \overline{CAR}_{+1} noe uventet er negativ.





10. Analyse av sensitivitet og robusthet

I dette kapitlet vil vi analysere i hvilken grad resultatene for utredningen er drevet av ekstremverdier eller som følge av feil i parameterne brukt i markedsmodellen. Vi vil også gjengi resultatene for en begivenhetsstudie der vi har brukt normaliserte regresjonsparametere i markedsmodellen.

10.1.1 Ekstremverdier for $\overline{CAR}_{\pm 5}$, [2001,2014]

I tillegg X har vi listet opp alle ekstremverdier for β og $\overline{CAR}_{\pm 5}$. Ekstremverdier kan oppstå som følge av andre annonseringer i begivenhetsvinduet eller feil i selve datamaterialet, og feilestimerte verdier vil øke støyen i de abnormale avkastningene.

Vi har gjennomført analyser med tilsvarende metode og utvalg som i analyse 1.1, der vi har fjernet henholdsvis 2%, 5% og 10% av utvalget for å se effekten av at ekstremobservasjoner fjernes. Vi har fjernet et likt antall begivenheter i hver hale.

Ved å fjerne 2% av utvalget vil vi fjerne verdier for $\overline{CAR}_{\pm 5}$ over 18,68% og under -17,64%. Dersom vi fjerner 5% og 10% av utvalgets ekstremverdier fjerner vi verdier for henholdsvis 14,27% og -14,37% og 12,01% og -11,29%. Ved å fjerne 10% av de mest ekstreme verdiene for $\overline{CAR}_{\pm 5}$ i utvalget får vi ingen endring i signifikans for noen av underutvalgene i perioden 2001 til 2014. Vi ser dog at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for underutvalget med økt utbytte ikke lenger er signifikant på 1% nivå, men nå er signifikant på 5% nivå.

Tabell 10.1: Ekstremverdier for \overline{CAR}

<i>Ekstremverdier \overline{CAR} 2% fjernet</i>				
Analyse 6.1.1		Utbytte		
Tot. Obs.	522	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		0.970 %	0.49 %	-0.39 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.434 %	0.74 %	0.98 %
Test-stat		2.237	0.668	-0.394
P-verdi		0.026	0.505	0.694
Antall obs.		280	108	134
Antall fjernet		4	4	2

<i>Ekstremverdier \overline{CAR} 5% fjernet</i>				
Analyse 6.2.1		Utbytte		
Tot. Obs.	506	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		0.986 %	0.49 %	-0.40 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.434 %	0.74 %	0.84 %
Test-stat		2.274	0.668	-0.471
P-verdi		0.024	0.505	0.638
Antall obs.		274	108	124
Antall fjernet		10	4	12

<i>Ekstremverdier \overline{CAR} 10% fjernet</i>				
Analyse 6.3.1		Utbytte		
Tot. Obs.	480	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		1.073 %	0.37 %	-0.40 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.447 %	0.74 %	0.86 %
Test-stat		2.400	0.499	-0.468
P-verdi		0.017	0.619	0.641
Antall obs.		255	105	120
Antall fjernet		29	7	16

10.1.2 Ekstremverdier for $\overline{CAR}_{\pm 5}$ [2001,2008] og [2009,2014]

Dersom vi sammenligner periodene før og etter finanskrisen er det heller ingen betydelig endring i signifikans. Det er interessant å se at for reduksjoner etter finanskrisen halveres $\overline{CAR}_{\pm 5}$ som følge av at to annonseringer fjernes når vi fjerner 2% av ekstremverdiene. Dette tyder på at \overline{CAR} i dette underutvalget er drevet av to ekstremverdier.

Tabell 10.2: Ekstremverdier \overline{CAR} før og etter finanskrisen

<i>Ekstremverdier \overline{CAR} 2% fjernet</i>						
Analyse 6.1.2 Totalt ant. Obs. 522	Økning		Utbytte Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.36 %	1.89 %	0.81 %	0.24 %	-0.15 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.56 %	0.68 %	1.10 %	1.00 %	1.42 %	1.32 %
Test-stat	0.63	2.80	0.73	0.24	-0.10	-0.49
P-verdi	0.53	0.01	0.47	0.81	0.92	0.62
Antall obs.	168	112	49	59	71	63
Antall fjernet	2	2	2	2	0	2

<i>Ekstremverdier \overline{CAR} 5% fjernet</i>						
Analyse 6.2.2 Totalt ant. Obs. 506	Økning		Utbytte Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.57 %	1.61 %	0.81 %	0.24 %	-0.14 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.56 %	0.68 %	1.10 %	1.00 %	1.03 %	1.38 %
Test-stat	1.02	2.35	0.73	0.24	-0.14	-0.50
P-verdi	0.31	0.02	0.47	0.81	0.89	0.62
Antall obs.	164	110	49	59	67	57
Antall fjernet	6	4	2	2	5	7

<i>Ekstremverdier \overline{CAR} 10% fjernet</i>						
Analyse 6.3.2 Totalt ant. Obs. 480	Økning		Utbytte Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.76 %	1.53 %	0.54 %	0.24 %	0.03 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.59 %	0.69 %	1.11 %	1.00 %	1.04 %	1.42 %
Test-stat	1.29	2.21	0.49	0.24	0.03	-0.66
P-verdi	0.20	0.03	0.63	0.81	0.97	0.51
Antall obs.	150	105	46	59	66	54
Antall fjernet	20	9	5	2	5	11

Ved å fjerne 10% av utvalget finner vi ingen betydelige endringer i signifikans eller $\overline{CAR}_{\pm 5}$. På tross av at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for økt utbytte etter finanskrisen går fra å være signifikant på 1% nivå til å være signifikant på 5% nivå, anser vi resultatene våre som robuste.

10.1.3 Ekstremverdier for beta [2001,2014]

Det er ønskelig å fjerne betaverdier som er feilestimert. Da vi ikke kan observere hvilke betaverdier som er feilestimert, gjennomfører vi analyser hvor vi fjerner ekstremverdier for beta. Ved å gjøre dette kan vi avgjøre om resultatene i utredningen er drevet av disse. Vi finner at resultatene våre er robuste overfor ekstreme betaverdier. Hvilke betaverdier som fjernes er listet i vedlegg D.

Ved å fjerne ekstreme betaverdier for 2%, 5% og 10% er det ingen endring i signifikans for noen typer utbytteannonsering. Underutvalget for økt utbytte er fortsatt signifikant på 1% nivå for hele perioden og for perioden etter finanskrisen.

Tabell 10.3: Ekstremverdier for Beta

Ekstremverdier beta 2% fjernet				
Analyse 7.1.1		Utbytte		
Tot. Obs.	522	Økning	Uendret	Reduksjon
$\overline{CAR}_{\pm 5}$		1.280 %	0.01 %	-0.81 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.434 %	0.75 %	0.97 %
Test-stat		2.948	0.009	-0.831
P-verdi		0.003	0.993	0.407
Antall obs.		278	111	133
Antall fjernet		6	1	3

Ekstremverdier beta 5% fjernet				
Analyse 7.2.1		Utbytte		
Tot. Obs.	506	Økning	Uendret	Reduksjon
$\overline{CAR}_{\pm 5}$		1.320 %	0.10 %	-0.86 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.439 %	0.77 %	0.98 %
Test-stat		3.007	0.125	-0.871
P-verdi		0.003	0.901	0.385
Antall obs.		269	106	131
Antall fjernet		15	6	5

Ekstremverdier beta 10 % fjernet				
Analyse 7.3.1		Utbytte		
Tot. Obs.	480	Økning	Uendret	Reduksjon
$\overline{CAR}_{\pm 5}$		1.253 %	0.31 %	-0.80 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.450 %	0.77 %	1.01 %
Test-stat		2.785	0.403	-0.786
P-verdi		0.006	0.687	0.434
Antall obs.		254	101	125
Antall fjernet		30	11	11

Tabell 10.4: Ekstremverdier Beta før og etter finanskrisen

Ekstremverdier beta 2% fjernet						
Analyse 7.1.2	Økning		Utbytte		Reduksjon	
Totalt ant. Obs.			Uendret			
522	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.63 %	2.24 %	-0.20 %	0.17 %	-0.32 %	-1.34 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.56 %	0.68 %	1.10 %	1.02 %	1.40 %	1.35 %
Test-stat	1.12	3.28	-0.18	0.17	-0.23	-0.99
P-verdi	0.26	0.00	0.86	0.86	0.82	0.33
Antall obs.	166	112	50	61	69	64
Antall fjernet	4	2	1	0	2	1

Ekstremverdier beta 5% fjernet						
Analyse 7.2.2	Økning		Utbytte		Reduksjon	
Totalt ant. Obs.			Uendret			
506	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
\overline{CAR}_{+5}	0.58 %	2.44 %	-0.16 %	0.31 %	-0.39 %	-1.34 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.57 %	0.69 %	1.11 %	1.06 %	1.42 %	1.35 %
Test-stat	1.03	3.51	-0.15	0.29	-0.28	-0.99
P-verdi	0.31	0.00	0.88	0.77	0.78	0.33
Antall obs.	162	107	48	58	67	64
Antall fjernet	8	7	3	3	4	1

Ekstremverdier beta 10% fjernet						
Analyse 7.3.2	Økning		Utbytte		Reduksjon	
Totalt ant. Obs.			Uendret			
480	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.60 %	2.32 %	0.23 %	0.38 %	-0.43 %	-1.18 %
<i>Std. avvik</i> ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.57 %	0.73 %	1.13 %	1.05 %	1.48 %	1.39 %
Test-stat	1.05	3.16	0.20	0.36	-0.29	-0.85
P-verdi	0.30	0.00	0.84	0.72	0.77	0.40
Antall obs.	157	97	44	57	64	61
Antall fjernet	13	17	7	4	7	4

10.1.4 Normaliserte regresjonsparametre

Ved bruk av daglige data for estimering av parametre i en markedsmodell kan det oppstå skjevheter i alfa- og betaverdiene som brukes for å estimere normal avkastning (Scholes & Williams, 1977). For å undersøke i hvor stor grad resultatene våre er avhengige av parameterne vi har estimert i markedsmodellen vil vi gjennomføre en begivenhetsstudie der vi bruker normaliserte regresjonsparametre i markedsmodellen. Ved bruk av normaliserte regresjonsparametre setter vi $\alpha = 0$ og $\beta = 1$ og bruker markedets meravkastning som forventet avkastning. Variansen til feilledet i modellen er som tidligere beregnet ut fra likning (7.5). Vi har beregnet gjennomsnittlige betaverdier for de forskjellige typene utbytteannonsering, og disse er gjengitt i vedlegg D.2.

Tabell 10.5: Normaliserte regresjonsparametre

Analyse 8.1		Utbytte		
Tot. Obs.	532	Økning	Uendret	Reduksjon
\overline{CAR}_{+5}		1.070 %	-0.24 %	-2.86 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)		0.453 %	0.79 %	1.02 %
Test-stat		2.361	-0.298	-2.802
P-verdi		0.019	0.766	0.006
Antall obs.		284	112	136

Tabell 10.6: Normaliserte regresjonsparametre før og etter finanskrisen

Analyse 8.2	Utbytte					
	Økning		Uendret		Reduksjon	
	Før	Etter	Før	Etter	Før	Etter
Totalt ant. obs.	532					
\overline{CAR}_{+5}	0.46 %	1.98 %	-0.28 %	-0.20 %	-2.03 %	-3.77 %
Std. avvik ($\overline{CAR}_{\pm 5}$)	0.58 %	0.72 %	1.17 %	1.07 %	1.45 %	1.44 %
Test-stat	0.79	2.74	-0.24	-0.18	-1.40	-2.63
P-verdi	0.43	0.01	0.81	0.85	0.17	0.01
Antall obs.	170	114	51	61	71	65

Vi ser at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for samtlige underutvalg endrer seg i perioden [2001,2014]. $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for annonseringer av økt utbytte reduseres og blir noe mindre signifikant, men er fortsatt signifikant på 5% nivå. Underutvalget for uendret utbytte endrer fortegn, men er fortsatt ikke signifikant.

Den største forandringen skjer i underutvalget med redusert utbytte, der $\overline{CAR}_{\pm 5}$ nå er signifikant på 1% nivå. En naturlig forklaring på dette finnes ved å se på de estimerte gjennomsnittlige betaverdiene i utvalget vårt ³⁴. Siden gjennomsnittlig betaverdi for samtlige typer utbytteannonsering i utvalget vårt er <1 , vil alle positive og negative avkastninger bli henholdsvis mindre positive og mer negative ved å sette $\beta = 1$. Dette kan illustreres ved likning (7.7) gjengitt fra kapittel 7, med samme notasjon. Abnormal avkastning som følge av utbytteannonsering for aktiva i og begivenhetsdag τ er gitt ved:

$$AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,\tau}$$

Her ser vi at ved å sette $\beta = 1$ vil vi få lavere $AR_{i,\tau}$ så lenge den estimerte betaverdien vår er mindre enn null. Som følge av at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ nå beveger seg lenger bort fra null får vi også økt signifikans for annonseringer av redusert utbytte.

For periodene før og etter finanskrisen ser vi ingen endringer i signifikans for annonsering av økt utbytte. Underutvalget for uendret utbytte skifter fortegn, men p-verdiene er fortsatt så høye at vi ikke kan slå fast at $\overline{CAR}_{\pm 5}$ er forskjellig fra null. Reduksjon av utbytte før og etter finanskrisen er nå signifikant negative for henholdsvis ensidig og tosidig test.

Selv om $\overline{CAR}_{\pm 5}$ endres noe, er resultatene våre relativt robuste overfor feilestimerte parametere brukt i markedsmodellen. Hovedresultatet vårt om signifikant positiv $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for annonseringer av økt utbytte i perioden [2001,2014] og [2009,2014], er fortsatt signifikant. For underutvalget med redusert utbytte er ikke resultatene våre like robuste, da $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for [2001,2014], [2001,2008] og [2009,2014] nå er signifikant. Dette skyldes som nevnt at estimert gjennomsnittlig betaverdi for utbyttereduksjon er <1 .

³⁴ Gjennomsnittlig estimerte betaverdier er listet i vedlegg D.2.



11. Konklusjon

Vi finner at annonsering av økt utbytte er forbundet med signifikant positiv $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for hele perioden sett under ett, og for perioden etter finanskrisen. Dette er konsistent med signalteorien. Vi finner ikke signifikant $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for annonseringer av uendret og redusert utbytte for noen tidsperioder. Ved å begrense utvalget til begivenheter der andre annonseringer av betydning ikke forekommer i begivenhetsvinduet, er $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for annonsering av økt utbytte ikke lenger signifikant, men vi finner fortsatt signifikant positiv $\overline{CAR}_{\pm 3}$. Antall observasjoner som fjernes er imidlertid stort.

For utbytteannonseringer der selskapet betalte utbytte året før begivenhetsåret finner vi signifikant positiv $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for annonseringer av økt utbytte for hele perioden og for periodene før og etter finanskrisen. Vi finner dog ikke at differansen i $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for periodene før og etter finanskrisen er signifikant forskjellige fra hverandre.

På selve begivenhetsdagen finner vi signifikant \overline{AR} på 1% nivå for økt og redusert utbytte i periodene [2001, 2014] og [2009, 2014]. Det samme gjelder utvalget bestående av selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret. Disse funnene underbygger teorien om at markedet er nær-effisient og at ny informasjon raskt blir innlemmet prisen på en aksje, i tråd med Pettit (1972). For underutvalget med annonsering av uendret utbytte finner vi ingen signifikans, og overraskende heller ikke for start- og stoppannonseringer.

For annonsering av førstegangsutbetaling finner vi signifikant positiv \overline{AR} på begivenhetsdagen på for hele perioden og etter finanskrisen. Dette er i samsvar med Asquith & Mullins (1983). Antall observasjoner er imidlertid lavt.

På daglig nivå finner vi at \overline{AR}_0 ved annonsering av økt utbytte er signifikant forskjellig før og etter finanskrisen. Dermed kan vi konkludere med at markedsreaksjonen på begivenhetsdagen

er forskjellig før og etter finanskrisen for økt utbytte. Det vil si at informasjonsinnholdet i denne typen annonseringer har endret seg siden perioden før finanskrisen, og at markedet nå reagerer mer positivt på en annonsering av økt utbytte.

For forskjellige begrensninger av utvalget finner også at $\overline{CAR}_{\pm 1}$ er signifikant mer negativ i perioden etter finanskrisen ved annonseringer av redusert utbytte. Dette er i tråd med signalteorien, og viser at dårlige nyheter mottar en strengere negativ markedsreaksjon i perioden etter finanskrisen.

Oppsummert finner vi at annonsering av økt utbytte er forbundet med signifikant positiv $\overline{CAR}_{\pm 5}$ for periodene [2001, 2014] og [2009, 2014] i samsvar med signalteorien. Markedsreaksjonen på selve annonseringsdagen av økt utbytte er signifikant sterkere og mer positiv i perioden etter finanskrisen enn i perioden før. Dette gjelder for alle begrensninger av utvalget, og for selskaper som har betalt utbytte året før begivenhetsåret, samt førstegangsutbetalinger. Vi finner også at markedsreaksjonen på annonsering av redusert utbytte er signifikant mer negativ i perioden etter finanskrisen for et begivenhetsvindu bestående av begivenhetsdagen og én dag før og etter. Resultatene fra det totale utvalget vårt er robust med hensyn til fjerning av ekstremverdier for $\overline{CAR}_{\pm 5}$ og beta, og i avhenger i liten grad av parameterne brukt i markedsmodellen.

11.1 Studiens begrensninger

De fleste norske selskaper annonserer utbytte samtidig med lansering av fjerdekvartals- eller årsrapport for foregående regnskapsår. Dette fører til at utbytteendringer må ses i sammenheng med nyheter om selskapets inntjening. Da vi ikke har tatt hensyn til informasjonseffekten ved at resultat blir annonsert samtidig med utbytte, fanger vi ikke opp den mulige effekten resultatannonsering har på den observerte avkastningen i begivenhetsvinduet. Dog er det slik at alle børsnoterte selskaper må rapportere kvartalsvis, noe som medfører at resultatet som kunngjøres i rapporten sammen med utbytte skal være i tråd med hva som er formidlet til markedet via tidligere børsmeldinger og resultatvarsler.

I tillegg ser vi som tidligere nevnt at perioden før finanskrisen er preget av lite signifikans og abnormale avkastninger som er i strid med hva vi hadde forventet på forhånd. Vi antar at dette delvis skyldes endringene i skattesystemet som fant sted i denne perioden. Der selskaper har tilpasset seg skattesystemet kan informasjonsinnholdet i en utbytteannonsering være forskjellig enn for en ”ordinær” annonsering, og utvalget vårt tillater oss ikke å fange opp denne effekten.

Overnevnte forhold må tas med i tolkningen av våre resultater.

11.2 Forslag til videre studier

Som nevnt under mulige svakheter ved oppgaven ville det vært interessant å inkludere resultatannonseringer i analysen for å identifisere samspillseffekten ved samtidige utbytte- og resultatannonseringer. Det ville også vært aktuelt å undersøke om fremtidig inntjening faktisk gjenspeiles i utbyttebetalingene, eller om utbytte i størst grad gjenspeiler historisk informasjon, som hevdet i Benartzi, Michaely & Thaler (1997).

Man kunne også benyttet seg av analytikerforventninger for annonsert utbytte for å se om resultatene blir endret i forhold til bruk av den naive forventningsmodellen. Isolering av annonseringer der selskapet tilpasser seg skattesystemet kan også gi et klarere bilde av informasjonsinnholdet i utbytteannonseringer; spesielt for perioden før finanskrisen der skattesystemet endrer seg betydelig. Det ville også vært interessant å forsøke å isolere effekten av finanskrisen da den sto på som verst i 2008 og 2009, for å se om resultatene da ville blitt annerledes.

Bibliografi

- Aharony, J. & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 35(1), 1-12.
- Amihud, Y. & Murgia, M. (1997). Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance*, 52(1), 397-408.
- Asquith, P. & Mullins, D. W. (1983). The Impact on Initiation Dividend Payments on Shareholders Wealth. *The Journal of Business*, 56(1), 77-96.
- Bajaj, M. & Vijh, A. M. (1990). Dividend clienteles and the information content of dividend changes. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 193-219.
- Baker, H. K., Mukherjee, T. K. & Paskelian, O. G. (2006). How Norwegian managers view dividend policy. *Global Finance Journal*, 17(1), 155-176.
- Benartzi, S., Michaely, R. & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bodie, Z. (2014). *Investments* (10th global ed. utg.). Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Brickley, J. A. (1983). Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend. *Journal of Financial Economics*, 12, 187-209.
- Bøhren, Ø. & Michaelsen, D. (2012). *Finansiell Økonomi* (nr. 4). Bergen: Fagbokforlaget
- Conroy, R. M., Eades, K. M. & Harris, R. S. (2000). A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan. *Journal of Finance*, 55(3), 1199-1227.
- Denis, D. J., Denis, D. K. & Sarin, A. (1994). The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 567-587.
- Dougherty, C. (2002). *Introduction to econometrics* (2nd ed. utg.). Oxford: Oxford University Press.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency- Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fama, E. F. & Malkiel, B. G. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Farrar, D. E., Farrar, D. F. & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, Corporate Fiancial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444-454.

-
- Fuller, K. P. & Goldstein, M. A. (2011). Do dividends matter more in declining markets? *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 457-473.
- Goldstein, M. A., Goyal, A., Lucey, B. & Muckley, C. (2014). *The Global Preference For Dividends In Declining Markets*.
- Gonedes, N. J. (1978). Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research*, 16(1), 26-79.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Grytten, O. H. (2013). *Forelesningslides FIE 431 Krakk og Kriser*. Norges Handelshøyskole. Bergen.
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2), 95-101.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- John, K. & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Klette, S. E. (2010). *Kapitalskattereformen i 2006 : tilpassinger og nøytralitet* (nr. nr. 47/10). Bergen: Samfunns- og næringslivsforskning.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105-231.
- Kvaløy, O. (2014). *Forelesningslides BUS 428 Økonomisk Organisasjonsteori*. Norges Handelshøyskole. Bergen.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Litzenberger, R. H. & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
- MacKinlay, C. A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.

-
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Pettit, R. R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.
- Scholes, M. & Williams, J. (1977). Estimating betas from nonsynchronous data. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 309-327.
- Stacescu, B., Berzins, J. & Bøhren, Ø. (2012). Stockholder Conflicts and Dividends. *SSRN Working Paper Series*.
- Stiglitz, J. E. (2006). *Economics* (4th ed. utg.). New York: Norton.
- Travlos, N., Trigeorgis, L. & Vafeas, N. (2001). Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus. *Multinational Finance Journal*, 5(2), 87-112.
- Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *Journal of Business*, 46(2), 191-211.

Internettkilder

- Bloomberg. (2008). U.S. Stocks Post Steepest Yearly Decline Since Great Depression. 29.03.2015
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5RkfQG30k1k>
- Børsprosjektet. (2015)
<http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/>
- Finans Norge. (2015). OMF – Obligasjoner med fortrinnsrett. 16.04.2015
<https://www.fno.no/tema/kapitalforvaltning/omf/>
- Newsweb. (2015)
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do>
- Norges Bank. (2015). Endringer i styringsrenten. 17.04.2015
<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- Oslo Børs. (2015).
<http://www.oslobors.no/>
- Oslo Børs. (2015). Hovedindeksen. 4.04.2015
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>
- Skatteetaten. (2015). Aksjonærmodellen. 01.05.2015
<http://www.skatteetaten.no/no/Person/Aksjer-og-verdipapirer/Skatteregler-for-gevinst-tap-ved-realisasjoner-og-aksjeutbytte/Aksjonarmodellen/>
- Store Norske Leksikon. (2014). Skattereformene i 1987 og 1992. 01.05.2015
https://snl.no/Skattereformene_i_1987_og_1992

Rapporter

- DNB Markets (2015). *Økonomiske utsikter, januar 2015*.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2015). *European Economic Forecast Winter 2015*.
- Statistisk Sentralbyrå (2009). *Økonomiske analyser 1/2009*.





Vedlegg A

A.1 Sektorinndeling

Utvalget vårt består av totalt 114 selskaper notert på Oslo Børs. For å kartlegge hvilke bransjer og sektorer som er representert i utvalget og i hvor stor grad, har vi delt selskapene inn i industribaserte sektorer. Global Industry Classification Standard (GICS) er en industriinndeling som benyttes av flere internasjonale børser, Oslo Børs inkludert. GICS er utviklet av Standard & Poor's og er et verktøy for å enklere kunne sammenligne selskaper på tvers av markeder. GICS består pr juni 2015 av 10 sektorer, 24 industrigrupper, 68 bransjegrupper og 154 spesialbransjer. Vi har under listet opp selskapene i utvalget vårt etter hvilken sektor de hører til.

sektor	Begivenheter fordelt over år for hver sektor														
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Energi	8	7	6	7	4	5	9	7	6	9	5	9	8	9	99
Finans	4	4	2	4	6	6	6	8	7	6	6	7	8	7	81
Forbruksvarer	4	3	2	2	3	3	3	4	3	3	2	2	3	3	40
Forsyning	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	26
Helsevern	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	5
IT	3	2	3	5	6	6	4	4	4	4	0	3	6	5	55
Industri	8	6	6	5	7	11	11	11	10	7	6	6	5	6	105
Konsumvarer	2	2	3	2	1	4	3	4	5	8	7	6	6	5	58
Materialer	3	2	2	2	3	4	4	3	4	2	3	3	2	3	40
Telekom	1	2	3	3	2	3	1	1	1	1	1	1	1	2	23
Total	35	30	28	32	35	45	43	44	42	42	32	40	41	43	532

GICS NR	Sektor	Prosent av utvalget
10	Energi	30 %
30	Konsumvarer	19 %
40	Finans	18 %
15	Materialer	15 %
50	Telekom	14 %
45	IT	2 %
20	Industri	1 %
	Totalt	100 %

A.2 Liste over alle selskap etter sektor

Energi

Akastor	AKA	PetroleumGeo-Services	PGS
AkerMaritime	AMA	SevanMarine	SEVAN
Bergesend.yser.A	BEA	StatoilFuel&Retail	SFR
Bergesend.yser.B	BEB	SiemOffshore	SIOFF
Bonheur	BON	Smedvigser.A	SME
DeepOcean	DEEP	Smedvigser.B	SMEB
DOF	DOF	SolstadOffshore	SOFF
EidesvikOffshore	EIOF	Spectrum	SPU
FarstadShipping	FAR	Statoil	STL
Fred.OlsenEnergy	FOE	StatoilHydro	STL
GangerRolf	GRO	TGS-NOPECGeophysicalCompany	TGS
I.M.Skaugen	IMSK	UglandNordicShipping	UNS

Materialer

Borgestad	BOR	NorskeSkogindustrier	NSG
Borregaard	BRG	ScanaIndustrier	SCI
MoelvenIndustrier	MOE	YaraInternational	YAR
NorskHydro	NHY		

Industri

AtlanticContainerLine	ACL	Kverneland	KVE
AFGruppen	AFG	LeifHöegh&Co	LHO
Belships	BEL	Odfjellser.A	ODF
Elkem	ELK	Odfjellser.B	ODFB
BWGas	GAS	Odim	ODIM
Goodtech	GOD	SimradOptronics	SIT
HexagonComposites	HEX	AkerYards	STXEUR
Hydralift	HYD	Technor	TEC
Infratek	INFRA	TomraSystems	TOM
CamilloEitzen&Co	JSHIP	TTSGroup	TTS
KongsbergGruppen	KOG	Veidekke	VEI

Forbruksvarer

A-pressen	APR	Expert	EXPERT
BWGHomes	BWG	KongsbergAutomotiveHolding	KOA
ChoiceHotelsScandinavia	CHS	ReitanNarvesen	RNA
Conseptor	CNS	Schibsted	SCH
Ekornes	EKO		

Konsumvarer

AustevollSeafood	AUSS	NorwayPelagic	NPEL
Cermaq	CEQ	NorwayRoyalSalmon	NRS
Copeinca	COP	Orkla	ORK
GriegSeafood	GSF	Rieber&Søn	RIE
AkerSeafoods	HFISK	SalMar	SALM
LerøySeafoodGroup	LSG		

Helsevern

Natural	AKBM	Photocure	PHO
ContextVision	COV	PronovaBioPharma	PRON

Finans

ActaHolding	AGA	NorskVekst	NOV
AgastiHolding	AGA	NorwegianProperty	NPRO
AktivKapital	AIK	ProtectorForsikring	PROTCT
Aker	AKER	SelvaagBolig	SBO
ABGSundaCollierHolding	ASC	SpareBankISR-Bank	SRBANK
Bolig-ogNæringsbanken	BNB	Storebrand	STB
DnBHolding	DNB	StormRealEstate	STORM
DnBNOR	DNB	BluewaterInsurance	UNISON
DNB	DNB	UnisonForsikring	UNISON
GjensidigeForsikring	GJF	VossVeksel-ogLandmandsbank	VVL
Nordlandsbanken	NBK		

IT

Atea	ATEA	PSIGroup	PSI
Eltek	ELT	SPCS-Gruppen	SPC
EVRY	EVRY	SuperOffice	SUO
InmetaCrayon	INM	Tandberg	TAA
NordicSemiconductor	NOD	Visma	VIS
OfficeLine	OFL	Vizrt	VIZ
OperaSoftware	OPERA	VMetro	VME
Otrum	OTR		

Telekom

Nera	NER	Telenor	TEL
P4RadioHeleNorge	PFI	TelioHolding	TELIO

Forsyning

Hafslundser.A	HNA	Hafslundser.B	HNB
---------------	-----	---------------	-----



Vedlegg B

B.1 Liste over alle begivenheter

navn	ticker	eventID	Eventdato				
AFGruppen	AFG	4	14.02.2005	AustevollSeafood	AUSS	90	03.03.2008
AFGruppen	AFG	6	12.02.2007	AustevollSeafood	AUSS	92	25.02.2010
AFGruppen	AFG	7	15.02.2008	AustevollSeafood	AUSS	93	23.02.2011
AFGruppen	AFG	8	13.02.2009	AustevollSeafood	AUSS	95	26.02.2013
AFGruppen	AFG	10	15.02.2011	AustevollSeafood	AUSS	96	25.02.2014
AFGruppen	AFG	11	15.02.2012	Bergesend.yser.A	BEA	98	27.02.2001
AFGruppen	AFG	12	15.02.2013	Bergesend.yser.A	BEA	99	14.02.2002
AFGruppen	AFG	13	14.02.2014	Bergesend.yser.B	BEB	102	27.02.2001
ActaHolding	AGA	15	11.02.2005	Bergesend.yser.B	BEB	103	14.02.2002
ActaHolding	AGA	16	09.02.2006	Belships	BEL	106	15.02.2005
ActaHolding	AGA	17	07.02.2007	Belships	BEL	108	14.02.2007
ActaHolding	AGA	21	29.03.2011	Belships	BEL	109	14.02.2008
AktivKapital	AIK	25	31.01.2002	Belships	BEL	115	14.02.2014
AktivKapital	AIK	26	05.02.2003	Bolig-ogNæringsbanken	BNB	117	15.02.2002
AktivKapital	AIK	28	04.02.2005	Bolig-ogNæringsbanken	BNB	118	13.02.2003
AktivKapital	AIK	29	24.02.2006	Bolig-ogNæringsbanken	BNB	120	15.02.2005
AktivKapital	AIK	31	26.02.2008	Bonheur	BON	122	15.02.2001
AktivKapital	AIK	34	23.02.2011	Bonheur	BON	125	12.02.2004
Akastor	AKA	37	13.02.2006	Bonheur	BON	128	16.02.2007
Akastor	AKA	38	13.02.2007	Bonheur	BON	129	29.02.2008
Akastor	AKA	41	17.02.2010	Bonheur	BON	134	20.02.2013
Akastor	AKA	42	17.02.2011	Borgestad	BOR	140	29.04.2008
Akastor	AKA	43	17.02.2012	Borgestad	BOR	142	30.04.2010
Akastor	AKA	44	15.02.2013	Borregaard	BRG	147	05.02.2014
Akastor	AKA	45	13.02.2014	BWGHomes	BWG	152	15.02.2011
Natural	AKBM	47	05.03.2003	BWGHomes	BWG	155	13.02.2014
Aker	AKER	52	16.02.2006	Cermaq	CEQ	157	15.02.2007
Aker	AKER	53	01.03.2007	Cermaq	CEQ	160	19.02.2010
Aker	AKER	56	25.02.2010	Cermaq	CEQ	161	16.02.2011
Aker	AKER	57	25.02.2011	Copeinca	COP	173	21.04.2010
Aker	AKER	58	29.02.2012	Copeinca	COP	175	04.04.2012
Aker	AKER	59	22.02.2013	ContextVision	COV	179	21.02.2008
Aker	AKER	60	28.02.2014	DeepOcean	DEEP	183	27.03.2007
AkerMaritime	AMA	62	28.02.2001	DeepOcean	DEEP	184	27.03.2008
A-pressen	APR	65	01.03.2001	DnB Holding	DNB	186	15.02.2001
A-pressen	APR	67	05.03.2003	DnB Holding	DNB	187	14.02.2002
ABGSundalCollierHolding	ASC	69	13.02.2002	DnBNOR	DNB	190	24.02.2005
ABGSundalCollierHolding	ASC	72	15.02.2005	DnBNOR	DNB	191	23.02.2006
ABGSundalCollierHolding	ASC	73	15.02.2006	DnBNOR	DNB	192	22.02.2007
ABGSundalCollierHolding	ASC	74	13.02.2007	DnBNOR	DNB	193	14.02.2008
ABGSundalCollierHolding	ASC	75	12.02.2008	DnBNOR	DNB	195	11.02.2010
ABGSundalCollierHolding	ASC	77	16.02.2010	DNB	DNB	196	10.02.2011
ABGSundalCollierHolding	ASC	78	15.02.2011	DNB	DNB	198	07.02.2013
Atea	ATEA	83	04.02.2009	DNB	DNB	199	06.02.2014
Atea	ATEA	84	03.02.2010	DOF	DOF	201	28.02.2003
Atea	ATEA	85	03.02.2011	DOF	DOF	202	27.02.2004
Atea	ATEA	86	02.02.2012	DOF	DOF	203	21.02.2005
Atea	ATEA	87	07.02.2013	DOF	DOF	204	02.05.2006
Atea	ATEA	88	05.02.2014	DOF	DOF	206	29.02.2008
				EidesvikOffshore	EIOF	210	28.02.2006

EidesvikOffshore	EIOF	215	28.02.2011	Infratek	INFRA	387	24.02.2010
Ekornes	EKO	221	13.02.2002	Infratek	INFRA	389	17.02.2012
Ekornes	EKO	222	12.02.2003	InmetaCrayon	INM	393	28.02.2003
Ekornes	EKO	223	11.02.2004	InmetaCrayon	INM	394	20.02.2004
Ekornes	EKO	229	15.02.2010	InmetaCrayon	INM	395	02.02.2005
Ekornes	EKO	230	15.02.2011	InmetaCrayon	INM	397	07.02.2006
Elkem	ELK	238	17.02.2004	InmetaCrayon	INM	398	06.02.2008
Eltek	ELT	241	21.02.2001	InmetaCrayon	INM	400	04.02.2010
Eltek	ELT	253	22.03.2013	CamilloEitzen&Co	JSHIP	404	01.03.2005
EVRY	EVRY	256	01.02.2005	CamilloEitzen&Co	JSHIP	405	01.03.2006
EVRY	EVRY	257	01.02.2006	CamilloEitzen&Co	JSHIP	407	18.02.2008
EVRY	EVRY	258	30.01.2007	KongsbergAutomotiveHolding	KOA	411	16.03.2006
EVRY	EVRY	259	30.01.2008	KongsbergGruppen	KOG	420	15.02.2005
EVRY	EVRY	263	09.02.2012	KongsbergGruppen	KOG	421	15.02.2006
EVRY	EVRY	265	10.02.2014	KongsbergGruppen	KOG	422	13.02.2007
Expert	EXPERT	267	01.03.2001	KongsbergGruppen	KOG	423	07.02.2008
Expert	EXPERT	268	26.02.2002	KongsbergGruppen	KOG	424	13.02.2009
Expert	EXPERT	270	17.02.2004	KongsbergGruppen	KOG	426	14.02.2011
Expert	EXPERT	271	15.02.2005	KongsbergGruppen	KOG	429	07.02.2014
Expert	EXPERT	273	27.02.2007	Kverneland	KVE	433	13.02.2003
FarstadShipping	FAR	275	21.02.2001	LeifHøegh&Co	LHO	438	06.03.2002
FarstadShipping	FAR	276	01.03.2002	LeifHøegh&Co	LHO	439	14.02.2003
FarstadShipping	FAR	277	20.02.2003	LerøySeafoodGroup	LSG	443	24.02.2005
FarstadShipping	FAR	279	17.02.2005	LerøySeafoodGroup	LSG	444	24.02.2006
FarstadShipping	FAR	282	26.02.2008	LerøySeafoodGroup	LSG	445	26.02.2007
FarstadShipping	FAR	283	12.02.2009	LerøySeafoodGroup	LSG	447	26.02.2009
FarstadShipping	FAR	285	16.02.2011	LerøySeafoodGroup	LSG	448	25.02.2010
FarstadShipping	FAR	286	16.02.2012	LerøySeafoodGroup	LSG	449	23.02.2011
Fred.OlsenEnergy	FOE	290	13.02.2007	LerøySeafoodGroup	LSG	452	25.02.2014
Fred.OlsenEnergy	FOE	291	06.02.2008	MoelvenIndustrier	MOE	454	16.02.2001
Fred.OlsenEnergy	FOE	294	16.02.2011	Nera	NER	460	13.02.2001
BWGas	GAS	299	20.02.2007	Nera	NER	463	12.02.2004
GjensidigeForsikring	GJF	302	17.02.2011	NorskHydro	NHY	467	12.02.2001
GjensidigeForsikring	GJF	304	14.02.2013	NorskHydro	NHY	468	11.02.2002
Goodtech	GOD	306	27.03.2012	NorskHydro	NHY	469	10.02.2003
Goodtech	GOD	307	27.02.2013	NorskHydro	NHY	470	16.02.2004
GangerRolf	GRO	313	15.02.2005	NorskHydro	NHY	471	15.02.2005
GangerRolf	GRO	315	16.02.2007	NorskHydro	NHY	472	14.02.2006
GangerRolf	GRO	316	29.02.2008	NorskHydro	NHY	476	17.02.2010
GangerRolf	GRO	321	20.02.2013	NorskHydro	NHY	477	16.02.2011
GriegSeafood	GSF	324	16.04.2010	NordicSemiconductor	NOD	482	18.02.2009
GriegSeafood	GSF	325	22.02.2011	NordicSemiconductor	NOD	483	11.02.2010
HexagonComposites	HEX	329	18.03.2010	NorwayPelagic	NPEL	492	20.04.2009
HexagonComposites	HEX	332	21.03.2013	NorwayPelagic	NPEL	493	16.04.2010
HexagonComposites	HEX	333	20.03.2014	NorwegianProperty	NPRO	501	14.04.2011
AkerSeafoods	HFISK	335	15.03.2006	NorwegianProperty	NPRO	502	29.02.2012
Hafslundser.A	HNA	346	17.02.2004	NorwayRoyalSalmon	NRS	506	26.02.2014
Hafslundser.A	HNA	347	09.02.2005	NorskeSkogindustrier	NSG	508	08.02.2001
Hafslundser.A	HNA	348	07.02.2006	Odfjellser.A	ODF	519	13.02.2002
Hafslundser.A	HNA	349	07.02.2007	Odfjellser.A	ODF	524	02.02.2007
Hafslundser.A	HNA	350	08.02.2008	Odfjellser.B	ODFB	531	13.02.2002
Hafslundser.A	HNA	353	02.02.2011	Odfjellser.B	ODFB	536	02.02.2007
Hafslundser.B	HNB	361	17.02.2004	Odin	ODIM	542	24.03.2009
Hafslundser.B	HNB	362	09.02.2005	OfficeLine	OFL	545	25.02.2005
Hafslundser.B	HNB	363	07.02.2006	OperaSoftware	OPERA	548	09.06.2009
Hafslundser.B	HNB	364	07.02.2007	OperaSoftware	OPERA	550	27.04.2011
Hafslundser.B	HNB	365	08.02.2008	OperaSoftware	OPERA	551	26.04.2012
Hafslundser.B	HNB	368	02.02.2011	OperaSoftware	OPERA	552	16.04.2013
Hydralift	HYD	374	21.02.2002	OperaSoftware	OPERA	553	11.04.2014
I.M.Skaugen	IMSK	379	10.01.2005	Orkla	ORK	555	15.02.2001
I.M.Skaugen	IMSK	381	11.01.2007	Orkla	ORK	556	14.02.2002
Infratek	INFRA	386	05.02.2009	Orkla	ORK	557	20.02.2003

Orkla	ORK	558	19.02.2004	Statoil	STL	710	14.02.2005
Orkla	ORK	561	14.02.2007	Statoil	STL	711	13.02.2006
Orkla	ORK	565	10.02.2011	StatoilHydro	STL	712	12.02.2007
P4RadioHeleNorge	PFI	576	11.05.2005	Statoil	STL	716	09.02.2011
P4RadioHeleNorge	PFI	577	17.02.2006	Statoil	STL	717	08.02.2012
PetroleumGeo-Services	PGS	579	20.02.2012	Statoil	STL	718	07.02.2013
PetroleumGeo-Services	PGS	580	14.02.2013	StormRealEstate	STORM	720	26.04.2011
PetroleumGeo-Services	PGS	581	13.02.2014	StormRealEstate	STORM	723	16.04.2014
Photocure	PHO	583	28.02.2013	AkerYards	STXEUR	725	16.02.2005
PronovaBioPharma	PRON	586	14.02.2012	AkerYards	STXEUR	726	14.02.2006
ProtectorForsikring	PROTCT	589	28.02.2013	AkerYards	STXEUR	727	14.03.2007
ProtectorForsikring	PROTCT	590	26.02.2014	SuperOffice	SUO	729	26.02.2003
PSIGroup	PSI	593	25.02.2014	SuperOffice	SUO	731	18.02.2005
Rieber&Søn	RIE	596	24.01.2002	SuperOffice	SUO	733	16.02.2007
Rieber&Søn	RIE	597	30.01.2003	SuperOffice	SUO	734	15.02.2008
Rieber&Søn	RIE	598	29.01.2004	Tandberg	TAA	736	22.03.2002
Rieber&Søn	RIE	599	27.01.2005	Tandberg	TAA	738	26.02.2004
Rieber&Søn	RIE	601	25.01.2007	Tandberg	TAA	739	11.02.2005
Rieber&Søn	RIE	603	29.01.2009	Tandberg	TAA	740	17.02.2006
Rieber&Søn	RIE	604	28.01.2010	Tandberg	TAA	741	16.02.2007
Rieber&Søn	RIE	605	27.01.2011	Tandberg	TAA	742	14.02.2008
SalMar	SALM	612	24.02.2010	Tandberg	TAA	743	18.02.2009
SalMar	SALM	613	24.02.2011	Technor	TEC	746	16.04.2003
SalMar	SALM	616	27.02.2014	Technor	TEC	747	19.05.2004
SelvaagBolig	SBO	618	28.02.2014	Technor	TEC	749	02.02.2006
Schibsted	SCH	620	23.02.2001	Telenor	TEL	751	16.02.2001
Schibsted	SCH	623	13.02.2004	Telenor	TEL	752	14.02.2002
Schibsted	SCH	624	11.02.2005	Telenor	TEL	753	13.02.2003
Schibsted	SCH	625	09.02.2006	Telenor	TEL	754	13.02.2004
Schibsted	SCH	626	16.02.2007	Telenor	TEL	755	16.02.2005
Schibsted	SCH	627	15.02.2008	Telenor	TEL	756	16.02.2006
Schibsted	SCH	630	18.02.2011	Telenor	TEL	757	15.02.2007
Schibsted	SCH	631	16.02.2012	Telenor	TEL	758	13.02.2008
ScanaIndustrier	SCI	635	28.03.2006	Telenor	TEL	760	10.02.2010
ScanaIndustrier	SCI	636	28.02.2007	Telenor	TEL	761	08.02.2011
ScanaIndustrier	SCI	637	28.03.2008	Telenor	TEL	762	08.02.2012
SevanMarine	SEVAN	643	10.04.2014	Telenor	TEL	763	13.02.2013
StatoilFuel&Retail	SFR	645	08.02.2011	Telenor	TEL	764	12.02.2014
SiemOffshore	SIOFF	648	03.04.2014	TelioHolding	TELIO	766	24.03.2014
SimradOptronics	SIT	650	22.03.2006	TGS-			
Smedvigser.A	SME	657	27.02.2002	NOPECGeophysicalCompany	TGS	768	11.02.2010
Smedvigser.A	SME	659	18.02.2004	TGS-			
Smedvigser.A	SME	660	17.02.2005	NOPECGeophysicalCompany	TGS	769	10.02.2011
Smedvigser.B	SMEB	664	27.02.2002	TGS-			
Smedvigser.B	SMEB	666	18.02.2004	NOPECGeophysicalCompany	TGS	770	09.02.2012
Smedvigser.B	SMEB	667	17.02.2005	TGS-			
Smedvigser.B	SMEB	667	17.02.2005	NOPECGeophysicalCompany	TGS	771	07.02.2013
Smedvigser.B	SMEB	667	17.02.2005	TGS-			
Smedvigser.B	SMEB	667	17.02.2005	NOPECGeophysicalCompany	TGS	772	06.02.2014
SolstadOffshore	SOFF	671	28.02.2002	TomraSystems	TOM	776	14.02.2003
SolstadOffshore	SOFF	675	24.02.2006	TomraSystems	TOM	777	11.02.2004
SolstadOffshore	SOFF	676	21.02.2007	TomraSystems	TOM	778	16.02.2005
SolstadOffshore	SOFF	679	01.03.2010	TomraSystems	TOM	780	14.02.2007
SolstadOffshore	SOFF	682	26.02.2013	TomraSystems	TOM	781	20.02.2008
SolstadOffshore	SOFF	683	27.02.2014	TomraSystems	TOM	782	19.02.2009
Spectrum	SPU	687	15.02.2013	TomraSystems	TOM	783	19.02.2010
Spectrum	SPU	688	14.02.2014	TomraSystems	TOM	784	18.02.2011
SpareBank1SR-Bank	SRBANK	691	07.02.2013	TomraSystems	TOM	785	17.02.2012
Storebrand	STB	693	21.02.2001	TomraSystems	TOM	786	15.02.2013
Storebrand	STB	696	18.02.2004	TomraSystems	TOM	787	19.02.2014
Storebrand	STB	697	16.02.2005	TTSGroup	TTS	789	15.02.2007
Storebrand	STB	703	16.02.2011	TTSGroup	TTS	790	14.02.2008
Statoil	STL	707	19.02.2002	TTSGroup	TTS	795	14.02.2013
Statoil	STL	708	18.02.2003	BluewaterInsurance	UNISON	798	25.01.2007
Statoil	STL	709	11.02.2004	UnisonForsikring	UNISON	800	03.03.2009

UglandNordicShipping	UNS	803	01.02.2001
Veidekke	VEI	807	27.02.2003
Veidekke	VEI	809	18.02.2005
Veidekke	VEI	810	17.02.2006
Veidekke	VEI	811	15.02.2007
Veidekke	VEI	816	16.02.2012
Veidekke	VEI	818	13.02.2014
Visma	VIS	820	03.02.2004
Visma	VIS	821	10.02.2005
Visma	VIS	822	20.02.2006
Vizrt	VIZ	824	15.03.2012
Vizrt	VIZ	825	19.04.2013
VMetro	VME	829	06.02.2002
VMetro	VME	830	12.03.2003
VMetro	VME	831	06.02.2004
VossVeksel-ogLandmandsbank	VVL	837	24.01.2014
YaraInternational	YAR	839	18.02.2005
YaraInternational	YAR	840	17.02.2006
YaraInternational	YAR	841	09.02.2007
YaraInternational	YAR	842	14.02.2008
YaraInternational	YAR	843	17.02.2009
YaraInternational	YAR	845	15.02.2011
YaraInternational	YAR	846	07.02.2012
YaraInternational	YAR	847	12.02.2013

B.2 Annonsering av uendret utbytte

navn	ticker	eventid	EventDato				
ActaHolding	AGA	18	12.02.2008	Fred.OlsenEnergy	FOE	296	06.02.2013
ActaHolding	AGA	20	17.02.2010	Fred.OlsenEnergy	FOE	297	11.02.2014
AgastiHolding	AGA	23	30.04.2013	GangerRolf	GRO	310	13.02.2002
AktivKapital	AIK	27	30.01.2004	GangerRolf	GRO	311	14.04.2003
AktivKapital	AIK	33	25.11.2010	GangerRolf	GRO	312	12.02.2004
ABGSundalCollierHolding	ASC	70	20.03.2003	GangerRolf	GRO	318	19.02.2010
ABGSundalCollierHolding	ASC	71	17.03.2004	GangerRolf	GRO	319	23.02.2011
ABGSundalCollierHolding	ASC	80	12.02.2013	GangerRolf	GRO	322	27.02.2014
ABGSundalCollierHolding	ASC	81	13.02.2014	GriegSeafood	GSF	327	15.02.2013
Bergesend.yser.A	BEA	100	13.02.2003	AkerSeafoods	HFISK	336	15.03.2007
Bergesend.yser.B	BEB	104	13.02.2003	AkerSeafoods	HFISK	337	14.03.2008
Belships	BEL	111	18.02.2010	AkerSeafoods	HFISK	339	18.03.2010
Bonheur	BON	123	13.02.2002	AkerSeafoods	HFISK	340	11.03.2011
Bonheur	BON	124	14.02.2003	AkerSeafoods	HFISK	341	21.03.2012
Bonheur	BON	126	15.02.2005	Hafslundser.A	HNA	343	14.02.2001
Bonheur	BON	131	19.02.2010	Hafslundser.A	HNA	344	27.02.2002
Bonheur	BON	132	23.02.2011	Hafslundser.A	HNA	352	03.02.2010
Bonheur	BON	135	27.02.2014	Hafslundser.A	HNA	354	02.02.2012
Borgestad	BOR	137	01.03.2005	Hafslundser.A	HNA	355	07.02.2013
Borgestad	BOR	138	01.03.2006	Hafslundser.A	HNA	356	05.02.2014
Borgestad	BOR	143	29.04.2011	Hafslundser.B	HNB	358	14.02.2001
Borgestad	BOR	145	29.04.2013	Hafslundser.B	HNB	359	27.02.2002
BWGHomes	BWG	151	11.02.2010	Hafslundser.B	HNB	367	03.02.2010
BWGHomes	BWG	154	14.02.2013	Hafslundser.B	HNB	369	02.02.2012
ChoiceHotelsScandinavia	CHS	167	14.05.2002	Hafslundser.B	HNB	370	07.02.2013
ContextVision	COV	181	18.02.2010	Hafslundser.B	HNB	371	05.02.2014
DnBNOR	DNB	188	19.02.2003	I.M.Skaugen	IMSK	378	08.01.2004
DOF	DOF	205	22.02.2007	I.M.Skaugen	IMSK	382	10.01.2008
DOF	DOF	208	23.02.2010	I.M.Skaugen	IMSK	384	15.01.2010
EidesvikOffshore	EIOF	211	27.03.2007	Infratek	INFRA	390	13.02.2013
EidesvikOffshore	EIOF	212	31.03.2008	CamilloEitzen&Co	JSHIP	409	19.02.2010
EidesvikOffshore	EIOF	214	01.03.2010	KongsbergAutomotiveHolding	KOA	414	02.06.2009
EidesvikOffshore	EIOF	216	28.02.2012	KongsbergGruppen	KOG	417	20.02.2002
EidesvikOffshore	EIOF	217	26.02.2013	KongsbergGruppen	KOG	418	19.02.2003
EidesvikOffshore	EIOF	218	27.02.2014	KongsbergGruppen	KOG	427	10.02.2012
Ekornes	EKO	220	13.02.2001	KongsbergGruppen	KOG	428	08.02.2013
Ekornes	EKO	225	13.02.2006	Kverneland	KVE	432	13.02.2002
Ekornes	EKO	226	15.02.2007	Kverneland	KVE	436	15.02.2006
Ekornes	EKO	227	15.02.2008	LerøySeafoodGroup	LSG	441	27.02.2003
Ekornes	EKO	233	14.02.2014	LerøySeafoodGroup	LSG	442	26.02.2004
Elkem	ELK	235	16.02.2001	LerøySeafoodGroup	LSG	451	26.02.2013
Elkem	ELK	236	19.02.2002	Nordlandsbanken	NBK	457	16.02.2001
Elkem	ELK	237	17.02.2003	Nordlandsbanken	NBK	458	08.02.2002
Elkem	ELK	239	17.02.2005	Nera	NER	462	17.02.2003
Eltek	ELT	243	07.02.2003	Nera	NER	465	22.02.2006
Eltek	ELT	254	25.03.2014	NorskHydro	NHY	474	19.02.2008
EVRY	EVRY	261	03.02.2010	NorskHydro	NHY	478	16.02.2012
EVRY	EVRY	264	08.02.2013	NorskHydro	NHY	479	12.02.2013
Expert	EXPERT	269	18.02.2003	NorskHydro	NHY	480	12.02.2014
Expert	EXPERT	272	19.04.2006	NordicSemiconductor	NOD	486	19.03.2013
FarstadShipping	FAR	278	26.02.2004	NorskVekst	NOV	490	30.01.2003
FarstadShipping	FAR	281	15.02.2007	NorwayPelagic	NPEL	495	20.03.2012
FarstadShipping	FAR	288	26.02.2014	NorwayPelagic	NPEL	496	20.03.2013
Fred.OlsenEnergy	FOE	292	11.02.2009	NorwegianProperty	NPRO	498	15.02.2008
Fred.OlsenEnergy	FOE	295	16.02.2012	NorwegianProperty	NPRO	500	24.03.2010
				NorwegianProperty	NPRO	503	15.02.2013

NorskeSkogindustrier	NSG	510	05.02.2003	ScanaIndustrier	SCI	639	17.02.2010
NorskeSkogindustrier	NSG	511	05.02.2004	ScanaIndustrier	SCI	641	14.02.2012
NorskeSkogindustrier	NSG	512	03.02.2005	SimradOptronics	SIT	652	19.02.2008
NorskeSkogindustrier	NSG	514	07.02.2007	SimradOptronics	SIT	653	23.02.2009
NorskeSkogindustrier	NSG	516	22.01.2009	SimradOptronics	SIT	654	01.03.2010
Odfjellser.A	ODF	518	14.02.2001	SolstadOffshore	SOFF	670	20.02.2001
Odfjellser.A	ODF	520	11.02.2003	SolstadOffshore	SOFF	674	01.03.2005
Odfjellser.A	ODF	528	09.02.2011	SolstadOffshore	SOFF	677	26.02.2008
Odfjellser.B	ODFB	530	14.02.2001	SpareBank1SR-Bank	SRBANK	690	07.02.2013
Odfjellser.B	ODFB	532	11.02.2003	Storebrand	STB	695	25.02.2003
Odfjellser.B	ODFB	540	09.02.2011	Storebrand	STB	702	17.02.2010
Orkla	ORK	563	19.02.2009	Storebrand	STB	705	13.02.2013
Orkla	ORK	564	11.02.2010	StormRealEstate	STORM	721	16.02.2012
Orkla	ORK	566	09.02.2012	SuperOffice	SUO	730	20.02.2004
Orkla	ORK	567	07.02.2013	TomraSystems	TOM	775	15.02.2002
Orkla	ORK	568	06.02.2014	TTSGroup	TTS	792	30.04.2010
Otrum	OTR	571	28.02.2002	Veidekke	VEI	806	28.02.2002
P4RadioHeleNorge	PFI	575	06.05.2004	Veidekke	VEI	808	25.02.2004
PSIGroup	PSI	592	14.02.2013	Veidekke	VEI	814	11.02.2010
Rieber&Søn	RIE	600	26.01.2006	Veidekke	VEI	815	10.02.2011
SalMar	SALM	615	28.02.2013	VMetro	VME	832	09.02.2005
Schibsted	SCH	621	01.03.2002	VMetro	VME	833	09.02.2006
Schibsted	SCH	622	14.02.2003	VMetro	VME	835	31.01.2008
Schibsted	SCH	632	13.02.2013	YaraInternational	YAR	844	15.02.2010
Schibsted	SCH	633	13.02.2014				

B.3 Liste over annonsering av redusert utbytte

navn	ticker	eventID	Eventdato				
AtlanticContainerLine	ACL	2	28.02.2001	FarstadShipping	FAR	280	17.02.2006
AFGruppen	AFG	5	13.02.2006	FarstadShipping	FAR	284	17.02.2010
AFGruppen	AFG	9	12.02.2010	FarstadShipping	FAR	287	14.02.2013
ActaHolding	AGA	19	11.02.2009	Fred.OlsenEnergy	FOE	293	17.02.2010
AgastiHolding	AGA	22	26.03.2012	BWGas	GAS	300	14.02.2008
AktivKapital	AIK	30	23.02.2007	GjensidigeForsikring	GJF	303	09.02.2012
AktivKapital	AIK	32	26.02.2009	Goodtech	GOD	308	21.03.2014
AktivKapital	AIK	35	29.02.2012	GangerRolf	GRO	314	16.02.2006
Akastor	AKA	39	14.02.2008	GangerRolf	GRO	317	12.02.2009
Akastor	AKA	40	24.02.2009	GangerRolf	GRO	320	23.02.2012
Natural	AKBM	48	04.03.2004	GriegSeafood	GSF	326	15.02.2012
Natural	AKBM	49	15.02.2005	HexagonComposites	HEX	330	18.03.2011
Natural	AKBM	50	10.03.2006	HexagonComposites	HEX	331	23.03.2012
Aker	AKER	54	29.02.2008	AkerSeafoods	HFISK	338	19.03.2009
Aker	AKER	55	27.02.2009	Hafslundser.A	HNA	345	20.02.2003
A-pressen	APR	66	14.03.2002	Hafslundser.A	HNA	351	27.03.2009
ABGSundalCollierHolding	ASC	76	17.02.2009	Hafslundser.B	HNB	360	20.02.2003
ABGSundalCollierHolding	ASC	79	14.02.2012	Hafslundser.B	HNB	366	27.03.2009
AustevollSeafood	AUSS	91	02.03.2009	Hydralift	HYD	373	21.02.2001
AustevollSeafood	AUSS	94	23.02.2012	I.M.Skaugen	IMSK	377	10.01.2003
Belships	BEL	107	17.02.2006	I.M.Skaugen	IMSK	380	09.01.2006
Belships	BEL	110	24.02.2009	I.M.Skaugen	IMSK	383	16.01.2009
Bolig-ogNæringsbanken	BNB	119	12.02.2004	Infratek	INFRA	388	18.02.2011
Bonheur	BON	127	16.02.2006	Infratek	INFRA	391	12.02.2014
Bonheur	BON	130	12.02.2009	InmetaCrayon	INM	396	08.02.2005
Bonheur	BON	133	23.02.2012	InmetaCrayon	INM	399	05.02.2009
Borgestad	BOR	139	28.02.2007	InmetaCrayon	INM	401	03.02.2011
Borgestad	BOR	141	26.02.2009	CamilloEitzen&Co	JSHIP	406	27.02.2007
Borgestad	BOR	144	18.04.2012	CamilloEitzen&Co	JSHIP	408	27.02.2009
BWGHomes	BWG	149	15.02.2008	KongsbergAutomotiveHolding	KOA	412	16.03.2007
BWGHomes	BWG	150	12.02.2009	KongsbergAutomotiveHolding	KOA	413	14.04.2008
BWGHomes	BWG	153	14.02.2012	KongsbergGruppen	KOG	416	20.02.2001
Cermaq	CEQ	158	14.02.2008	KongsbergGruppen	KOG	419	19.02.2004
Cermaq	CEQ	159	13.02.2009	KongsbergGruppen	KOG	425	19.02.2010
Cermaq	CEQ	162	09.02.2012	Kverneland	KVE	431	15.02.2001
Cermaq	CEQ	163	12.02.2013	Kverneland	KVE	434	17.02.2004
ChoiceHotelsScandinavia	CHS	166	22.02.2001	Kverneland	KVE	435	16.02.2005
Conseptor	CNS	169	01.03.2005	LerøySeafoodGroup	LSG	446	26.02.2008
Conseptor	CNS	170	14.02.2006	LerøySeafoodGroup	LSG	450	23.02.2012
Conseptor	CNS	171	27.02.2007	MoelvenIndustrier	MOE	455	04.02.2002
Copeinca	COP	174	25.02.2011	Nera	NER	461	18.02.2002
Copeinca	COP	176	12.04.2013	Nera	NER	464	16.02.2005
Copeinca	COP	177	06.02.2014	NorskHydro	NHY	473	19.02.2007
ContextVision	COV	180	19.02.2009	NorskHydro	NHY	475	18.02.2009
DnBNOR	DNB	189	26.02.2004	NordicSemiconductor	NOD	484	23.05.2011
DnBNOR	DNB	194	12.02.2009	NordicSemiconductor	NOD	485	29.03.2012
DNB	DNB	197	09.02.2012	NorskVekst	NOV	488	26.01.2001
DOF	DOF	207	27.02.2009	NorskVekst	NOV	489	31.01.2002
EidesvikOffshore	EIOF	213	27.02.2009	NorwayPelagic	NPEL	494	27.05.2011
Ekornes	EKO	224	14.02.2005	NorwegianProperty	NPRO	499	12.02.2009
Ekornes	EKO	228	12.02.2009	NorwegianProperty	NPRO	504	14.02.2014
Ekornes	EKO	231	14.02.2012	NorskeSkogindustrier	NSG	509	07.02.2002
Ekornes	EKO	232	14.02.2013	NorskeSkogindustrier	NSG	513	03.02.2006
Eltek	ELT	242	08.02.2002	NorskeSkogindustrier	NSG	515	07.02.2008
EVRY	EVRY	260	04.02.2009	Odfjellser.A	ODF	521	10.02.2004
				Odfjellser.A	ODF	522	01.02.2005

Odfjellser.A	ODF	523	13.02.2006	UnisonForsikring	UNISON	801	18.03.2010
Odfjellser.A	ODF	525	04.03.2008	Veidekke	VEI	805	26.02.2001
Odfjellser.A	ODF	526	04.02.2009	Veidekke	VEI	812	14.02.2008
Odfjellser.A	ODF	527	08.02.2010	Veidekke	VEI	813	12.02.2009
Odfjellser.B	ODFB	533	10.02.2004	Veidekke	VEI	817	14.02.2013
Odfjellser.B	ODFB	534	01.02.2005	Vizrt	VIZ	826	25.02.2014
Odfjellser.B	ODFB	535	13.02.2006	VMetro	VME	828	08.02.2001
Odfjellser.B	ODFB	537	04.03.2008	VMetro	VME	834	31.01.2007
Odfjellser.B	ODFB	538	04.02.2009	YaraInternational	YAR	848	12.02.2014
Odfjellser.B	ODFB	539	08.02.2010				
Odim	ODIM	543	26.03.2010				
OfficeLine	OFL	546	22.02.2006				
OperaSoftware	OPERA	549	23.04.2010				
Orkla	ORK	559	09.02.2005				
Orkla	ORK	560	20.02.2006				
Orkla	ORK	562	14.02.2008				
Otrum	OTR	570	20.02.2001				
P4RadioHeleNorge	PFI	573	22.03.2002				
P4RadioHeleNorge	PFI	574	21.02.2003				
Photocure	PHO	584	27.02.2014				
Rieber&Søn	RIE	595	25.01.2001				
Rieber&Søn	RIE	602	24.01.2008				
Rieber&Søn	RIE	606	02.02.2012				
Rieber&Søn	RIE	607	21.02.2013				
ReitanNarvesen	RNA	609	20.02.2001				
SalMar	SALM	614	29.02.2012				
Schibsted	SCH	628	27.02.2009				
Schibsted	SCH	629	19.02.2010				
ScanaIndustrier	SCI	638	19.02.2009				
ScanaIndustrier	SCI	640	23.02.2011				
StatoilFuel&Retail	SFR	646	07.02.2012				
SimradOptronics	SIT	651	13.02.2007				
Smedvigser.A	SME	656	27.02.2001				
Smedvigser.A	SME	658	18.02.2003				
Smedvigser.B	SMEB	663	27.02.2001				
Smedvigser.B	SMEB	665	18.02.2003				
SolstadOffshore	SOFF	672	26.02.2003				
SolstadOffshore	SOFF	673	25.02.2004				
SolstadOffshore	SOFF	678	26.02.2009				
SolstadOffshore	SOFF	680	28.02.2011				
SolstadOffshore	SOFF	681	28.02.2012				
SPCS-Gruppen	SPC	685	22.02.2001				
Storebrand	STB	694	20.02.2002				
Storebrand	STB	698	15.02.2006				
Storebrand	STB	699	14.02.2007				
Storebrand	STB	700	13.02.2008				
Storebrand	STB	701	11.02.2009				
Storebrand	STB	704	14.02.2012				
StatoilHydro	STL	713	27.02.2008				
Statoil	STL	714	17.02.2009				
Statoil	STL	715	11.02.2010				
StormRealEstate	STORM	722	22.03.2013				
SuperOffice	SUO	732	17.02.2006				
Tandberg	TAA	737	11.02.2003				
Tandberg	TAA	744	18.02.2010				
Technor	TEC	748	09.02.2005				
Telenor	TEL	759	11.02.2009				
TomraSystems	TOM	774	16.02.2001				
TomraSystems	TOM	779	15.02.2006				
TTSGroup	TTS	791	26.02.2009				
TTSGroup	TTS	796	14.02.2014				
BluewaterInsurance	UNISON	799	01.02.2008				

B.2 Oversikt over fjernede begivenheter

Oversikt over fjernede begivenheter for analyse I

Fusjon, fisjon, oppkjøp

35 84 85 176 188 239 325 374 401 445 543 614 626 630 631
685 687 695 713 744 778 798 803 844

Reduksjon av overkursfond

47 70 71 76 201 202 203 583 736

Dobbeltannonsering

4 12 37 126 223 291 292 294 295 296 297 313 386 405 429
548 558 559 599 605 710 711 712 714 768 769

Manglende handledager i eventvindu

23 140 143 145 167 175 184 204 212 253 272 311 332 337 378
414 484 485 492 494 501 550 551 553 573 576 637 643 720 722
723 746 747

Mindre enn 165 Handledger i estimeringsvindu

6 8 9 33 65 66 67 69 111 115 117 123 124 137 138
139 141 142 144 166 169 170 171 177 179 180 181 210 211 213
215 216 217 218 238 269 302 310 345 346 377 379 383 384 387
388 389 390 391 393 404 439 455 482 489 490 493 495 496 519
527 530 531 532 533 534 539 540 546 571 601 602 603 604 606
607 645 672 680 721 729 751 801 832 834 835 837

Oversikt over fjernede begivenheter for analyse II & III

Kontrakt, avtale - 70

10 11 13 39 40 41 44 86 99 103 183 206 208 264 283
286 287 288 319 418 422 423 424 426 427 431 461 462 463 464
542 593 636 638 641 650 651 652 653 657 659 664 666 671 673
674 675 676 681 682 683 725 726 759 764 770 772 791 792 806
807 808 809 810 811 813 815 816 818 824

Endring i ledelse -8

88 189 261 454 568 640 732 830

Handel fra primærinnsider - 14

106 147 304 394 395 400 570 632 805 817 839 843 846 848

Meldepliktig handel - 76

20 38 45 48 49 52 54 80 127 128 187 190 193 229 259
260 265 303 349 350 355 425 438 443 444 446 483 511 512 515
549 561 566 574 579 580 581 592 625 627 628 629 633 639 648
656 658 660 663 665 667 678 690 697 698 699 700 715 716 730
734 755 758 760 761 762 783 784 785 786 787 789 790 800 812
842

Vedlegg C

C.1 Tabeller CAAR og AAR

Handledag	Analyse 1.1					Økning	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.02 %	0.24 %	0.11 %	-0.03 %	0.19 %	0.60 %	0.13 %	0.06 %	0.01 %	-0.04 %	-0.01 %
	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %
	0.858	0.061	0.379	0.810	0.136	0.000	0.329	0.628	0.960	0.784	0.963
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.02 %	0.22 %	0.34 %	0.30 %	0.50 %	1.10 %	1.23 %	1.29 %	1.29 %	1.26 %	1.25 %
	0.13 %	0.18 %	0.23 %	0.26 %	0.29 %	0.32 %	0.34 %	0.37 %	0.39 %	0.41 %	0.43 %
	0.858	0.231	0.137	0.243	0.088	0.001	0.000	0.001	0.001	0.002	0.004
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.11 %	0.08 %	0.28 %	0.88 %	1.00 %	1.07 %	1.07 %		
			0.13 %	0.18 %	0.23 %	0.26 %	0.29 %	0.32 %	0.34 %		
			0.379	0.651	0.219	0.001	0.001	0.001	0.002		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.19 %	0.79 %	0.92 %				
					0.13 %	0.18 %	0.23 %				
					0.136	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.60 %	0.73 %				
						0.13 %	0.18 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284	284

Handledag	Analyse 1.1					Uendret	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.22 %	-0.14 %	0.23 %	0.11 %	-0.13 %	-0.20 %	0.23 %	0.07 %	0.10 %	-0.25 %	-0.12 %
	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %
	0.334	0.548	0.314	0.614	0.555	0.386	0.305	0.771	0.648	0.265	0.604
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.22 %	0.08 %	0.31 %	0.43 %	0.29 %	0.10 %	0.33 %	0.39 %	0.50 %	0.24 %	0.13 %
	0.23 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.51 %	0.55 %	0.60 %	0.64 %	0.68 %	0.72 %	0.75 %
	0.334	0.795	0.428	0.348	0.564	0.863	0.584	0.539	0.464	0.733	0.866
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.23 %	0.34 %	0.21 %	0.01 %	0.25 %	0.31 %	0.42 %		
			0.23 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.51 %	0.55 %	0.60 %		
			0.314	0.286	0.594	0.978	0.628	0.575	0.490		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.13 %	-0.33 %	-0.10 %				
					0.23 %	0.32 %	0.39 %				
					0.555	0.304	0.804				
\overline{CAR}_{+1}						-0.20 %	0.04 %				
						0.23 %	0.32 %				
						0.386	0.910				
Antall obs.	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112

Handledag	Analyse 1.1					Reduksjon	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.03 %	0.42 %	0.03 %	0.14 %	0.43 %	-1.03 %	-0.14 %	-0.11 %	0.03 %	-0.16 %	-0.34 %
	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %
	0.927	0.162	0.923	0.629	0.146	0.001	0.631	0.718	0.907	0.586	0.255
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 %	0.44 %	0.47 %	0.61 %	1.05 %	0.02 %	-0.12 %	-0.23 %	-0.20 %	-0.36 %	-0.69 %
	0.30 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.72 %	0.78 %	0.84 %	0.89 %	0.93 %	0.98 %
	0.927	0.291	0.359	0.300	0.116	0.978	0.875	0.784	0.826	0.703	0.480
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.03 %	0.17 %	0.60 %	-0.42 %	-0.56 %	-0.67 %	-0.64 %		
			0.30 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.72 %	0.78 %		
			0.923	0.682	0.240	0.475	0.394	0.355	0.416		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.43 %	-0.59 %	-0.74 %				
					0.30 %	0.42 %	0.51 %				
					0.146	0.157	0.152				
\overline{CAR}_{+1}						-1.03 %	-1.17 %				
						0.30 %	0.42 %				
						0.001	0.006				
Antall obs.	136	136	136	136	136	136	136	136	136	136	136

Handledag	Analyse 1.2					Økning	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.07 %	0.39 %	0.23 %	-0.03 %	0.25 %	0.11 %	0.00 %	-0.03 %	-0.17 %	-0.07 %	-0.15 %
	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %
	0.668	0.022	0.167	0.869	0.146	0.534	0.999	0.869	0.315	0.664	0.377
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 %	0.46 %	0.70 %	0.67 %	0.92 %	1.02 %	1.02 %	1.00 %	0.83 %	0.75 %	0.60 %
	0.17 %	0.24 %	0.29 %	0.34 %	0.38 %	0.41 %	0.45 %	0.48 %	0.51 %	0.53 %	0.56 %
	0.668	0.054	0.018	0.049	0.016	0.014	0.023	0.039	0.105	0.161	0.284
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.23 %	0.21 %	0.45 %	0.56 %	0.56 %	0.53 %	0.36 %		
			0.17 %	0.24 %	0.29 %	0.34 %	0.38 %	0.41 %	0.45 %		
			0.167	0.388	0.123	0.100	0.141	0.201	0.420		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.25 %	0.35 %	0.35 %				
					0.17 %	0.24 %	0.29 %				
					0.146	0.142	0.230				
\overline{CAR}_{+1}						0.11 %	0.11 %				
						0.17 %	0.24 %				
						0.534	0.659				
Antall obs.	170	170	170	170	170	170	170	170	170	170	170

Handledag	Analyse 1.2					Uendret	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.15 %	-0.74 %	0.30 %	0.28 %	-0.15 %	0.21 %	0.07 %	-0.11 %	0.19 %	-0.04 %	-0.09 %
	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %
	0.657	0.032	0.370	0.415	0.655	0.536	0.836	0.743	0.564	0.916	0.781
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.15 %	-0.59 %	-0.29 %	-0.01 %	-0.16 %	0.05 %	0.12 %	0.00 %	0.20 %	0.16 %	0.07 %
	0.34 %	0.48 %	0.58 %	0.67 %	0.75 %	0.82 %	0.89 %	0.95 %	1.01 %	1.06 %	1.11 %
	0.657	0.218	0.622	0.985	0.829	0.956	0.897	0.996	0.844	0.878	0.950
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.30 %	0.58 %	0.43 %	0.64 %	0.71 %	0.60 %	0.79 %		
			0.34 %	0.48 %	0.58 %	0.67 %	0.75 %	0.82 %	0.89 %		
			0.370	0.228	0.464	0.347	0.350	0.471	0.377		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.15 %	0.06 %	0.13 %				
					0.34 %	0.48 %	0.58 %				
					0.655	0.903	0.826				
\overline{CAR}_{+1}						0.21 %	0.28 %				
						0.34 %	0.48 %				
						0.536	0.560				
Antall obs.	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51

Handledag	Analyse 1.2					Reduksjon	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.03 %	0.18 %	-0.12 %	0.04 %	0.75 %	-0.49 %	0.23 %	0.09 %	0.17 %	-0.17 %	-0.86 %
	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %
	0.940	0.674	0.788	0.931	0.085	0.254	0.596	0.835	0.692	0.692	0.049
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 %	0.21 %	0.10 %	0.14 %	0.88 %	0.39 %	0.62 %	0.71 %	0.88 %	0.71 %	-0.15 %
	0.43 %	0.61 %	0.74 %	0.86 %	0.96 %	1.05 %	1.13 %	1.21 %	1.29 %	1.36 %	1.42 %
	0.940	0.726	0.895	0.875	0.359	0.710	0.586	0.560	0.496	0.602	0.918
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.12 %	-0.08 %	0.67 %	0.18 %	0.41 %	0.50 %	0.67 %		
			0.43 %	0.61 %	0.74 %	0.86 %	0.96 %	1.05 %	1.13 %		
			0.788	0.898	0.369	0.836	0.673	0.638	0.559		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.75 %	0.26 %	0.48 %				
					0.43 %	0.61 %	0.74 %				
					0.085	0.674	0.516				
\overline{CAR}_{+1}						-0.49 %	-0.26 %				
						0.43 %	0.61 %				
						0.254	0.663				
Antall obs.	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71

	<i>Analyse 1.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.17 % 0.20 % 0.415	0.02 % 0.20 % 0.908	-0.06 % 0.20 % 0.752	-0.04 % 0.20 % 0.858	0.12 % 0.20 % 0.571	1.34 % 0.20 % 0.000	0.32 % 0.20 % 0.123	0.20 % 0.20 % 0.331	0.27 % 0.20 % 0.186	0.02 % 0.20 % 0.919	0.21 % 0.20 % 0.308
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.17 % 0.20 % 0.415	-0.14 % 0.29 % 0.621	-0.21 % 0.35 % 0.558	-0.24 % 0.41 % 0.551	-0.13 % 0.45 % 0.779	1.21 % 0.50 % 0.017	1.52 % 0.54 % 0.005	1.72 % 0.58 % 0.003	1.99 % 0.61 % 0.001	2.01 % 0.64 % 0.002	2.22 % 0.67 % 0.001
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.06 % 0.20 % 0.752	-0.10 % 0.29 % 0.727	0.01 % 0.35 % 0.967	1.35 % 0.41 % 0.001	1.67 % 0.45 % 0.000	1.87 % 0.50 % 0.000	2.14 % 0.54 % 0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.12 % 0.20 % 0.571	1.45 % 0.29 % 0.000	1.77 % 0.35 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.34 % 0.20 % 0.000	1.65 % 0.29 % 0.000				
Antall obs.	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114
	<i>Analyse 1.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.28 % 0.31 % 0.368	0.37 % 0.31 % 0.230	0.17 % 0.31 % 0.589	-0.02 % 0.31 % 0.946	-0.12 % 0.31 % 0.697	-0.54 % 0.31 % 0.085	0.37 % 0.31 % 0.232	0.21 % 0.31 % 0.488	0.03 % 0.31 % 0.930	-0.44 % 0.31 % 0.160	-0.14 % 0.31 % 0.654
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.28 % 0.31 % 0.368	0.65 % 0.43 % 0.139	0.81 % 0.53 % 0.130	0.79 % 0.61 % 0.200	0.67 % 0.68 % 0.329	0.14 % 0.75 % 0.855	0.51 % 0.81 % 0.534	0.72 % 0.87 % 0.408	0.75 % 0.92 % 0.419	0.31 % 0.97 % 0.748	0.17 % 1.02 % 0.864
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.17 % 0.31 % 0.589	0.15 % 0.43 % 0.738	0.03 % 0.53 % 0.962	-0.51 % 0.61 % 0.408	-0.14 % 0.68 % 0.837	0.07 % 0.75 % 0.923	0.10 % 0.81 % 0.903		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.12 % 0.31 % 0.697	-0.66 % 0.43 % 0.135	-0.29 % 0.53 % 0.591				
\overline{CAR}_{+1}						-0.54 % 0.31 % 0.085	-0.17 % 0.43 % 0.702				
Antall obs.	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
	<i>Analyse 1.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 % 0.40 % 0.958	0.67 % 0.40 % 0.101	0.19 % 0.40 % 0.647	0.26 % 0.40 % 0.524	0.08 % 0.40 % 0.834	-1.61 % 0.40 % 0.000	-0.55 % 0.40 % 0.180	-0.32 % 0.40 % 0.428	-0.11 % 0.40 % 0.778	-0.15 % 0.40 % 0.710	0.23 % 0.40 % 0.570
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 % 0.40 % 0.958	0.69 % 0.57 % 0.229	0.88 % 0.70 % 0.213	1.14 % 0.81 % 0.164	1.22 % 0.90 % 0.180	-0.39 % 0.99 % 0.696	-0.93 % 1.07 % 0.384	-1.26 % 1.14 % 0.275	-1.37 % 1.21 % 0.262	-1.52 % 1.27 % 0.237	-1.29 % 1.34 % 0.338
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 % 0.40 % 0.647	0.44 % 0.57 % 0.439	0.53 % 0.70 % 0.451	-1.08 % 0.81 % 0.185	-1.63 % 0.90 % 0.076	-1.95 % 0.99 % 0.053	-2.06 % 1.07 % 0.058		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.08 % 0.40 % 0.834	-1.52 % 0.57 % 0.010	-2.07 % 0.70 % 0.004				
\overline{CAR}_{+1}						-1.61 % 0.40 % 0.000	-2.15 % 0.57 % 0.000				
Antall obs.	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65

Handledag	Analyse 2.1					Økning		[2001,2014]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.00 % 0.14 % 0.989	0.20 % 0.14 % 0.157	0.05 % 0.14 % 0.714	-0.06 % 0.14 % 0.658	0.09 % 0.14 % 0.511	0.49 % 0.14 % 0.001	0.08 % 0.14 % 0.574	0.14 % 0.14 % 0.341	-0.07 % 0.14 % 0.617	-0.02 % 0.14 % 0.868	0.00 % 0.14 % 0.993
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.00 % 0.14 % 0.989	0.20 % 0.20 % 0.321	0.25 % 0.25 % 0.307	0.19 % 0.28 % 0.507	0.28 % 0.32 % 0.375	0.77 % 0.35 % 0.027	0.85 % 0.38 % 0.024	0.99 % 0.40 % 0.015	0.92 % 0.43 % 0.032	0.89 % 0.45 % 0.048	0.89 % 0.47 % 0.059
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.05 % 0.14 % 0.714	-0.01 % 0.20 % 0.957	0.08 % 0.25 % 0.737	0.57 % 0.28 % 0.045	0.65 % 0.32 % 0.041	0.79 % 0.35 % 0.024	0.72 % 0.38 % 0.057		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.09 % 0.14 % 0.511	0.58 % 0.20 % 0.004	0.66 % 0.25 % 0.007				
\overline{CAR}_{+1}						0.49 % 0.14 % 0.001	0.57 % 0.20 % 0.005				
Antall obs.	241	241	241	241	241	241	241	241	241	241	241

Handledag	Analyse 2.1					Uendret		[2001,2014]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.11 % 0.24 % 0.632	-0.35 % 0.24 % 0.147	0.20 % 0.24 % 0.412	-0.01 % 0.24 % 0.966	-0.20 % 0.24 % 0.389	-0.05 % 0.24 % 0.845	0.18 % 0.24 % 0.445	0.17 % 0.24 % 0.481	0.10 % 0.24 % 0.660	-0.21 % 0.24 % 0.372	0.02 % 0.24 % 0.929
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.11 % 0.24 % 0.632	-0.23 % 0.33 % 0.490	-0.04 % 0.41 % 0.928	-0.05 % 0.47 % 0.921	-0.25 % 0.53 % 0.636	-0.30 % 0.58 % 0.608	-0.12 % 0.63 % 0.853	0.05 % 0.67 % 0.939	0.16 % 0.71 % 0.827	-0.06 % 0.75 % 0.940	-0.04 % 0.78 % 0.964
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.20 % 0.24 % 0.412	0.19 % 0.33 % 0.581	-0.02 % 0.41 % 0.962	-0.07 % 0.47 % 0.889	0.12 % 0.53 % 0.827	0.28 % 0.58 % 0.626	0.39 % 0.63 % 0.537		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.20 % 0.24 % 0.389	-0.25 % 0.33 % 0.455	-0.07 % 0.41 % 0.866				
\overline{CAR}_{+1}						-0.05 % 0.24 % 0.845	0.14 % 0.33 % 0.687				
Antall obs.	98	98	98	98	98	98	98	98	98	98	98

Handledag	Analyse 2.1					Reduksjon		[2001,2014]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 % 0.31 % 0.943	0.46 % 0.31 % 0.141	-0.02 % 0.31 % 0.947	0.13 % 0.31 % 0.673	0.47 % 0.31 % 0.138	-1.10 % 0.31 % 0.001	-0.33 % 0.31 % 0.293	-0.05 % 0.31 % 0.871	0.08 % 0.31 % 0.803	-0.15 % 0.31 % 0.624	-0.33 % 0.31 % 0.292
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 % 0.31 % 0.943	0.49 % 0.44 % 0.274	0.46 % 0.54 % 0.393	0.60 % 0.63 % 0.342	1.06 % 0.70 % 0.131	-0.04 % 0.77 % 0.960	-0.37 % 0.83 % 0.657	-0.42 % 0.88 % 0.636	-0.34 % 0.94 % 0.716	-0.50 % 0.99 % 0.617	-0.83 % 1.04 % 0.427
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.02 % 0.31 % 0.947	0.11 % 0.44 % 0.801	0.58 % 0.54 % 0.288	-0.52 % 0.63 % 0.404	-0.85 % 0.70 % 0.224	-0.91 % 0.77 % 0.240	-0.83 % 0.83 % 0.319		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.47 % 0.31 % 0.138	-0.64 % 0.44 % 0.153	-0.97 % 0.54 % 0.077				
\overline{CAR}_{+1}						-1.10 % 0.31 % 0.001	-1.43 % 0.44 % 0.002				
Antall obs.	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123

	<i>Analyse 2.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.06 % 0.18 % 0.754	0.38 % 0.18 % 0.040	0.15 % 0.18 % 0.420	-0.03 % 0.18 % 0.870	0.12 % 0.18 % 0.525	-0.07 % 0.18 % 0.685	-0.03 % 0.18 % 0.889	0.08 % 0.18 % 0.670	-0.18 % 0.18 % 0.332	-0.07 % 0.18 % 0.704	-0.16 % 0.18 % 0.395
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.06 % 0.18 % 0.754	0.44 % 0.26 % 0.094	0.58 % 0.32 % 0.068	0.55 % 0.37 % 0.132	0.67 % 0.41 % 0.103	0.60 % 0.45 % 0.186	0.57 % 0.48 % 0.241	0.65 % 0.52 % 0.212	0.47 % 0.55 % 0.393	0.40 % 0.58 % 0.489	0.25 % 0.61 % 0.687
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.15 % 0.18 % 0.420	0.12 % 0.26 % 0.649	0.23 % 0.32 % 0.460	0.16 % 0.37 % 0.662	0.13 % 0.41 % 0.742	0.21 % 0.45 % 0.636	0.03 % 0.48 % 0.943		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.12 % 0.18 % 0.525	0.04 % 0.26 % 0.870	0.02 % 0.32 % 0.958				
\overline{CAR}_{+1}						-0.07 % 0.18 % 0.685	-0.10 % 0.26 % 0.700				
Antall obs.	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147

	<i>Analyse 2.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.18 % 0.35 % 0.612	-0.72 % 0.35 % 0.046	0.36 % 0.35 % 0.312	0.15 % 0.35 % 0.669	-0.11 % 0.35 % 0.746	0.35 % 0.35 % 0.329	0.11 % 0.35 % 0.747	-0.18 % 0.35 % 0.602	0.18 % 0.35 % 0.609	-0.01 % 0.35 % 0.972	0.11 % 0.35 % 0.748
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.18 % 0.35 % 0.612	-0.54 % 0.50 % 0.281	-0.18 % 0.61 % 0.764	-0.03 % 0.70 % 0.964	-0.15 % 0.78 % 0.853	0.20 % 0.86 % 0.817	0.31 % 0.93 % 0.737	0.13 % 0.99 % 0.897	0.31 % 1.05 % 0.770	0.30 % 1.11 % 0.790	0.41 % 1.16 % 0.726
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.36 % 0.35 % 0.312	0.51 % 0.50 % 0.310	0.39 % 0.61 % 0.519	0.74 % 0.70 % 0.296	0.85 % 0.78 % 0.282	0.67 % 0.86 % 0.439	0.85 % 0.93 % 0.364		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.11 % 0.35 % 0.746	0.23 % 0.50 % 0.643	0.35 % 0.61 % 0.573				
\overline{CAR}_{+1}						0.35 % 0.35 % 0.329	0.46 % 0.50 % 0.359				
Antall obs.	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46

	<i>Analyse 2.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.05 % 0.46 % 0.922	0.22 % 0.46 % 0.626	-0.13 % 0.46 % 0.769	0.03 % 0.46 % 0.940	0.84 % 0.46 % 0.071	-0.42 % 0.46 % 0.357	0.15 % 0.46 % 0.744	0.10 % 0.46 % 0.829	0.15 % 0.46 % 0.741	-0.17 % 0.46 % 0.711	-0.87 % 0.46 % 0.060
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.05 % 0.46 % 0.922	0.18 % 0.65 % 0.783	0.04 % 0.79 % 0.956	0.08 % 0.91 % 0.932	0.92 % 1.02 % 0.373	0.49 % 1.12 % 0.661	0.64 % 1.21 % 0.597	0.74 % 1.29 % 0.568	0.89 % 1.37 % 0.517	0.72 % 1.44 % 0.618	-0.15 % 1.52 % 0.921
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.13 % 0.46 % 0.769	-0.10 % 0.65 % 0.877	0.74 % 0.79 % 0.354	0.31 % 0.91 % 0.732	0.46 % 1.02 % 0.651	0.56 % 1.12 % 0.616	0.72 % 1.21 % 0.556		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.84 % 0.46 % 0.071	0.42 % 0.65 % 0.523	0.57 % 0.79 % 0.478				
\overline{CAR}_{+1}						-0.42 % 0.46 % 0.357	-0.27 % 0.65 % 0.673				
Antall obs.	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65

Handledag	Analyse 2.2					Økning	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.09 % 0.23 % 0.674	-0.07 % 0.23 % 0.741	-0.10 % 0.23 % 0.665	-0.11 % 0.23 % 0.612	0.06 % 0.23 % 0.800	1.37 % 0.23 % 0.000	0.24 % 0.23 % 0.280	0.22 % 0.23 % 0.320	0.10 % 0.23 % 0.670	0.05 % 0.23 % 0.830	0.24 % 0.23 % 0.287
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.09 % 0.23 % 0.674	-0.17 % 0.32 % 0.595	-0.27 % 0.39 % 0.495	-0.38 % 0.45 % 0.399	-0.32 % 0.50 % 0.520	1.05 % 0.55 % 0.060	1.29 % 0.60 % 0.032	1.52 % 0.64 % 0.019	1.62 % 0.68 % 0.019	1.66 % 0.71 % 0.022	1.91 % 0.75 % 0.012
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.10 % 0.23 % 0.665	-0.21 % 0.32 % 0.507	-0.16 % 0.39 % 0.692	1.22 % 0.45 % 0.008	1.46 % 0.50 % 0.005	1.69 % 0.55 % 0.003	1.79 % 0.60 % 0.003		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 % 0.23 % 0.800	1.43 % 0.32 % 0.000	1.68 % 0.39 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.37 % 0.23 % 0.000	1.62 % 0.32 % 0.000				
Antall obs.	94	94	94	94	94	94	94	94	94	94	94

Handledag	Analyse 2.2					Uendret	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.06 % 0.32 % 0.863	-0.01 % 0.32 % 0.965	0.05 % 0.32 % 0.874	-0.15 % 0.32 % 0.636	-0.28 % 0.32 % 0.379	-0.39 % 0.32 % 0.225	0.24 % 0.32 % 0.454	0.48 % 0.32 % 0.141	0.04 % 0.32 % 0.908	-0.39 % 0.32 % 0.230	-0.06 % 0.32 % 0.851
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.06 % 0.32 % 0.863	0.04 % 0.45 % 0.927	0.09 % 0.55 % 0.869	-0.06 % 0.64 % 0.926	-0.34 % 0.72 % 0.633	-0.74 % 0.78 % 0.351	-0.50 % 0.85 % 0.561	-0.02 % 0.91 % 0.984	0.02 % 0.96 % 0.984	-0.37 % 1.01 % 0.717	-0.43 % 1.06 % 0.687
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.05 % 0.32 % 0.874	-0.10 % 0.45 % 0.824	-0.39 % 0.55 % 0.490	-0.78 % 0.64 % 0.229	-0.54 % 0.72 % 0.456	-0.06 % 0.78 % 0.940	-0.02 % 0.85 % 0.980		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.28 % 0.32 % 0.379	-0.68 % 0.45 % 0.141	-0.44 % 0.55 % 0.435				
\overline{CAR}_{+1}						-0.39 % 0.32 % 0.225	-0.15 % 0.45 % 0.739				
Antall obs.	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

Handledag	Analyse 2.2					Reduksjon	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.10 % 0.42 % 0.816	0.73 % 0.42 % 0.088	0.11 % 0.42 % 0.800	0.24 % 0.42 % 0.568	0.05 % 0.42 % 0.906	-1.86 % 0.42 % 0.000	-0.87 % 0.42 % 0.044	-0.22 % 0.42 % 0.606	0.00 % 0.42 % 0.992	-0.14 % 0.42 % 0.750	0.28 % 0.42 % 0.513
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.10 % 0.42 % 0.816	0.83 % 0.60 % 0.170	0.94 % 0.73 % 0.205	1.18 % 0.84 % 0.168	1.23 % 0.94 % 0.198	-0.63 % 1.03 % 0.542	-1.50 % 1.12 % 0.184	-1.72 % 1.19 % 0.155	-1.73 % 1.27 % 0.178	-1.86 % 1.33 % 0.168	-1.58 % 1.40 % 0.263
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.11 % 0.42 % 0.800	0.35 % 0.60 % 0.560	0.40 % 0.73 % 0.586	-1.46 % 0.84 % 0.088	-2.33 % 0.94 % 0.016	-2.55 % 1.03 % 0.017	-2.56 % 1.12 % 0.026		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.05 % 0.42 % 0.906	-1.81 % 0.60 % 0.004	-2.68 % 0.73 % 0.001				
\overline{CAR}_{+1}						-1.86 % 0.42 % 0.000	-2.73 % 0.60 % 0.000				
Antall obs.	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58

	<i>Analyse 3.1</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.10 % 0.16 % 0.516	0.07 % 0.16 % 0.651	-0.07 % 0.16 % 0.650	0.01 % 0.16 % 0.934	0.09 % 0.16 % 0.578	0.47 % 0.16 % 0.004	0.11 % 0.16 % 0.514	0.09 % 0.16 % 0.580	-0.17 % 0.16 % 0.284	-0.06 % 0.16 % 0.729	-0.05 % 0.16 % 0.775
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.10 % 0.16 % 0.516	0.18 % 0.23 % 0.436	0.10 % 0.28 % 0.708	0.12 % 0.32 % 0.714	0.21 % 0.36 % 0.564	0.68 % 0.39 % 0.087	0.78 % 0.43 % 0.067	0.87 % 0.45 % 0.057	0.70 % 0.48 % 0.149	0.64 % 0.51 % 0.207	0.60 % 0.53 % 0.264
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.07 % 0.16 % 0.650	-0.06 % 0.23 % 0.793	0.03 % 0.28 % 0.914	0.50 % 0.32 % 0.122	0.61 % 0.36 % 0.094	0.69 % 0.39 % 0.080	0.52 % 0.43 % 0.222		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.09 % 0.16 % 0.578	0.56 % 0.23 % 0.015	0.67 % 0.28 % 0.018				
\overline{CAR}_{+1}						0.47 % 0.16 % 0.004	0.58 % 0.23 % 0.012				
Antall obs.	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187

	<i>Analyse 3.1</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.13 % 0.25 % 0.609	-0.43 % 0.25 % 0.094	0.27 % 0.25 % 0.295	0.01 % 0.25 % 0.960	-0.13 % 0.25 % 0.611	0.15 % 0.25 % 0.557	0.16 % 0.25 % 0.527	0.12 % 0.25 % 0.639	0.18 % 0.25 % 0.479	-0.17 % 0.25 % 0.512	0.14 % 0.25 % 0.592
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.13 % 0.25 % 0.609	-0.30 % 0.36 % 0.405	-0.03 % 0.44 % 0.941	-0.02 % 0.51 % 0.969	-0.15 % 0.57 % 0.793	0.00 % 0.62 % 0.999	0.16 % 0.67 % 0.810	0.28 % 0.72 % 0.697	0.46 % 0.76 % 0.546	0.29 % 0.80 % 0.715	0.43 % 0.84 % 0.610
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.27 % 0.25 % 0.295	0.28 % 0.36 % 0.437	0.15 % 0.44 % 0.732	0.30 % 0.51 % 0.555	0.46 % 0.57 % 0.418	0.58 % 0.62 % 0.353	0.76 % 0.67 % 0.260		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.13 % 0.25 % 0.611	0.02 % 0.36 % 0.956	0.18 % 0.44 % 0.681				
\overline{CAR}_{+1}						0.15 % 0.25 % 0.557	0.31 % 0.36 % 0.389				
Antall obs.	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84

	<i>Analyse 3.1</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.15 % 0.31 % 0.630	0.42 % 0.31 % 0.179	-0.12 % 0.31 % 0.697	0.11 % 0.31 % 0.713	0.38 % 0.31 % 0.219	-1.39 % 0.31 % 0.000	-0.25 % 0.31 % 0.410	-0.20 % 0.31 % 0.523	-0.01 % 0.31 % 0.982	-0.12 % 0.31 % 0.701	-0.27 % 0.31 % 0.383
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.15 % 0.31 % 0.630	0.56 % 0.43 % 0.197	0.44 % 0.53 % 0.406	0.56 % 0.61 % 0.367	0.94 % 0.69 % 0.175	-0.45 % 0.75 % 0.548	-0.71 % 0.81 % 0.386	-0.90 % 0.87 % 0.301	-0.91 % 0.92 % 0.325	-1.03 % 0.97 % 0.292	-1.30 % 1.02 % 0.206
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.12 % 0.31 % 0.697	-0.01 % 0.43 % 0.987	0.37 % 0.53 % 0.484	-1.02 % 0.61 % 0.101	-1.27 % 0.69 % 0.067	-1.47 % 0.75 % 0.054	-1.48 % 0.81 % 0.073		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.38 % 0.31 % 0.219	-1.01 % 0.43 % 0.022	-1.26 % 0.53 % 0.019				
\overline{CAR}_{+1}						-1.39 % 0.31 % 0.000	-1.65 % 0.43 % 0.000				
Antall obs.	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93

	<i>Analyse 3.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.12 % 0.20 % 0.548	0.14 % 0.20 % 0.481	-0.04 % 0.20 % 0.846	0.04 % 0.20 % 0.828	0.09 % 0.20 % 0.667	0.04 % 0.20 % 0.860	0.00 % 0.20 % 0.993	0.19 % 0.20 % 0.346	-0.28 % 0.20 % 0.179	-0.18 % 0.20 % 0.373	-0.17 % 0.20 % 0.400
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.12 % 0.20 % 0.548	0.27 % 0.29 % 0.356	0.23 % 0.35 % 0.521	0.27 % 0.41 % 0.506	0.36 % 0.46 % 0.432	0.40 % 0.50 % 0.430	0.39 % 0.54 % 0.467	0.59 % 0.58 % 0.311	0.31 % 0.61 % 0.612	0.13 % 0.64 % 0.842	-0.04 % 0.68 % 0.949
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.04 % 0.20 % 0.846	0.00 % 0.29 % 0.987	0.09 % 0.35 % 0.794	0.13 % 0.41 % 0.753	0.13 % 0.46 % 0.781	0.32 % 0.50 % 0.523	0.04 % 0.54 % 0.935		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.09 % 0.20 % 0.667	0.12 % 0.29 % 0.668	0.12 % 0.35 % 0.730				
\overline{CAR}_{+1}						0.04 % 0.20 % 0.860	0.03 % 0.29 % 0.906				
Antall obs.	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
	<i>Analyse 3.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.14 % 0.36 % 0.698	-0.68 % 0.36 % 0.067	0.43 % 0.36 % 0.238	0.17 % 0.36 % 0.639	-0.14 % 0.36 % 0.696	0.26 % 0.36 % 0.473	0.06 % 0.36 % 0.871	-0.26 % 0.36 % 0.483	0.20 % 0.36 % 0.583	-0.02 % 0.36 % 0.950	0.11 % 0.36 % 0.767
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.14 % 0.36 % 0.698	-0.54 % 0.51 % 0.298	-0.11 % 0.63 % 0.865	0.06 % 0.72 % 0.930	-0.08 % 0.81 % 0.923	0.18 % 0.89 % 0.837	0.24 % 0.96 % 0.801	-0.01 % 1.02 % 0.990	0.19 % 1.08 % 0.864	0.16 % 1.14 % 0.887	0.27 % 1.20 % 0.822
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.43 % 0.36 % 0.238	0.60 % 0.51 % 0.245	0.46 % 0.63 % 0.466	0.72 % 0.72 % 0.323	0.78 % 0.81 % 0.339	0.53 % 0.89 % 0.556	0.73 % 0.96 % 0.452		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.14 % 0.36 % 0.696	0.12 % 0.51 % 0.817	0.18 % 0.63 % 0.777				
\overline{CAR}_{+1}						0.26 % 0.36 % 0.473	0.32 % 0.51 % 0.534				
Antall obs.	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
	<i>Analyse 3.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.30 % 0.38 % 0.430	-0.05 % 0.38 % 0.895	-0.38 % 0.38 % 0.317	0.07 % 0.38 % 0.857	0.77 % 0.38 % 0.049	-0.63 % 0.38 % 0.104	0.45 % 0.38 % 0.242	-0.25 % 0.38 % 0.510	-0.18 % 0.38 % 0.636	-0.24 % 0.38 % 0.531	-0.79 % 0.38 % 0.043
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.30 % 0.38 % 0.430	0.25 % 0.54 % 0.641	-0.13 % 0.66 % 0.841	-0.06 % 0.76 % 0.933	0.70 % 0.85 % 0.412	0.07 % 0.93 % 0.937	0.52 % 1.00 % 0.605	0.27 % 1.07 % 0.802	0.09 % 1.14 % 0.937	-0.15 % 1.20 % 0.901	-0.94 % 1.26 % 0.459
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.38 % 0.38 % 0.317	-0.32 % 0.54 % 0.560	0.45 % 0.66 % 0.496	-0.18 % 0.76 % 0.815	0.27 % 0.85 % 0.751	0.02 % 0.93 % 0.984	-0.16 % 1.00 % 0.873		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.77 % 0.38 % 0.049	0.14 % 0.54 % 0.799	0.59 % 0.66 % 0.377				
\overline{CAR}_{+1}						-0.63 % 0.38 % 0.104	-0.18 % 0.54 % 0.739				
Antall obs.	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46

Handledag	Analyse 3.2					Økning	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.07 %	-0.05 %	-0.13 %	-0.04 %	0.09 %	1.20 %	0.28 %	-0.08 %	0.00 %	0.16 %	0.16 %
	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %
	0.777	0.860	0.624	0.883	0.724	0.000	0.281	0.748	0.998	0.554	0.531
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 %	0.03 %	-0.10 %	-0.14 %	-0.05 %	1.15 %	1.43 %	1.35 %	1.35 %	1.50 %	1.67 %
	0.26 %	0.37 %	0.45 %	0.52 %	0.59 %	0.64 %	0.69 %	0.74 %	0.78 %	0.83 %	0.87 %
	0.777	0.939	0.825	0.791	0.937	0.077	0.042	0.073	0.090	0.073	0.059
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.13 %	-0.17 %	-0.07 %	1.12 %	1.41 %	1.32 %	1.32 %		
			0.26 %	0.37 %	0.45 %	0.52 %	0.59 %	0.64 %	0.69 %		
			0.624	0.652	0.869	0.036	0.019	0.043	0.061		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.09 %	1.29 %	1.57 %				
					0.26 %	0.37 %	0.45 %				
					0.724	0.001	0.001				
\overline{CAR}_{+1}						1.20 %	1.48 %				
						0.26 %	0.37 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70

Handledag	Analyse 3.2					Uendret	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.12 %	-0.17 %	0.10 %	-0.15 %	-0.12 %	0.03 %	0.27 %	0.51 %	0.16 %	-0.32 %	0.17 %
	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %	0.36 %
	0.740	0.638	0.790	0.671	0.746	0.928	0.456	0.158	0.656	0.377	0.643
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.12 %	-0.05 %	0.05 %	-0.11 %	-0.22 %	-0.19 %	0.08 %	0.59 %	0.75 %	0.43 %	0.60 %
	0.36 %	0.50 %	0.62 %	0.71 %	0.80 %	0.87 %	0.94 %	1.01 %	1.07 %	1.13 %	1.18 %
	0.740	0.922	0.942	0.881	0.781	0.828	0.935	0.562	0.487	0.704	0.616
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.10 %	-0.06 %	-0.17 %	-0.14 %	0.13 %	0.64 %	0.80 %		
			0.36 %	0.50 %	0.62 %	0.71 %	0.80 %	0.87 %	0.94 %		
			0.790	0.910	0.780	0.844	0.874	0.468	0.401		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.12 %	-0.08 %	0.18 %				
					0.36 %	0.50 %	0.62 %				
					0.746	0.869	0.767				
\overline{CAR}_{+1}						0.03 %	0.30 %				
						0.36 %	0.50 %				
						0.928	0.554				
Antall obs.	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41

Handledag	Analyse 3.2					Reduksjon	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.00 %	0.87 %	0.14 %	0.16 %	0.00 %	-2.14 %	-0.94 %	-0.14 %	0.16 %	0.00 %	0.24 %
	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %	0.48 %
	0.997	0.076	0.775	0.746	0.996	0.000	0.056	0.768	0.735	0.999	0.617
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.00 %	0.87 %	1.01 %	1.17 %	1.17 %	-0.97 %	-1.91 %	-2.05 %	-1.89 %	-1.89 %	-1.65 %
	0.48 %	0.68 %	0.83 %	0.96 %	1.08 %	1.18 %	1.27 %	1.36 %	1.44 %	1.52 %	1.59 %
	0.997	0.207	0.232	0.232	0.283	0.415	0.140	0.138	0.196	0.220	0.307
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.14 %	0.30 %	0.30 %	-1.84 %	-2.78 %	-2.92 %	-2.76 %		
			0.48 %	0.68 %	0.83 %	0.96 %	1.08 %	1.18 %	1.27 %		
			0.775	0.666	0.723	0.062	0.013	0.017	0.035		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.00 %	-2.13 %	-3.08 %				
					0.48 %	0.68 %	0.83 %				
					0.996	0.003	0.001				
\overline{CAR}_{+1}						-2.14 %	-3.08 %				
						0.48 %	0.68 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47

	<i>Analyse 4.1</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 % 0.14 % 0.888	0.25 % 0.14 % 0.084	0.20 % 0.14 % 0.162	-0.07 % 0.14 % 0.629	0.31 % 0.14 % 0.027	0.64 % 0.14 % 0.000	0.10 % 0.14 % 0.459	0.11 % 0.14 % 0.424	0.12 % 0.14 % 0.378	-0.02 % 0.14 % 0.908	0.07 % 0.14 % 0.616
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 % 0.14 % 0.888	0.27 % 0.20 % 0.185	0.46 % 0.24 % 0.059	0.40 % 0.28 % 0.163	0.71 % 0.32 % 0.026	1.35 % 0.35 % 0.000	1.46 % 0.37 % 0.000	1.57 % 0.40 % 0.000	1.69 % 0.42 % 0.000	1.68 % 0.45 % 0.000	1.75 % 0.47 % 0.000
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.20 % 0.14 % 0.162	0.13 % 0.20 % 0.516	0.44 % 0.24 % 0.071	1.09 % 0.28 % 0.000	1.19 % 0.32 % 0.000	1.30 % 0.35 % 0.000	1.43 % 0.37 % 0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.31 % 0.14 % 0.027	0.96 % 0.20 % 0.000	1.06 % 0.24 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.64 % 0.14 % 0.000	0.75 % 0.20 % 0.000				
Antall obs.	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219

	<i>Analyse 4.1</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.01 % 0.22 % 0.961	-0.32 % 0.22 % 0.159	0.16 % 0.22 % 0.465	-0.04 % 0.22 % 0.861	-0.24 % 0.22 % 0.291	0.31 % 0.22 % 0.164	0.18 % 0.22 % 0.426	0.27 % 0.22 % 0.225	0.13 % 0.22 % 0.573	-0.17 % 0.22 % 0.446	-0.04 % 0.22 % 0.853
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.01 % 0.22 % 0.961	-0.31 % 0.32 % 0.334	-0.14 % 0.39 % 0.713	-0.18 % 0.45 % 0.685	-0.42 % 0.50 % 0.404	-0.11 % 0.55 % 0.848	0.07 % 0.59 % 0.902	0.35 % 0.63 % 0.585	0.47 % 0.67 % 0.483	0.30 % 0.71 % 0.671	0.26 % 0.74 % 0.727
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.16 % 0.22 % 0.465	0.13 % 0.32 % 0.694	-0.11 % 0.39 % 0.772	0.20 % 0.45 % 0.653	0.38 % 0.50 % 0.449	0.65 % 0.55 % 0.236	0.78 % 0.59 % 0.191		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.24 % 0.22 % 0.291	0.08 % 0.32 % 0.809	0.26 % 0.39 % 0.512				
\overline{CAR}_{+1}						0.31 % 0.22 % 0.164	0.49 % 0.32 % 0.123				
Antall obs.	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83

	<i>Analyse 4.1</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.01 % 0.30 % 0.986	0.43 % 0.30 % 0.150	0.04 % 0.30 % 0.890	0.12 % 0.30 % 0.696	0.45 % 0.30 % 0.130	-1.08 % 0.30 % 0.000	-0.15 % 0.30 % 0.625	-0.11 % 0.30 % 0.705	0.04 % 0.30 % 0.906	-0.16 % 0.30 % 0.601	-0.36 % 0.30 % 0.229
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.01 % 0.30 % 0.986	0.42 % 0.42 % 0.314	0.47 % 0.51 % 0.367	0.58 % 0.59 % 0.329	1.03 % 0.66 % 0.122	-0.05 % 0.73 % 0.948	-0.19 % 0.78 % 0.806	-0.31 % 0.84 % 0.716	-0.27 % 0.89 % 0.761	-0.43 % 0.94 % 0.650	-0.78 % 0.98 % 0.427
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.04 % 0.30 % 0.890	0.16 % 0.42 % 0.709	0.61 % 0.51 % 0.238	-0.47 % 0.59 % 0.428	-0.62 % 0.66 % 0.354	-0.73 % 0.73 % 0.317	-0.69 % 0.78 % 0.377		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.45 % 0.30 % 0.130	-0.63 % 0.42 % 0.136	-0.77 % 0.51 % 0.134				
\overline{CAR}_{+1}						-1.08 % 0.30 % 0.000	-1.23 % 0.42 % 0.004				
Antall obs.	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135

Handledag	Analyse 4.2					Økning	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.18 % 0.19 % 0.326	0.42 % 0.19 % 0.027	0.30 % 0.19 % 0.106	-0.06 % 0.19 % 0.730	0.39 % 0.19 % 0.038	0.28 % 0.19 % 0.140	0.04 % 0.19 % 0.818	0.10 % 0.19 % 0.575	-0.10 % 0.19 % 0.589	0.00 % 0.19 % 1.000	-0.02 % 0.19 % 0.907
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.18 % 0.19 % 0.326	0.60 % 0.26 % 0.024	0.90 % 0.32 % 0.006	0.84 % 0.37 % 0.026	1.23 % 0.42 % 0.004	1.51 % 0.46 % 0.001	1.55 % 0.49 % 0.002	1.66 % 0.53 % 0.002	1.56 % 0.56 % 0.006	1.56 % 0.59 % 0.009	1.53 % 0.62 % 0.015
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.30 % 0.19 % 0.106	0.24 % 0.26 % 0.367	0.63 % 0.32 % 0.054	0.91 % 0.37 % 0.017	0.95 % 0.42 % 0.025	1.06 % 0.46 % 0.023	0.95 % 0.49 % 0.056		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.39 % 0.19 % 0.038	0.67 % 0.26 % 0.013	0.71 % 0.32 % 0.030				
\overline{CAR}_{+1}						0.28 % 0.19 % 0.140	0.32 % 0.26 % 0.227				
Antall obs.	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133

Handledag	Analyse 4.2					Uendret	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.20 % 0.35 % 0.574	-0.72 % 0.35 % 0.046	0.28 % 0.35 % 0.421	0.18 % 0.35 % 0.601	-0.12 % 0.35 % 0.742	0.80 % 0.35 % 0.027	0.23 % 0.35 % 0.521	-0.03 % 0.35 % 0.940	0.32 % 0.35 % 0.367	-0.19 % 0.35 % 0.589	-0.07 % 0.35 % 0.834
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.20 % 0.35 % 0.574	-0.52 % 0.49 % 0.297	-0.24 % 0.60 % 0.697	-0.05 % 0.70 % 0.940	-0.17 % 0.78 % 0.830	0.63 % 0.85 % 0.464	0.86 % 0.92 % 0.358	0.83 % 0.99 % 0.404	1.15 % 1.05 % 0.278	0.96 % 1.10 % 0.389	0.89 % 1.16 % 0.448
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.28 % 0.35 % 0.421	0.47 % 0.49 % 0.349	0.35 % 0.60 % 0.563	1.15 % 0.70 % 0.106	1.38 % 0.78 % 0.084	1.35 % 0.85 % 0.121	1.67 % 0.92 % 0.077		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.12 % 0.35 % 0.742	0.68 % 0.49 % 0.172	0.91 % 0.60 % 0.139				
\overline{CAR}_{+1}						0.80 % 0.35 % 0.027	1.02 % 0.49 % 0.044				
Antall obs.	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43

Handledag	Analyse 4.2					Reduksjon	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.03 % 0.43 % 0.940	0.18 % 0.43 % 0.674	-0.12 % 0.43 % 0.788	0.04 % 0.43 % 0.931	0.75 % 0.43 % 0.085	-0.49 % 0.43 % 0.254	0.23 % 0.43 % 0.596	0.09 % 0.43 % 0.835	0.17 % 0.43 % 0.692	-0.17 % 0.43 % 0.692	-0.86 % 0.43 % 0.049
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 % 0.43 % 0.940	0.21 % 0.61 % 0.726	0.10 % 0.74 % 0.895	0.14 % 0.86 % 0.875	0.88 % 0.96 % 0.359	0.39 % 1.05 % 0.710	0.62 % 1.13 % 0.586	0.71 % 1.21 % 0.560	0.88 % 1.29 % 0.496	0.71 % 1.36 % 0.602	-0.15 % 1.42 % 0.918
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.12 % 0.43 % 0.788	-0.08 % 0.61 % 0.898	0.67 % 0.74 % 0.369	0.18 % 0.86 % 0.836	0.41 % 0.96 % 0.673	0.50 % 1.05 % 0.638	0.67 % 1.13 % 0.559		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.75 % 0.43 % 0.085	0.26 % 0.61 % 0.674	0.48 % 0.74 % 0.516				
\overline{CAR}_{+1}						-0.49 % 0.43 % 0.254	-0.26 % 0.61 % 0.663				
Antall obs.	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71

	<i>Analyse 4.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.23 % 0.21 % 0.278	-0.02 % 0.21 % 0.925	0.03 % 0.21 % 0.871	-0.07 % 0.21 % 0.732	0.20 % 0.21 % 0.365	1.21 % 0.21 % 0.000	0.20 % 0.21 % 0.353	0.13 % 0.21 % 0.559	0.47 % 0.21 % 0.030	-0.04 % 0.21 % 0.847	0.21 % 0.21 % 0.320
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.23 % 0.21 % 0.278	-0.25 % 0.30 % 0.404	-0.22 % 0.37 % 0.556	-0.29 % 0.43 % 0.496	-0.10 % 0.48 % 0.839	1.11 % 0.52 % 0.038	1.31 % 0.57 % 0.023	1.44 % 0.61 % 0.020	1.91 % 0.64 % 0.004	1.87 % 0.68 % 0.007	2.08 % 0.71 % 0.004
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.03 % 0.21 % 0.871	-0.04 % 0.30 % 0.899	0.16 % 0.37 % 0.675	1.36 % 0.43 % 0.002	1.56 % 0.48 % 0.002	1.69 % 0.52 % 0.002	2.16 % 0.57 % 0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.20 % 0.21 % 0.365	1.40 % 0.30 % 0.000	1.60 % 0.37 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.21 % 0.21 % 0.000	1.41 % 0.30 % 0.000				
Antall obs.	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86

	<i>Analyse 4.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.19 % 0.27 % 0.494	0.11 % 0.27 % 0.689	0.04 % 0.27 % 0.895	-0.28 % 0.27 % 0.316	-0.37 % 0.27 % 0.187	-0.21 % 0.27 % 0.454	0.13 % 0.27 % 0.641	0.60 % 0.27 % 0.036	-0.08 % 0.27 % 0.775	-0.15 % 0.27 % 0.583	-0.01 % 0.27 % 0.979
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.19 % 0.27 % 0.494	-0.08 % 0.39 % 0.840	-0.04 % 0.48 % 0.929	-0.32 % 0.55 % 0.562	-0.69 % 0.61 % 0.268	-0.90 % 0.67 % 0.190	-0.77 % 0.73 % 0.296	-0.17 % 0.78 % 0.824	-0.25 % 0.82 % 0.761	-0.40 % 0.87 % 0.644	-0.41 % 0.91 % 0.653
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.04 % 0.27 % 0.895	-0.24 % 0.39 % 0.536	-0.61 % 0.48 % 0.206	-0.82 % 0.55 % 0.144	-0.69 % 0.61 % 0.268	-0.09 % 0.67 % 0.889	-0.17 % 0.73 % 0.812		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.37 % 0.27 % 0.187	-0.58 % 0.39 % 0.146	-0.45 % 0.48 % 0.352				
\overline{CAR}_{+1}						-0.21 % 0.27 % 0.454	-0.08 % 0.39 % 0.841				
Antall obs.	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40

	<i>Analyse 4.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.05 % 0.41 % 0.908	0.71 % 0.41 % 0.088	0.21 % 0.41 % 0.600	0.20 % 0.41 % 0.619	0.12 % 0.41 % 0.766	-1.73 % 0.41 % 0.000	-0.56 % 0.41 % 0.173	-0.34 % 0.41 % 0.410	-0.11 % 0.41 % 0.779	-0.14 % 0.41 % 0.734	0.19 % 0.41 % 0.633
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.05 % 0.41 % 0.908	0.66 % 0.57 % 0.257	0.87 % 0.70 % 0.220	1.08 % 0.81 % 0.191	1.20 % 0.91 % 0.193	-0.54 % 1.00 % 0.593	-1.10 % 1.08 % 0.312	-1.43 % 1.15 % 0.217	-1.55 % 1.22 % 0.209	-1.69 % 1.29 % 0.194	-1.49 % 1.35 % 0.273
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.21 % 0.41 % 0.600	0.42 % 0.57 % 0.470	0.54 % 0.70 % 0.447	-1.19 % 0.81 % 0.147	-1.75 % 0.91 % 0.058	-2.09 % 1.00 % 0.040	-2.20 % 1.08 % 0.045		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.12 % 0.41 % 0.766	-1.61 % 0.57 % 0.007	-2.17 % 0.70 % 0.003				
\overline{CAR}_{+1}						-1.73 % 0.41 % 0.000	-2.29 % 0.57 % 0.000				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Handledag	Analyse 5.A.1					Start	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.17 % 0.31 % 0.585	0.20 % 0.31 % 0.524	-0.20 % 0.31 % 0.520	0.09 % 0.31 % 0.775	-0.20 % 0.31 % 0.516	0.46 % 0.31 % 0.144	0.24 % 0.31 % 0.445	-0.13 % 0.31 % 0.682	-0.43 % 0.31 % 0.180	-0.11 % 0.31 % 0.721	-0.26 % 0.31 % 0.413
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.17 % 0.31 % 0.585	0.03 % 0.44 % 0.948	-0.17 % 0.54 % 0.750	-0.08 % 0.63 % 0.894	-0.29 % 0.70 % 0.682	0.18 % 0.77 % 0.820	0.42 % 0.83 % 0.617	0.29 % 0.89 % 0.747	-0.14 % 0.94 % 0.884	-0.25 % 0.99 % 0.801	-0.51 % 1.04 % 0.626
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.20 % 0.31 % 0.520	-0.11 % 0.44 % 0.800	-0.32 % 0.54 % 0.561	0.15 % 0.63 % 0.816	0.39 % 0.70 % 0.582	0.26 % 0.77 % 0.737	-0.17 % 0.83 % 0.841		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.20 % 0.31 % 0.516	0.26 % 0.44 % 0.561	0.50 % 0.54 % 0.360				
\overline{CAR}_{+1}						0.46 % 0.31 % 0.144	0.71 % 0.44 % 0.117				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Handledag	Analyse 5.A.1					Stopp	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.09 % 0.62 % 0.883	0.63 % 0.62 % 0.311	-0.35 % 0.62 % 0.573	-0.49 % 0.62 % 0.428	0.37 % 0.62 % 0.554	-1.63 % 0.62 % 0.011	-0.50 % 0.62 % 0.424	-0.26 % 0.62 % 0.679	-0.12 % 0.62 % 0.848	-0.15 % 0.62 % 0.805	-0.10 % 0.62 % 0.869
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.09 % 0.62 % 0.883	0.72 % 0.87 % 0.412	0.37 % 1.07 % 0.729	-0.12 % 1.24 % 0.923	0.25 % 1.38 % 0.858	-1.38 % 1.51 % 0.366	-1.88 % 1.64 % 0.256	-2.14 % 1.75 % 0.227	-2.26 % 1.86 % 0.229	-2.41 % 1.96 % 0.223	-2.51 % 2.05 % 0.226
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.35 % 0.62 % 0.573	-0.84 % 0.87 % 0.339	-0.48 % 1.07 % 0.659	-2.10 % 1.24 % 0.095	-2.60 % 1.38 % 0.065	-2.86 % 1.51 % 0.065	-2.98 % 1.64 % 0.074		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.37 % 0.62 % 0.554	-1.26 % 0.87 % 0.156	-1.76 % 1.07 % 0.107				
\overline{CAR}_{+1}						-1.63 % 0.62 % 0.011	-2.13 % 0.87 % 0.018				
Antall obs.	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54

Handledag	Analyse 5.A.2					Start	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.34 %	0.23 %	-0.07 %	0.10 %	-0.26 %	-0.52 %	-0.09 %	-0.56 %	-0.48 %	-0.37 %	-0.61 %
	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %	0.40 %
	0.401	0.559	0.856	0.805	0.511	0.197	0.815	0.169	0.234	0.365	0.136
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.34 %	-0.10 %	-0.18 %	-0.08 %	-0.34 %	-0.86 %	-0.96 %	-1.52 %	-2.00 %	-2.36 %	-2.97 %
	0.40 %	0.56 %	0.69 %	0.80 %	0.89 %	0.97 %	1.05 %	1.12 %	1.19 %	1.26 %	1.32 %
	0.401	0.855	0.799	0.923	0.703	0.381	0.369	0.186	0.103	0.069	0.031
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.07 %	0.03 %	-0.24 %	-0.76 %	-0.85 %	-1.41 %	-1.89 %		
			0.40 %	0.56 %	0.69 %	0.80 %	0.89 %	0.97 %	1.05 %		
			0.856	0.963	0.732	0.345	0.343	0.156	0.080		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.26 %	-0.79 %	-0.88 %				
					0.40 %	0.56 %	0.69 %				
					0.511	0.171	0.210				
\overline{CAR}_{+1}						-0.52 %	-0.62 %				
						0.40 %	0.56 %				
						0.197	0.280				
Antall obs.	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36

Handledag	Analyse 5.A.2					Stopp	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.15 %	-0.11 %	-0.74 %	-0.46 %	0.55 %	-1.02 %	-0.12 %	-0.56 %	-0.12 %	0.10 %	-0.87 %
	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %	0.95 %
	0.878	0.913	0.447	0.637	0.569	0.295	0.902	0.561	0.898	0.915	0.371
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.15 %	0.04 %	-0.69 %	-1.15 %	-0.60 %	-1.62 %	-1.74 %	-2.30 %	-2.42 %	-2.32 %	-3.19 %
	0.95 %	1.35 %	1.65 %	1.91 %	2.14 %	2.34 %	2.53 %	2.70 %	2.86 %	3.02 %	3.17 %
	0.878	0.975	0.678	0.552	0.781	0.495	0.498	0.402	0.405	0.449	0.323
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.74 %	-1.19 %	-0.64 %	-1.66 %	-1.78 %	-2.34 %	-2.46 %		
			0.95 %	1.35 %	1.65 %	1.91 %	2.14 %	2.34 %	2.53 %		
			0.447	0.385	0.701	0.392	0.412	0.326	0.338		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.55 %	-0.47 %	-0.59 %				
					0.95 %	1.35 %	1.65 %				
					0.569	0.731	0.725				
\overline{CAR}_{+1}						-1.02 %	-1.14 %				
						0.95 %	1.35 %				
						0.295	0.407				
Antall obs.	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28

Handledag	Analyse 5.A.2					Start	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.04 %	0.16 %	-0.37 %	0.08 %	-0.13 %	1.73 %	0.67 %	0.42 %	-0.35 %	0.21 %	0.19 %
	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %	0.50 %
	0.935	0.756	0.468	0.877	0.800	0.002	0.192	0.408	0.487	0.676	0.709
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.04 %	0.20 %	-0.17 %	-0.09 %	-0.22 %	1.51 %	2.19 %	2.61 %	2.25 %	2.47 %	2.66 %
	0.50 %	0.71 %	0.87 %	1.01 %	1.12 %	1.23 %	1.33 %	1.42 %	1.51 %	1.59 %	1.67 %
	0.935	0.781	0.846	0.928	0.846	0.230	0.112	0.078	0.147	0.133	0.123
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.37 %	-0.29 %	-0.42 %	1.31 %	1.99 %	2.41 %	2.05 %		
			0.50 %	0.71 %	0.87 %	1.01 %	1.12 %	1.23 %	1.33 %		
			0.468	0.685	0.634	0.203	0.089	0.061	0.134		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.13 %	1.60 %	2.28 %				
					0.50 %	0.71 %	0.87 %				
					0.800	0.032	0.014				
\overline{CAR}_{+1}						1.73 %	2.41 %				
						0.50 %	0.71 %				
						0.002	0.002				
Antall obs.	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28

Handledag	Analyse 5.A.2					Stopp	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.03 %	1.43 %	0.06 %	-0.54 %	0.17 %	-2.28 %	-0.91 %	0.07 %	-0.12 %	-0.43 %	0.72 %
	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %	0.77 %
	0.969	0.076	0.933	0.493	0.824	0.007	0.249	0.928	0.882	0.583	0.357
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 %	1.46 %	1.52 %	0.99 %	1.16 %	-1.12 %	-2.03 %	-1.96 %	-2.08 %	-2.51 %	-1.78 %
	0.77 %	1.09 %	1.33 %	1.54 %	1.72 %	1.89 %	2.04 %	2.18 %	2.31 %	2.43 %	2.55 %
	0.969	0.193	0.264	0.527	0.507	0.556	0.328	0.376	0.377	0.313	0.491
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.06 %	-0.47 %	-0.30 %	-2.58 %	-3.49 %	-3.42 %	-3.53 %		
			0.77 %	1.09 %	1.33 %	1.54 %	1.72 %	1.89 %	2.04 %		
			0.933	0.669	0.825	0.106	0.053	0.082	0.095		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.17 %	-2.11 %	-3.02 %				
					0.77 %	1.09 %	1.33 %				
					0.824	0.064	0.032				
\overline{CAR}_{+1}						-2.28 %	-3.19 %				
						0.77 %	1.09 %				
						0.007	0.007				
Antall obs.	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26

Handledag	Analyse 5.B.1					Annonsering av førstegangsutbetaling			[2001,2014]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	-0.23 %	0.24 %	-0.39 %	-0.09 %	0.04 %	0.93 %	-0.13 %	-0.42 %	0.01 %	0.05 %	-0.43 %	
	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	
	0.599	0.583	0.368	0.831	0.934	0.038	0.772	0.339	0.980	0.905	0.326	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.23 %	0.01 %	-0.38 %	-0.48 %	-0.44 %	0.49 %	0.37 %	-0.05 %	-0.04 %	0.01 %	-0.42 %	
	0.43 %	0.61 %	0.75 %	0.86 %	0.97 %	1.06 %	1.14 %	1.22 %	1.30 %	1.37 %	1.43 %	
	0.599	0.986	0.611	0.585	0.651	0.645	0.751	0.966	0.974	0.994	0.771	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.39 %	-0.49 %	-0.45 %	0.48 %	0.35 %	-0.06 %	-0.05 %			
			0.43 %	0.61 %	0.75 %	0.86 %	0.97 %	1.06 %	1.14 %			
			0.368	0.431	0.551	0.581	0.716	0.952	0.964			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.04 %	0.97 %	0.84 %					
					0.43 %	0.61 %	0.75 %					
					0.934	0.123	0.268					
\overline{CAR}_{+1}						0.93 %	0.81 %					
						0.43 %	0.61 %					
						0.038	0.196					
Antall obs.	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	

Handledag	Analyse 5.B.1					Stopp	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.38 %	0.91 %	-0.15 %	-0.64 %	0.43 %	-1.00 %	0.30 %	-0.26 %	0.16 %	0.11 %	-0.13 %
	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %	0.84 %
	0.659	0.289	0.855	0.452	0.615	0.246	0.727	0.757	0.847	0.896	0.881
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.38 %	0.53 %	0.38 %	-0.26 %	0.16 %	-0.83 %	-0.53 %	-0.80 %	-0.63 %	-0.52 %	-0.65 %
	0.84 %	1.19 %	1.46 %	1.69 %	1.88 %	2.06 %	2.23 %	2.38 %	2.53 %	2.66 %	2.79 %
	0.659	0.658	0.797	0.877	0.931	0.690	0.812	0.740	0.804	0.846	0.818
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.15 %	-0.80 %	-0.37 %	-1.36 %	-1.07 %	-1.33 %	-1.17 %		
			0.84 %	1.19 %	1.46 %	1.69 %	1.88 %	2.06 %	2.23 %		
			0.855	0.509	0.802	0.424	0.575	0.524	0.604		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.43 %	-0.57 %	-0.27 %				
					0.84 %	1.19 %	1.46 %				
					0.615	0.637	0.854				
\overline{CAR}_{+1}						-1.00 %	-0.70 %				
						0.84 %	1.19 %				
						0.246	0.561				
Antall obs.	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35

	<i>Analyse 5.B.2</i>				<i>Annonsering av førstegangsutbetaling</i>				<i>[2001,2008]</i>			
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	-0.60 %	0.44 %	-0.21 %	-0.22 %	0.24 %	-0.24 %	-0.47 %	-0.22 %	0.43 %	-0.29 %	-0.48 %	
	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	0.56 %	
	0.299	0.435	0.704	0.696	0.675	0.669	0.410	0.700	0.449	0.604	0.403	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.60 %	-0.15 %	-0.37 %	-0.59 %	-0.35 %	-0.59 %	-1.06 %	-1.28 %	-0.85 %	-1.14 %	-1.62 %	
	0.56 %	0.79 %	0.96 %	1.11 %	1.24 %	1.36 %	1.47 %	1.57 %	1.67 %	1.76 %	1.84 %	
	0.299	0.849	0.708	0.604	0.782	0.669	0.480	0.427	0.618	0.525	0.393	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.21 %	-0.44 %	-0.20 %	-0.44 %	-0.91 %	-1.13 %	-0.70 %			
			0.56 %	0.79 %	0.96 %	1.11 %	1.24 %	1.36 %	1.47 %			
			0.704	0.587	0.840	0.697	0.474	0.419	0.642			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.24 %	0.00 %	-0.47 %					
					0.56 %	0.79 %	0.96 %					
					0.675	0.995	0.629					
\overline{CAR}_{+1}						-0.24 %	-0.71 %					
						0.56 %	0.79 %					
						0.669	0.378					
Antall obs.	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	

	<i>Analyse 5.B.2</i>				<i>Stopp</i>		<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.02 %	0.29 %	-1.03 %	-1.06 %	0.49 %	-0.61 %	0.12 %	-0.64 %	0.89 %	0.19 %	-0.57 %
	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %	1.32 %
	0.989	0.828	0.445	0.435	0.713	0.650	0.931	0.632	0.511	0.887	0.673
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.02 %	0.27 %	-0.76 %	-1.81 %	-1.32 %	-1.93 %	-1.81 %	-2.46 %	-1.57 %	-1.38 %	-1.95 %
	1.32 %	1.87 %	2.29 %	2.64 %	2.95 %	3.24 %	3.50 %	3.74 %	3.96 %	4.18 %	4.38 %
	0.989	0.885	0.744	0.502	0.661	0.559	0.610	0.519	0.697	0.745	0.662
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-1.03 %	-2.09 %	-1.59 %	-2.20 %	-2.09 %	-2.73 %	-1.84 %		
			1.32 %	1.87 %	2.29 %	2.64 %	2.95 %	3.24 %	3.50 %		
			0.445	0.279	0.496	0.416	0.489	0.410	0.605		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.49 %	-0.12 %	0.00 %				
					1.32 %	1.87 %	2.29 %				
					0.713	0.951	1.000				
\overline{CAR}_{+1}						-0.61 %	-0.50 %				
						1.32 %	1.87 %				
						0.650	0.794				
Antall obs.	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18

Handledag	<i>Analyse 5.B.2</i>					<i>Annonsering av førstegangsutbetaling</i>					<i>[2009,2014]</i>	
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	0.21 % 0.68 % 0.759	-0.01 % 0.68 % 0.993	-0.61 % 0.68 % 0.382	0.06 % 0.68 % 0.930	-0.20 % 0.68 % 0.766	2.34 % 0.68 % 0.004	0.29 % 0.68 % 0.679	-0.66 % 0.68 % 0.346	-0.49 % 0.68 % 0.478	0.47 % 0.68 % 0.502	-0.38 % 0.68 % 0.587	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.21 % 0.68 % 0.759	0.21 % 0.96 % 0.833	-0.40 % 1.17 % 0.735	-0.34 % 1.35 % 0.803	-0.55 % 1.51 % 0.722	1.79 % 1.66 % 0.298	2.08 % 1.79 % 0.265	1.42 % 1.91 % 0.471	0.92 % 2.03 % 0.656	1.39 % 2.14 % 0.526	1.01 % 2.24 % 0.658	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.61 % 0.68 % 0.382	-0.55 % 0.96 % 0.575	-0.75 % 1.17 % 0.530	1.59 % 1.35 % 0.260	1.87 % 1.51 % 0.236	1.21 % 1.66 % 0.476	0.72 % 1.79 % 0.694			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.20 % 0.68 % 0.766	2.14 % 0.96 % 0.042	2.42 % 1.17 % 0.058					
\overline{CAR}_{+1}						2.34 % 0.68 % 0.004	2.63 % 0.96 % 0.016					
Antall obs.	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	

Handledag	<i>Analyse 5.B.2</i>					<i>Stopp</i>		<i>[2009,2014]</i>				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	-0.75 % 1.03 % 0.474	1.56 % 1.03 % 0.148	0.77 % 1.03 % 0.461	-0.20 % 1.03 % 0.845	0.36 % 1.03 % 0.732	-1.40 % 1.03 % 0.191	0.49 % 1.03 % 0.641	0.14 % 1.03 % 0.892	-0.60 % 1.03 % 0.564	0.03 % 1.03 % 0.979	0.34 % 1.03 % 0.745	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.75 % 1.03 % 0.474	0.81 % 1.45 % 0.585	1.58 % 1.78 % 0.386	1.38 % 2.05 % 0.511	1.74 % 2.29 % 0.460	0.33 % 2.51 % 0.896	0.82 % 2.71 % 0.766	0.96 % 2.90 % 0.744	0.36 % 3.08 % 0.909	0.39 % 3.24 % 0.907	0.73 % 3.40 % 0.834	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.77 % 1.03 % 0.461	0.57 % 1.45 % 0.699	0.93 % 1.78 % 0.609	-0.47 % 2.05 % 0.820	0.01 % 2.29 % 0.995	0.15 % 2.51 % 0.952	-0.45 % 2.71 % 0.871			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.36 % 1.03 % 0.732	-1.05 % 1.45 % 0.482	-0.56 % 1.78 % 0.758					
\overline{CAR}_{+1}						-1.40 % 1.03 % 0.191	-0.91 % 1.45 % 0.537					
Antall obs.	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	

C.2 Sensitivitets og robusthetsanalyse

	<i>Analyse 6.1.1</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.02 % 0.13 % 0.875	0.22 % 0.13 % 0.093	0.11 % 0.13 % 0.414	-0.07 % 0.13 % 0.619	0.20 % 0.13 % 0.127	0.54 % 0.13 % 0.000	0.08 % 0.13 % 0.561	0.02 % 0.13 % 0.863	-0.01 % 0.13 % 0.926	-0.04 % 0.13 % 0.748	-0.06 % 0.13 % 0.667
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.02 % 0.13 % 0.875	0.20 % 0.18 % 0.281	0.31 % 0.23 % 0.177	0.24 % 0.26 % 0.356	0.44 % 0.29 % 0.132	0.98 % 0.32 % 0.002	1.06 % 0.35 % 0.002	1.08 % 0.37 % 0.004	1.07 % 0.39 % 0.007	1.03 % 0.41 % 0.014	0.97 % 0.43 % 0.026
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.11 % 0.13 % 0.414	0.04 % 0.18 % 0.822	0.24 % 0.23 % 0.287	0.78 % 0.26 % 0.003	0.86 % 0.29 % 0.004	0.88 % 0.32 % 0.006	0.87 % 0.35 % 0.013		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.20 % 0.13 % 0.127	0.74 % 0.18 % 0.000	0.82 % 0.23 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.54 % 0.13 % 0.000	0.62 % 0.18 % 0.001				
Antall obs.	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280

	<i>Analyse 6.1.1</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.23 % 0.22 % 0.304	-0.22 % 0.22 % 0.327	0.18 % 0.22 % 0.422	0.02 % 0.22 % 0.914	0.12 % 0.22 % 0.581	-0.03 % 0.22 % 0.905	0.29 % 0.22 % 0.204	0.11 % 0.22 % 0.633	0.07 % 0.22 % 0.771	-0.17 % 0.22 % 0.457	-0.11 % 0.22 % 0.629
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.23 % 0.22 % 0.304	0.01 % 0.32 % 0.973	0.19 % 0.39 % 0.623	0.21 % 0.45 % 0.631	0.34 % 0.50 % 0.499	0.31 % 0.55 % 0.569	0.60 % 0.59 % 0.314	0.70 % 0.63 % 0.267	0.77 % 0.67 % 0.253	0.60 % 0.71 % 0.395	0.49 % 0.74 % 0.505
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.18 % 0.22 % 0.422	0.20 % 0.32 % 0.519	0.33 % 0.39 % 0.398	0.30 % 0.45 % 0.501	0.59 % 0.50 % 0.242	0.69 % 0.55 % 0.207	0.76 % 0.59 % 0.202		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.12 % 0.22 % 0.581	0.10 % 0.32 % 0.759	0.38 % 0.39 % 0.325				
\overline{CAR}_{+1}						-0.03 % 0.22 % 0.905	0.26 % 0.32 % 0.414				
Antall obs.	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108

	<i>Analyse 6.1.1</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.01 % 0.29 % 0.966	0.30 % 0.29 % 0.309	0.05 % 0.29 % 0.863	0.26 % 0.29 % 0.373	0.44 % 0.29 % 0.139	-0.78 % 0.29 % 0.009	-0.10 % 0.29 % 0.743	-0.07 % 0.29 % 0.811	0.00 % 0.29 % 0.990	-0.13 % 0.29 % 0.669	-0.35 % 0.29 % 0.232
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.01 % 0.29 % 0.966	0.29 % 0.42 % 0.490	0.34 % 0.51 % 0.507	0.60 % 0.59 % 0.308	1.04 % 0.66 % 0.117	0.26 % 0.72 % 0.721	0.16 % 0.78 % 0.836	0.09 % 0.83 % 0.913	0.09 % 0.88 % 0.915	-0.03 % 0.93 % 0.973	-0.39 % 0.98 % 0.694
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.05 % 0.29 % 0.863	0.31 % 0.42 % 0.452	0.75 % 0.51 % 0.143	-0.03 % 0.59 % 0.959	-0.13 % 0.66 % 0.848	-0.20 % 0.72 % 0.785	-0.19 % 0.78 % 0.804		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.44 % 0.29 % 0.139	-0.34 % 0.42 % 0.410	-0.44 % 0.51 % 0.389				
\overline{CAR}_{+1}						-0.78 % 0.29 % 0.009	-0.88 % 0.42 % 0.037				
Antall obs.	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134

	<i>Analyse 6.1.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
<i>AR</i>	0.07 %	0.38 %	0.22 %	-0.06 %	0.23 %	0.10 %	-0.06 %	-0.07 %	-0.18 %	-0.08 %	-0.18 %
	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %
	0.697	0.028	0.208	0.732	0.176	0.549	0.723	0.688	0.289	0.621	0.282
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 %	0.44 %	0.66 %	0.60 %	0.83 %	0.93 %	0.87 %	0.80 %	0.62 %	0.54 %	0.36 %
	0.17 %	0.24 %	0.29 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %	0.48 %	0.51 %	0.54 %	0.56 %
	0.697	0.068	0.027	0.080	0.030	0.027	0.054	0.097	0.224	0.318	0.530
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.22 %	0.16 %	0.39 %	0.49 %	0.43 %	0.36 %	0.18 %		
			0.17 %	0.24 %	0.29 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %		
			0.208	0.516	0.190	0.152	0.260	0.387	0.689		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.23 %	0.33 %	0.27 %				
					0.17 %	0.24 %	0.29 %				
					0.176	0.167	0.355				
\overline{CAR}_{+1}						0.10 %	0.04 %				
						0.17 %	0.24 %				
						0.549	0.863				
Antall obs.	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168

	<i>Analyse 6.1.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
<i>AR</i>	0.22 %	-0.72 %	0.28 %	0.06 %	0.36 %	0.42 %	0.19 %	-0.09 %	0.23 %	-0.02 %	-0.13 %
	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %
	0.503	0.035	0.409	0.861	0.282	0.210	0.566	0.787	0.491	0.946	0.707
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.22 %	-0.49 %	-0.22 %	-0.16 %	0.20 %	0.62 %	0.81 %	0.72 %	0.95 %	0.93 %	0.81 %
	0.33 %	0.47 %	0.57 %	0.66 %	0.74 %	0.81 %	0.88 %	0.94 %	0.99 %	1.05 %	1.10 %
	0.503	0.298	0.706	0.811	0.787	0.447	0.358	0.444	0.342	0.379	0.467
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.28 %	0.33 %	0.69 %	1.12 %	1.31 %	1.22 %	1.45 %		
			0.33 %	0.47 %	0.57 %	0.66 %	0.74 %	0.81 %	0.88 %		
			0.409	0.479	0.232	0.099	0.084	0.140	0.105		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.36 %	0.78 %	0.97 %				
					0.33 %	0.47 %	0.57 %				
					0.282	0.102	0.096				
\overline{CAR}_{+1}						0.42 %	0.61 %				
						0.33 %	0.47 %				
						0.210	0.198				
Antall obs.	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49

	<i>Analyse 6.1.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
<i>AR</i>	0.03 %	0.18 %	-0.12 %	0.04 %	0.75 %	-0.49 %	0.23 %	0.09 %	0.17 %	-0.17 %	-0.86 %
	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %
	0.940	0.674	0.788	0.931	0.085	0.254	0.596	0.835	0.692	0.692	0.049
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 %	0.21 %	0.10 %	0.14 %	0.88 %	0.39 %	0.62 %	0.71 %	0.88 %	0.71 %	-0.15 %
	0.43 %	0.61 %	0.74 %	0.86 %	0.96 %	1.05 %	1.13 %	1.21 %	1.29 %	1.36 %	1.42 %
	0.940	0.726	0.895	0.875	0.359	0.710	0.586	0.560	0.496	0.602	0.918
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.12 %	-0.08 %	0.67 %	0.18 %	0.41 %	0.50 %	0.67 %		
			0.43 %	0.61 %	0.74 %	0.86 %	0.96 %	1.05 %	1.13 %		
			0.788	0.898	0.369	0.836	0.673	0.638	0.559		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.75 %	0.26 %	0.48 %				
					0.43 %	0.61 %	0.74 %				
					0.085	0.674	0.516				
\overline{CAR}_{+1}						-0.49 %	-0.26 %				
						0.43 %	0.61 %				
						0.254	0.663				
Antall obs.	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71

	<i>Analyse 6.1.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.15 % 0.20 % 0.461	-0.01 % 0.20 % 0.948	-0.06 % 0.20 % 0.786	-0.08 % 0.20 % 0.713	0.15 % 0.20 % 0.456	1.20 % 0.20 % 0.000	0.28 % 0.20 % 0.171	0.16 % 0.20 % 0.436	0.24 % 0.20 % 0.239	0.02 % 0.20 % 0.918	0.13 % 0.20 % 0.511
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.15 % 0.20 % 0.461	-0.16 % 0.29 % 0.570	-0.22 % 0.35 % 0.535	-0.29 % 0.41 % 0.471	-0.14 % 0.46 % 0.755	1.05 % 0.50 % 0.037	1.34 % 0.54 % 0.015	1.50 % 0.58 % 0.011	1.74 % 0.61 % 0.005	1.76 % 0.65 % 0.007	1.89 % 0.68 % 0.006
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.06 % 0.20 % 0.786	-0.13 % 0.29 % 0.651	0.02 % 0.35 % 0.951	1.22 % 0.41 % 0.003	1.50 % 0.46 % 0.001	1.66 % 0.50 % 0.001	1.90 % 0.54 % 0.001		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.15 % 0.20 % 0.456	1.35 % 0.29 % 0.000	1.63 % 0.35 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.20 % 0.20 % 0.000	1.48 % 0.29 % 0.000				
Antall obs.	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112

	<i>Analyse 6.1.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.24 % 0.30 % 0.437	0.19 % 0.30 % 0.525	0.10 % 0.30 % 0.741	0.00 % 0.30 % 0.989	-0.07 % 0.30 % 0.809	-0.40 % 0.30 % 0.193	0.36 % 0.30 % 0.234	0.27 % 0.30 % 0.374	-0.07 % 0.30 % 0.814	-0.29 % 0.30 % 0.347	-0.09 % 0.30 % 0.756
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.24 % 0.30 % 0.437	0.43 % 0.43 % 0.319	0.53 % 0.52 % 0.315	0.53 % 0.60 % 0.388	0.45 % 0.67 % 0.506	0.05 % 0.74 % 0.942	0.42 % 0.80 % 0.603	0.69 % 0.85 % 0.424	0.62 % 0.91 % 0.499	0.33 % 0.95 % 0.730	0.24 % 1.00 % 0.814
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.10 % 0.30 % 0.741	0.10 % 0.43 % 0.823	0.02 % 0.52 % 0.965	-0.37 % 0.60 % 0.537	-0.01 % 0.67 % 0.986	0.26 % 0.74 % 0.728	0.19 % 0.80 % 0.816		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.07 % 0.30 % 0.809	-0.47 % 0.43 % 0.274	-0.11 % 0.52 % 0.837				
\overline{CAR}_{+1}						-0.40 % 0.30 % 0.193	-0.03 % 0.43 % 0.935				
Antall obs.	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59

	<i>Analyse 6.1.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.06 % 0.40 % 0.874	0.44 % 0.40 % 0.279	0.24 % 0.40 % 0.552	0.52 % 0.40 % 0.199	0.09 % 0.40 % 0.828	-1.11 % 0.40 % 0.007	-0.46 % 0.40 % 0.250	-0.25 % 0.40 % 0.531	-0.18 % 0.40 % 0.646	-0.08 % 0.40 % 0.849	0.21 % 0.40 % 0.593
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.06 % 0.40 % 0.874	0.37 % 0.56 % 0.512	0.61 % 0.69 % 0.380	1.13 % 0.80 % 0.162	1.22 % 0.89 % 0.178	0.11 % 0.98 % 0.913	-0.36 % 1.06 % 0.737	-0.61 % 1.13 % 0.593	-0.79 % 1.20 % 0.511	-0.87 % 1.26 % 0.494	-0.65 % 1.32 % 0.623
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.24 % 0.40 % 0.552	0.76 % 0.56 % 0.185	0.84 % 0.69 % 0.227	-0.26 % 0.80 % 0.741	-0.73 % 0.89 % 0.418	-0.98 % 0.98 % 0.320	-1.16 % 1.06 % 0.275		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.09 % 0.40 % 0.828	-1.02 % 0.56 % 0.075	-1.48 % 0.69 % 0.036				
\overline{CAR}_{+1}						-1.11 % 0.40 % 0.007	-1.57 % 0.56 % 0.007				
Antall obs.	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63

Handledag	Analyse 6.2.1					Økning	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.00 % 0.13 % 0.974	0.22 % 0.13 % 0.096	0.10 % 0.13 % 0.439	-0.02 % 0.13 % 0.849	0.16 % 0.13 % 0.235	0.55 % 0.13 % 0.000	0.05 % 0.13 % 0.675	0.04 % 0.13 % 0.779	-0.04 % 0.13 % 0.784	-0.01 % 0.13 % 0.912	-0.06 % 0.13 % 0.634
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.00 % 0.13 % 0.974	0.22 % 0.18 % 0.229	0.32 % 0.23 % 0.154	0.30 % 0.26 % 0.254	0.45 % 0.29 % 0.121	1.01 % 0.32 % 0.002	1.06 % 0.35 % 0.002	1.10 % 0.37 % 0.003	1.06 % 0.39 % 0.007	1.05 % 0.41 % 0.012	0.99 % 0.43 % 0.024
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.10 % 0.13 % 0.439	0.08 % 0.18 % 0.680	0.23 % 0.23 % 0.307	0.78 % 0.26 % 0.003	0.84 % 0.29 % 0.004	0.88 % 0.32 % 0.007	0.84 % 0.35 % 0.016		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.16 % 0.13 % 0.235	0.71 % 0.18 % 0.000	0.76 % 0.23 % 0.001				
\overline{CAR}_{+1}						0.55 % 0.13 % 0.000	0.61 % 0.18 % 0.001				
Antall obs.	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274	274

Handledag	Analyse 6.2.1					Uendret	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.23 % 0.22 % 0.304	-0.22 % 0.22 % 0.327	0.18 % 0.22 % 0.422	0.02 % 0.22 % 0.914	0.12 % 0.22 % 0.581	-0.03 % 0.22 % 0.905	0.29 % 0.22 % 0.204	0.11 % 0.22 % 0.633	0.07 % 0.22 % 0.771	-0.17 % 0.22 % 0.457	-0.11 % 0.22 % 0.629
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.23 % 0.22 % 0.304	0.01 % 0.32 % 0.973	0.19 % 0.39 % 0.623	0.21 % 0.45 % 0.631	0.34 % 0.50 % 0.499	0.31 % 0.55 % 0.569	0.60 % 0.59 % 0.314	0.70 % 0.63 % 0.267	0.77 % 0.67 % 0.253	0.60 % 0.71 % 0.395	0.49 % 0.74 % 0.505
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.18 % 0.22 % 0.422	0.20 % 0.32 % 0.519	0.33 % 0.39 % 0.398	0.30 % 0.45 % 0.501	0.59 % 0.50 % 0.242	0.69 % 0.55 % 0.207	0.76 % 0.59 % 0.202		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.12 % 0.22 % 0.581	0.10 % 0.32 % 0.759	0.38 % 0.39 % 0.325				
\overline{CAR}_{+1}						-0.03 % 0.22 % 0.905	0.26 % 0.32 % 0.414				
Antall obs.	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108

Handledag	Analyse 6.2.1					Reduksjon	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 % 0.25 % 0.945	0.23 % 0.25 % 0.364	0.21 % 0.25 % 0.410	0.14 % 0.25 % 0.589	0.44 % 0.25 % 0.088	-0.79 % 0.25 % 0.002	-0.01 % 0.25 % 0.961	-0.23 % 0.25 % 0.365	0.10 % 0.25 % 0.705	-0.13 % 0.25 % 0.607	-0.36 % 0.25 % 0.161
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 % 0.25 % 0.945	0.25 % 0.36 % 0.490	0.46 % 0.44 % 0.299	0.60 % 0.51 % 0.243	1.03 % 0.57 % 0.071	0.24 % 0.62 % 0.702	0.23 % 0.67 % 0.737	0.00 % 0.72 % 0.995	0.09 % 0.76 % 0.904	-0.04 % 0.80 % 0.962	-0.40 % 0.84 % 0.638
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.21 % 0.25 % 0.410	0.35 % 0.36 % 0.335	0.78 % 0.44 % 0.077	-0.01 % 0.51 % 0.985	-0.02 % 0.57 % 0.969	-0.25 % 0.62 % 0.685	-0.16 % 0.67 % 0.816		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.44 % 0.25 % 0.088	-0.36 % 0.36 % 0.322	-0.37 % 0.44 % 0.402				
\overline{CAR}_{+1}						-0.79 % 0.25 % 0.002	-0.81 % 0.36 % 0.027				
Antall obs.	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124

Handledag	Analyse 6.2.2					Økning	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.11 % 0.17 % 0.508	0.37 % 0.17 % 0.029	0.20 % 0.17 % 0.230	0.01 % 0.17 % 0.944	0.19 % 0.17 % 0.262	0.18 % 0.17 % 0.296	-0.09 % 0.17 % 0.602	-0.02 % 0.17 % 0.902	-0.19 % 0.17 % 0.268	-0.02 % 0.17 % 0.928	-0.19 % 0.17 % 0.271
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.11 % 0.17 % 0.508	0.49 % 0.24 % 0.044	0.69 % 0.29 % 0.020	0.70 % 0.34 % 0.040	0.89 % 0.38 % 0.020	1.07 % 0.41 % 0.011	0.98 % 0.45 % 0.030	0.96 % 0.48 % 0.047	0.77 % 0.51 % 0.130	0.76 % 0.54 % 0.159	0.57 % 0.56 % 0.311
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.20 % 0.17 % 0.230	0.22 % 0.24 % 0.369	0.41 % 0.29 % 0.168	0.58 % 0.34 % 0.087	0.50 % 0.38 % 0.193	0.47 % 0.41 % 0.254	0.29 % 0.45 % 0.524		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.19 % 0.17 % 0.262	0.37 % 0.24 % 0.126	0.28 % 0.29 % 0.342				
\overline{CAR}_{+1}						0.18 % 0.17 % 0.296	0.09 % 0.24 % 0.710				
Antall obs.	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164

Handledag	Analyse 6.2.2					Uendret	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.22 % 0.33 % 0.503	-0.72 % 0.33 % 0.035	0.28 % 0.33 % 0.409	0.06 % 0.33 % 0.861	0.36 % 0.33 % 0.282	0.42 % 0.33 % 0.210	0.19 % 0.33 % 0.566	-0.09 % 0.33 % 0.787	0.23 % 0.33 % 0.491	-0.02 % 0.33 % 0.946	-0.13 % 0.33 % 0.707
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.22 % 0.33 % 0.503	-0.49 % 0.47 % 0.298	-0.22 % 0.57 % 0.706	-0.16 % 0.66 % 0.811	0.20 % 0.74 % 0.787	0.62 % 0.81 % 0.447	0.81 % 0.88 % 0.358	0.72 % 0.94 % 0.444	0.95 % 0.99 % 0.342	0.93 % 1.05 % 0.379	0.81 % 1.10 % 0.467
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.28 % 0.33 % 0.409	0.33 % 0.47 % 0.479	0.69 % 0.57 % 0.232	1.12 % 0.66 % 0.099	1.31 % 0.74 % 0.084	1.22 % 0.81 % 0.140	1.45 % 0.88 % 0.105		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.36 % 0.33 % 0.282	0.78 % 0.47 % 0.102	0.97 % 0.57 % 0.096				
\overline{CAR}_{+1}						0.42 % 0.33 % 0.210	0.61 % 0.47 % 0.198				
Antall obs.	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49

Handledag	Analyse 6.2.2					Reduksjon	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.01 % 0.31 % 0.969	0.09 % 0.31 % 0.766	0.14 % 0.31 % 0.644	-0.04 % 0.31 % 0.900	0.77 % 0.31 % 0.016	-0.53 % 0.31 % 0.093	0.14 % 0.31 % 0.661	-0.03 % 0.31 % 0.925	0.32 % 0.31 % 0.314	-0.18 % 0.31 % 0.559	-0.81 % 0.31 % 0.011
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.01 % 0.31 % 0.969	0.08 % 0.44 % 0.855	0.23 % 0.54 % 0.677	0.19 % 0.62 % 0.766	0.96 % 0.70 % 0.174	0.42 % 0.76 % 0.579	0.56 % 0.82 % 0.497	0.53 % 0.88 % 0.547	0.85 % 0.93 % 0.367	0.66 % 0.98 % 0.501	-0.14 % 1.03 % 0.889
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.14 % 0.31 % 0.644	0.11 % 0.44 % 0.812	0.87 % 0.54 % 0.109	0.34 % 0.62 % 0.582	0.48 % 0.70 % 0.492	0.45 % 0.76 % 0.555	0.77 % 0.82 % 0.355		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.77 % 0.31 % 0.016	0.24 % 0.44 % 0.590	0.38 % 0.54 % 0.488				
\overline{CAR}_{+1}						-0.53 % 0.31 % 0.093	-0.39 % 0.44 % 0.374				
Antall obs.	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67

	<i>Analyse 6.2.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.16 % 0.21 % 0.448	-0.01 % 0.21 % 0.952	-0.05 % 0.21 % 0.802	-0.08 % 0.21 % 0.699	0.10 % 0.21 % 0.616	1.11 % 0.21 % 0.000	0.27 % 0.21 % 0.195	0.12 % 0.21 % 0.554	0.19 % 0.21 % 0.355	-0.01 % 0.21 % 0.948	0.12 % 0.21 % 0.551
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.16 % 0.21 % 0.448	-0.17 % 0.29 % 0.562	-0.22 % 0.36 % 0.537	-0.30 % 0.41 % 0.466	-0.20 % 0.46 % 0.669	0.91 % 0.50 % 0.073	1.18 % 0.54 % 0.032	1.31 % 0.58 % 0.027	1.50 % 0.62 % 0.017	1.48 % 0.65 % 0.025	1.61 % 0.68 % 0.020
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.05 % 0.21 % 0.802	-0.13 % 0.29 % 0.652	-0.03 % 0.36 % 0.937	1.08 % 0.41 % 0.010	1.35 % 0.46 % 0.004	1.47 % 0.50 % 0.004	1.67 % 0.54 % 0.003		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.10 % 0.21 % 0.616	1.22 % 0.29 % 0.000	1.48 % 0.36 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.11 % 0.21 % 0.000	1.38 % 0.29 % 0.000				
Antall obs.	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
	<i>Analyse 6.2.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.24 % 0.30 % 0.437	0.19 % 0.30 % 0.525	0.10 % 0.30 % 0.741	0.00 % 0.30 % 0.989	-0.07 % 0.30 % 0.809	-0.40 % 0.30 % 0.193	0.36 % 0.30 % 0.234	0.27 % 0.30 % 0.374	-0.07 % 0.30 % 0.814	-0.29 % 0.30 % 0.347	-0.09 % 0.30 % 0.756
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.24 % 0.30 % 0.437	0.43 % 0.43 % 0.319	0.53 % 0.52 % 0.315	0.53 % 0.60 % 0.388	0.45 % 0.67 % 0.506	0.05 % 0.74 % 0.942	0.42 % 0.80 % 0.603	0.69 % 0.85 % 0.424	0.62 % 0.91 % 0.499	0.33 % 0.95 % 0.730	0.24 % 1.00 % 0.814
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.10 % 0.30 % 0.741	0.10 % 0.43 % 0.823	0.02 % 0.52 % 0.965	-0.37 % 0.60 % 0.537	-0.01 % 0.67 % 0.986	0.26 % 0.74 % 0.728	0.19 % 0.80 % 0.816		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.07 % 0.30 % 0.809	-0.47 % 0.43 % 0.274	-0.11 % 0.52 % 0.837				
\overline{CAR}_{+1}						-0.40 % 0.30 % 0.193	-0.03 % 0.43 % 0.935				
Antall obs.	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59
	<i>Analyse 6.2.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 % 0.41 % 0.900	0.39 % 0.41 % 0.346	0.29 % 0.41 % 0.491	0.35 % 0.41 % 0.409	0.05 % 0.41 % 0.911	-1.10 % 0.41 % 0.010	-0.19 % 0.41 % 0.652	-0.47 % 0.41 % 0.264	-0.16 % 0.41 % 0.700	-0.07 % 0.41 % 0.866	0.17 % 0.41 % 0.680
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 % 0.41 % 0.900	0.45 % 0.59 % 0.450	0.73 % 0.72 % 0.311	1.08 % 0.83 % 0.199	1.13 % 0.93 % 0.230	0.02 % 1.02 % 0.983	-0.17 % 1.10 % 0.880	-0.63 % 1.17 % 0.591	-0.80 % 1.24 % 0.525	-0.87 % 1.31 % 0.512	-0.69 % 1.38 % 0.616
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.29 % 0.41 % 0.491	0.63 % 0.59 % 0.286	0.68 % 0.72 % 0.349	-0.43 % 0.83 % 0.610	-0.61 % 0.93 % 0.511	-1.08 % 1.02 % 0.292	-1.24 % 1.10 % 0.262		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.05 % 0.41 % 0.911	-1.06 % 0.59 % 0.077	-1.25 % 0.72 % 0.088				
\overline{CAR}_{+1}						-1.10 % 0.41 % 0.010	-1.29 % 0.59 % 0.032				
Antall obs.	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57

Handledag	Analyse 6.3.1					Økning	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.00 %	0.17 %	0.16 %	-0.07 %	0.18 %	0.57 %	0.04 %	0.04 %	0.06 %	0.02 %	-0.09 %
	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %
	0.997	0.218	0.239	0.629	0.187	0.000	0.775	0.793	0.663	0.855	0.495
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.00 %	0.17 %	0.32 %	0.26 %	0.44 %	1.01 %	1.05 %	1.08 %	1.14 %	1.17 %	1.07 %
	0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.27 %	0.30 %	0.33 %	0.36 %	0.38 %	0.40 %	0.43 %	0.45 %
	0.997	0.385	0.165	0.336	0.147	0.003	0.004	0.005	0.005	0.007	0.017
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.16 %	0.09 %	0.27 %	0.84 %	0.88 %	0.92 %	0.97 %		
			0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.27 %	0.30 %	0.33 %	0.36 %		
			0.239	0.623	0.245	0.002	0.004	0.006	0.007		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.18 %	0.75 %	0.79 %				
					0.13 %	0.19 %	0.23 %				
					0.187	0.000	0.001				
\overline{CAR}_{+1}						0.57 %	0.61 %				
						0.13 %	0.19 %				
						0.000	0.002				
Antall obs.	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255

Handledag	Analyse 6.3.1					Uendret	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.21 %	-0.22 %	0.24 %	0.02 %	0.11 %	-0.04 %	0.35 %	0.08 %	0.05 %	-0.14 %	-0.29 %
	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %
	0.349	0.333	0.278	0.928	0.637	0.854	0.116	0.734	0.818	0.531	0.194
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.21 %	-0.01 %	0.24 %	0.26 %	0.36 %	0.32 %	0.68 %	0.75 %	0.80 %	0.66 %	0.37 %
	0.22 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.50 %	0.55 %	0.59 %	0.63 %	0.67 %	0.71 %	0.74 %
	0.349	0.981	0.543	0.568	0.470	0.559	0.256	0.238	0.234	0.351	0.619
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.24 %	0.26 %	0.37 %	0.33 %	0.68 %	0.76 %	0.81 %		
			0.22 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.50 %	0.55 %	0.59 %		
			0.278	0.406	0.342	0.464	0.175	0.169	0.174		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.11 %	0.06 %	0.42 %				
					0.22 %	0.32 %	0.39 %				
					0.637	0.838	0.282				
\overline{CAR}_{+1}						-0.04 %	0.31 %				
						0.22 %	0.32 %				
						0.854	0.325				
Antall obs.	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

Handledag	Analyse 6.3.1					Reduksjon	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 %	0.24 %	0.28 %	0.14 %	0.38 %	-0.69 %	-0.05 %	-0.22 %	0.05 %	-0.12 %	-0.42 %
	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %	0.26 %
	0.939	0.361	0.288	0.583	0.145	0.009	0.843	0.388	0.835	0.630	0.109
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 %	0.26 %	0.53 %	0.68 %	1.05 %	0.36 %	0.31 %	0.09 %	0.14 %	0.02 %	-0.40 %
	0.26 %	0.37 %	0.45 %	0.52 %	0.58 %	0.63 %	0.68 %	0.73 %	0.78 %	0.82 %	0.86 %
	0.939	0.484	0.236	0.194	0.071	0.567	0.649	0.905	0.855	0.984	0.641
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.28 %	0.42 %	0.80 %	0.11 %	0.05 %	-0.17 %	-0.11 %		
			0.26 %	0.37 %	0.45 %	0.52 %	0.58 %	0.63 %	0.68 %		
			0.288	0.255	0.077	0.837	0.924	0.790	0.867		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.38 %	-0.31 %	-0.36 %				
					0.26 %	0.37 %	0.45 %				
					0.145	0.395	0.418				
\overline{CAR}_{+1}						-0.69 %	-0.74 %				
						0.26 %	0.37 %				
						0.009	0.044				
Antall obs.	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120

Handledag	Analyse 6.3.2					Økning	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.10 % 0.18 % 0.591	0.34 % 0.18 % 0.057	0.29 % 0.18 % 0.108	-0.03 % 0.18 % 0.850	0.17 % 0.18 % 0.341	0.31 % 0.18 % 0.077	-0.16 % 0.18 % 0.354	-0.02 % 0.18 % 0.891	-0.08 % 0.18 % 0.636	0.06 % 0.18 % 0.750	-0.20 % 0.18 % 0.267
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.10 % 0.18 % 0.591	0.43 % 0.25 % 0.084	0.72 % 0.31 % 0.020	0.69 % 0.35 % 0.054	0.85 % 0.39 % 0.032	1.17 % 0.43 % 0.008	1.00 % 0.47 % 0.033	0.98 % 0.50 % 0.052	0.90 % 0.53 % 0.093	0.95 % 0.56 % 0.090	0.76 % 0.59 % 0.199
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.29 % 0.18 % 0.108	0.25 % 0.25 % 0.315	0.42 % 0.31 % 0.171	0.73 % 0.35 % 0.039	0.57 % 0.39 % 0.151	0.55 % 0.43 % 0.209	0.46 % 0.47 % 0.324		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.17 % 0.18 % 0.341	0.48 % 0.25 % 0.055	0.32 % 0.31 % 0.299				
\overline{CAR}_{+1}						0.31 % 0.18 % 0.077	0.15 % 0.25 % 0.549				
Antall obs.	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150

Handledag	Analyse 6.3.2					Uendret	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.18 % 0.33 % 0.598	-0.74 % 0.33 % 0.031	0.43 % 0.33 % 0.206	0.05 % 0.33 % 0.878	0.34 % 0.33 % 0.319	0.42 % 0.33 % 0.219	0.34 % 0.33 % 0.309	-0.17 % 0.33 % 0.607	0.21 % 0.33 % 0.533	0.05 % 0.33 % 0.892	-0.55 % 0.33 % 0.108
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.18 % 0.33 % 0.598	-0.57 % 0.47 % 0.236	-0.14 % 0.58 % 0.811	-0.09 % 0.67 % 0.896	0.25 % 0.75 % 0.741	0.66 % 0.82 % 0.421	1.01 % 0.88 % 0.260	0.84 % 0.94 % 0.381	1.05 % 1.00 % 0.302	1.09 % 1.06 % 0.307	0.54 % 1.11 % 0.626
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.43 % 0.33 % 0.206	0.48 % 0.47 % 0.315	0.82 % 0.58 % 0.165	1.23 % 0.67 % 0.072	1.58 % 0.75 % 0.040	1.40 % 0.82 % 0.093	1.61 % 0.88 % 0.074		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.34 % 0.33 % 0.319	0.75 % 0.47 % 0.118	1.10 % 0.58 % 0.064				
\overline{CAR}_{+1}						0.42 % 0.33 % 0.219	0.76 % 0.47 % 0.114				
Antall obs.	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46

Handledag	Analyse 6.3.2					Reduksjon	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.03 % 0.31 % 0.937	0.12 % 0.31 % 0.697	0.20 % 0.31 % 0.535	0.00 % 0.31 % 0.992	0.78 % 0.31 % 0.015	-0.61 % 0.31 % 0.057	0.15 % 0.31 % 0.640	0.04 % 0.31 % 0.909	0.32 % 0.31 % 0.309	-0.17 % 0.31 % 0.599	-0.83 % 0.31 % 0.011
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 % 0.31 % 0.937	0.15 % 0.45 % 0.741	0.34 % 0.55 % 0.530	0.35 % 0.63 % 0.583	1.13 % 0.70 % 0.112	0.52 % 0.77 % 0.501	0.67 % 0.83 % 0.424	0.71 % 0.89 % 0.430	1.03 % 0.94 % 0.280	0.86 % 1.00 % 0.389	0.03 % 1.04 % 0.974
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.20 % 0.31 % 0.535	0.20 % 0.45 % 0.655	0.98 % 0.55 % 0.076	0.37 % 0.63 % 0.554	0.52 % 0.70 % 0.461	0.56 % 0.77 % 0.472	0.88 % 0.83 % 0.294		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.78 % 0.31 % 0.015	0.17 % 0.45 % 0.697	0.32 % 0.55 % 0.556				
\overline{CAR}_{+1}						-0.61 % 0.31 % 0.057	-0.46 % 0.45 % 0.303				
Antall obs.	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66

	<i>Analyse 6.3.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.14 % 0.21 % 0.513	-0.08 % 0.21 % 0.703	-0.02 % 0.21 % 0.919	-0.11 % 0.21 % 0.597	0.19 % 0.21 % 0.358	0.94 % 0.21 % 0.000	0.33 % 0.21 % 0.119	0.12 % 0.21 % 0.565	0.26 % 0.21 % 0.212	-0.02 % 0.21 % 0.921	0.06 % 0.21 % 0.786
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.14 % 0.21 % 0.513	-0.22 % 0.30 % 0.464	-0.24 % 0.36 % 0.511	-0.35 % 0.42 % 0.405	-0.16 % 0.47 % 0.739	0.78 % 0.51 % 0.130	1.11 % 0.55 % 0.048	1.23 % 0.59 % 0.040	1.49 % 0.63 % 0.019	1.47 % 0.66 % 0.028	1.53 % 0.69 % 0.030
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.02 % 0.21 % 0.919	-0.13 % 0.30 % 0.656	0.06 % 0.36 % 0.867	1.00 % 0.42 % 0.019	1.32 % 0.47 % 0.005	1.44 % 0.51 % 0.006	1.71 % 0.55 % 0.003		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.19 % 0.21 % 0.358	1.13 % 0.30 % 0.000	1.46 % 0.36 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.94 % 0.21 % 0.000	1.26 % 0.30 % 0.000				
Antall obs.	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

	<i>Analyse 6.3.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.24 % 0.30 % 0.437	0.19 % 0.30 % 0.525	0.10 % 0.30 % 0.741	0.00 % 0.30 % 0.989	-0.07 % 0.30 % 0.809	-0.40 % 0.30 % 0.193	0.36 % 0.30 % 0.234	0.27 % 0.30 % 0.374	-0.07 % 0.30 % 0.814	-0.29 % 0.30 % 0.347	-0.09 % 0.30 % 0.756
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.24 % 0.30 % 0.437	0.43 % 0.43 % 0.319	0.53 % 0.52 % 0.315	0.53 % 0.60 % 0.388	0.45 % 0.67 % 0.506	0.05 % 0.74 % 0.942	0.42 % 0.80 % 0.603	0.69 % 0.85 % 0.424	0.62 % 0.91 % 0.499	0.33 % 0.95 % 0.730	0.24 % 1.00 % 0.814
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.10 % 0.30 % 0.741	0.10 % 0.43 % 0.823	0.02 % 0.52 % 0.965	-0.37 % 0.60 % 0.537	-0.01 % 0.67 % 0.986	0.26 % 0.74 % 0.728	0.19 % 0.80 % 0.816		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.07 % 0.30 % 0.809	-0.47 % 0.43 % 0.274	-0.11 % 0.52 % 0.837				
\overline{CAR}_{+1}						-0.40 % 0.30 % 0.193	-0.03 % 0.43 % 0.935				
Antall obs.	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59

	<i>Analyse 6.3.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.01 % 0.43 % 0.974	0.38 % 0.43 % 0.382	0.37 % 0.43 % 0.385	0.31 % 0.43 % 0.467	-0.12 % 0.43 % 0.786	-0.79 % 0.43 % 0.069	-0.30 % 0.43 % 0.492	-0.54 % 0.43 % 0.210	-0.27 % 0.43 % 0.523	-0.07 % 0.43 % 0.862	0.08 % 0.43 % 0.845
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.01 % 0.43 % 0.974	0.39 % 0.60 % 0.521	0.76 % 0.74 % 0.306	1.08 % 0.85 % 0.213	0.96 % 0.95 % 0.319	0.17 % 1.05 % 0.872	-0.13 % 1.13 % 0.911	-0.67 % 1.21 % 0.582	-0.94 % 1.28 % 0.465	-1.02 % 1.35 % 0.454	-0.93 % 1.42 % 0.513
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.37 % 0.43 % 0.385	0.69 % 0.60 % 0.261	0.57 % 0.74 % 0.444	-0.22 % 0.85 % 0.797	-0.52 % 0.95 % 0.591	-1.06 % 1.05 % 0.316	-1.33 % 1.13 % 0.243		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.12 % 0.43 % 0.786	-0.91 % 0.60 % 0.139	-1.20 % 0.74 % 0.110				
\overline{CAR}_{+1}						-0.79 % 0.43 % 0.069	-1.09 % 0.60 % 0.078				
Antall obs.	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54

Handledag	Analyse 7.1.1					Økning	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.04 %	0.23 %	0.11 %	-0.03 %	0.20 %	0.61 %	0.14 %	0.08 %	0.02 %	-0.04 %	0.00 %
	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %
	0.768	0.075	0.410	0.820	0.126	0.000	0.300	0.541	0.906	0.762	0.980
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.04 %	0.20 %	0.30 %	0.27 %	0.47 %	1.08 %	1.22 %	1.30 %	1.32 %	1.28 %	1.28 %
	0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.26 %	0.29 %	0.32 %	0.35 %	0.37 %	0.39 %	0.41 %	0.43 %
	0.768	0.291	0.182	0.297	0.106	0.001	0.000	0.001	0.001	0.002	0.003
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.11 %	0.08 %	0.28 %	0.89 %	1.02 %	1.10 %	1.12 %		
			0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.26 %	0.29 %	0.32 %	0.35 %		
			0.410	0.673	0.219	0.001	0.001	0.001	0.001		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.20 %	0.81 %	0.95 %				
					0.13 %	0.19 %	0.23 %				
					0.126	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.61 %	0.75 %				
						0.13 %	0.19 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278

Handledag	Analyse 7.1.1					Uendret	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.20 %	-0.11 %	0.26 %	0.10 %	-0.11 %	-0.21 %	0.22 %	0.07 %	0.10 %	-0.24 %	-0.28 %
	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %
	0.365	0.633	0.256	0.642	0.627	0.357	0.322	0.751	0.667	0.279	0.212
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.20 %	0.10 %	0.35 %	0.46 %	0.35 %	0.14 %	0.36 %	0.44 %	0.53 %	0.29 %	0.01 %
	0.22 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.50 %	0.55 %	0.59 %	0.64 %	0.67 %	0.71 %	0.75 %
	0.365	0.761	0.366	0.310	0.489	0.798	0.541	0.494	0.431	0.686	0.993
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.26 %	0.36 %	0.25 %	0.04 %	0.27 %	0.34 %	0.44 %		
			0.22 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.50 %	0.55 %	0.59 %		
			0.256	0.258	0.519	0.922	0.596	0.539	0.465		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.11 %	-0.32 %	-0.09 %				
					0.22 %	0.32 %	0.39 %				
					0.627	0.320	0.810				
\overline{CAR}_{+1}						-0.21 %	0.02 %				
						0.22 %	0.32 %				
						0.357	0.961				
Antall obs.	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111

Handledag	Analyse 7.1.1					Reduksjon	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 %	0.43 %	-0.03 %	0.14 %	0.37 %	-1.00 %	-0.14 %	-0.12 %	0.01 %	-0.17 %	-0.35 %
	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %
	0.876	0.142	0.932	0.645	0.216	0.001	0.645	0.682	0.978	0.567	0.236
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 %	0.48 %	0.45 %	0.59 %	0.96 %	-0.04 %	-0.18 %	-0.30 %	-0.29 %	-0.46 %	-0.81 %
	0.29 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.72 %	0.78 %	0.83 %	0.88 %	0.93 %	0.97 %
	0.876	0.250	0.373	0.317	0.148	0.952	0.818	0.719	0.741	0.621	0.407
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.03 %	0.11 %	0.48 %	-0.52 %	-0.66 %	-0.78 %	-0.77 %		
			0.29 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.72 %	0.78 %		
			0.932	0.791	0.351	0.375	0.318	0.281	0.323		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.37 %	-0.63 %	-0.77 %				
					0.29 %	0.42 %	0.51 %				
					0.216	0.130	0.133				
\overline{CAR}_{+1}						-1.00 %	-1.14 %				
						0.29 %	0.42 %				
						0.001	0.007				
Antall obs.	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133

Handledag	Analyse 7.1.2					Økning	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 %	0.36 %	0.23 %	-0.01 %	0.25 %	0.11 %	0.01 %	0.00 %	-0.15 %	-0.08 %	-0.13 %
	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %
	0.776	0.034	0.184	0.947	0.147	0.507	0.976	0.980	0.382	0.631	0.434
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 %	0.41 %	0.64 %	0.63 %	0.87 %	0.99 %	0.99 %	1.00 %	0.85 %	0.76 %	0.63 %
	0.17 %	0.24 %	0.29 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %	0.48 %	0.51 %	0.54 %	0.56 %
	0.776	0.088	0.031	0.067	0.023	0.019	0.029	0.039	0.098	0.155	0.262
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.23 %	0.21 %	0.46 %	0.57 %	0.58 %	0.58 %	0.44 %		
			0.17 %	0.24 %	0.29 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %		
			0.184	0.372	0.118	0.092	0.128	0.161	0.333		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.25 %	0.36 %	0.36 %				
					0.17 %	0.24 %	0.29 %				
					0.147	0.135	0.216				
\overline{CAR}_{+1}						0.11 %	0.12 %				
						0.17 %	0.24 %				
						0.507	0.623				
Antall obs.	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166

Handledag	Analyse 7.1.2					Uendret	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.12 %	-0.69 %	0.37 %	0.26 %	-0.10 %	0.19 %	0.05 %	-0.10 %	0.18 %	-0.01 %	-0.46 %
	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %
	0.728	0.042	0.273	0.439	0.771	0.564	0.891	0.760	0.584	0.973	0.173
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.12 %	-0.58 %	-0.21 %	0.05 %	-0.05 %	0.15 %	0.19 %	0.09 %	0.27 %	0.26 %	-0.20 %
	0.33 %	0.47 %	0.57 %	0.66 %	0.74 %	0.81 %	0.88 %	0.94 %	0.99 %	1.05 %	1.10 %
	0.728	0.225	0.718	0.940	0.950	0.859	0.829	0.925	0.786	0.805	0.857
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.37 %	0.63 %	0.53 %	0.72 %	0.77 %	0.66 %	0.85 %		
			0.33 %	0.47 %	0.57 %	0.66 %	0.74 %	0.81 %	0.88 %		
			0.273	0.188	0.361	0.281	0.306	0.416	0.338		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.10 %	0.10 %	0.14 %				
					0.33 %	0.47 %	0.57 %				
					0.771	0.839	0.807				
\overline{CAR}_{+1}						0.19 %	0.24 %				
						0.33 %	0.47 %				
						0.564	0.614				
Antall obs.	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50

Handledag	Analyse 7.1.2					Reduksjon	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.07 %	0.22 %	-0.22 %	0.00 %	0.65 %	-0.42 %	0.25 %	0.08 %	0.12 %	-0.18 %	-0.89 %
	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %
	0.870	0.611	0.600	0.999	0.126	0.323	0.549	0.848	0.769	0.667	0.038
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 %	0.28 %	0.06 %	0.06 %	0.72 %	0.30 %	0.55 %	0.63 %	0.76 %	0.57 %	-0.32 %
	0.42 %	0.60 %	0.73 %	0.84 %	0.94 %	1.03 %	1.11 %	1.19 %	1.26 %	1.33 %	1.40 %
	0.870	0.635	0.932	0.941	0.450	0.775	0.623	0.598	0.552	0.668	0.821
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.22 %	-0.22 %	0.43 %	0.01 %	0.27 %	0.35 %	0.47 %		
			0.42 %	0.60 %	0.73 %	0.84 %	0.94 %	1.03 %	1.11 %		
			0.600	0.711	0.556	0.988	0.778	0.738	0.674		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.65 %	0.23 %	0.49 %				
					0.42 %	0.60 %	0.73 %				
					0.126	0.696	0.506				
\overline{CAR}_{+1}						-0.42 %	-0.17 %				
						0.42 %	0.60 %				
						0.323	0.782				
Antall obs.	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69

	<i>Analyse 7.1.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.17 %	0.04 %	-0.07 %	-0.06 %	0.13 %	1.35 %	0.33 %	0.19 %	0.26 %	0.02 %	0.21 %
	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %
	0.418	0.832	0.746	0.782	0.520	0.000	0.112	0.352	0.212	0.914	0.322
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.17 %	-0.12 %	-0.19 %	-0.25 %	-0.12 %	1.23 %	1.56 %	1.75 %	2.01 %	2.03 %	2.24 %
	0.21 %	0.29 %	0.36 %	0.41 %	0.46 %	0.50 %	0.55 %	0.58 %	0.62 %	0.65 %	0.68 %
	0.418	0.672	0.594	0.549	0.803	0.016	0.005	0.003	0.002	0.002	0.001
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.07 %	-0.12 %	0.01 %	1.35 %	1.68 %	1.88 %	2.14 %		
			0.21 %	0.29 %	0.36 %	0.41 %	0.46 %	0.50 %	0.55 %		
			0.746	0.671	0.980	0.001	0.000	0.000	0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.13 %	1.48 %	1.81 %				
					0.21 %	0.29 %	0.36 %				
					0.520	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.35 %	1.68 %				
						0.21 %	0.29 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112

	<i>Analyse 7.1.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.28 %	0.37 %	0.17 %	-0.02 %	-0.12 %	-0.54 %	0.37 %	0.21 %	0.03 %	-0.44 %	-0.14 %
	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %
	0.368	0.230	0.589	0.946	0.697	0.085	0.232	0.488	0.930	0.160	0.654
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.28 %	0.65 %	0.81 %	0.79 %	0.67 %	0.14 %	0.51 %	0.72 %	0.75 %	0.31 %	0.17 %
	0.31 %	0.43 %	0.53 %	0.61 %	0.68 %	0.75 %	0.81 %	0.87 %	0.92 %	0.97 %	1.02 %
	0.368	0.139	0.130	0.200	0.329	0.855	0.534	0.408	0.419	0.748	0.864
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.17 %	0.15 %	0.03 %	-0.51 %	-0.14 %	0.07 %	0.10 %		
			0.31 %	0.43 %	0.53 %	0.61 %	0.68 %	0.75 %	0.81 %		
			0.589	0.738	0.962	0.408	0.837	0.923	0.903		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.12 %	-0.66 %	-0.29 %				
					0.31 %	0.43 %	0.53 %				
					0.697	0.135	0.591				
\overline{CAR}_{+1}						-0.54 %	-0.17 %				
						0.31 %	0.43 %				
						0.085	0.702				
Antall obs.	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61

	<i>Analyse 7.1.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 %	0.67 %	0.19 %	0.28 %	0.06 %	-1.62 %	-0.56 %	-0.34 %	-0.12 %	-0.15 %	0.23 %
	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %
	0.959	0.106	0.648	0.493	0.892	0.000	0.178	0.411	0.775	0.707	0.571
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 %	0.69 %	0.88 %	1.16 %	1.22 %	-0.41 %	-0.97 %	-1.30 %	-1.42 %	-1.57 %	-1.34 %
	0.41 %	0.58 %	0.71 %	0.82 %	0.91 %	1.00 %	1.08 %	1.15 %	1.22 %	1.29 %	1.35 %
	0.959	0.236	0.219	0.161	0.188	0.684	0.375	0.263	0.250	0.227	0.325
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 %	0.47 %	0.52 %	-1.10 %	-1.66 %	-1.99 %	-2.11 %		
			0.41 %	0.58 %	0.71 %	0.82 %	0.91 %	1.00 %	1.08 %		
			0.648	0.420	0.461	0.183	0.074	0.050	0.055		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 %	-1.57 %	-2.13 %				
					0.41 %	0.58 %	0.71 %				
					0.892	0.008	0.004				
\overline{CAR}_{+1}						-1.62 %	-2.18 %				
						0.41 %	0.58 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

	<i>Analyse 7.2.1</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.03 % 0.13 % 0.830	0.28 % 0.13 % 0.036	0.13 % 0.13 % 0.328	-0.01 % 0.13 % 0.961	0.24 % 0.13 % 0.071	0.59 % 0.13 % 0.000	0.13 % 0.13 % 0.317	0.05 % 0.13 % 0.712	0.01 % 0.13 % 0.964	-0.04 % 0.13 % 0.781	-0.03 % 0.13 % 0.818
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.03 % 0.13 % 0.830	0.25 % 0.19 % 0.183	0.38 % 0.23 % 0.099	0.37 % 0.26 % 0.160	0.61 % 0.30 % 0.039	1.20 % 0.32 % 0.000	1.33 % 0.35 % 0.000	1.38 % 0.37 % 0.000	1.39 % 0.40 % 0.001	1.35 % 0.42 % 0.001	1.32 % 0.44 % 0.003
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.13 % 0.13 % 0.328	0.12 % 0.19 % 0.511	0.36 % 0.23 % 0.115	0.95 % 0.26 % 0.000	1.08 % 0.30 % 0.000	1.13 % 0.32 % 0.001	1.14 % 0.35 % 0.001		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.24 % 0.13 % 0.071	0.83 % 0.19 % 0.000	0.96 % 0.23 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.59 % 0.13 % 0.000	0.72 % 0.19 % 0.000				
Antall obs.	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269
	<i>Analyse 7.2.1</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.23 % 0.23 % 0.329	-0.11 % 0.23 % 0.646	0.23 % 0.23 % 0.317	0.11 % 0.23 % 0.629	-0.11 % 0.23 % 0.637	-0.12 % 0.23 % 0.608	0.22 % 0.23 % 0.343	0.04 % 0.23 % 0.850	0.11 % 0.23 % 0.629	-0.25 % 0.23 % 0.290	-0.27 % 0.23 % 0.243
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.23 % 0.23 % 0.329	0.12 % 0.33 % 0.714	0.35 % 0.40 % 0.380	0.46 % 0.46 % 0.317	0.36 % 0.52 % 0.493	0.24 % 0.57 % 0.677	0.46 % 0.61 % 0.457	0.50 % 0.65 % 0.446	0.61 % 0.69 % 0.379	0.37 % 0.73 % 0.617	0.10 % 0.77 % 0.901
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.23 % 0.23 % 0.317	0.34 % 0.33 % 0.294	0.23 % 0.40 % 0.558	0.12 % 0.46 % 0.802	0.34 % 0.52 % 0.516	0.38 % 0.57 % 0.503	0.49 % 0.61 % 0.423		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.11 % 0.23 % 0.637	-0.23 % 0.33 % 0.487	-0.01 % 0.40 % 0.984				
\overline{CAR}_{+1}						-0.12 % 0.23 % 0.608	0.10 % 0.33 % 0.757				
Antall obs.	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106
	<i>Analyse 7.2.1</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 % 0.30 % 0.858	0.43 % 0.30 % 0.150	-0.02 % 0.30 % 0.948	0.15 % 0.30 % 0.613	0.37 % 0.30 % 0.210	-1.05 % 0.30 % 0.001	-0.17 % 0.30 % 0.564	-0.10 % 0.30 % 0.747	-0.02 % 0.30 % 0.946	-0.17 % 0.30 % 0.570	-0.34 % 0.30 % 0.257
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 % 0.30 % 0.858	0.48 % 0.42 % 0.252	0.46 % 0.51 % 0.369	0.61 % 0.59 % 0.303	0.99 % 0.66 % 0.139	-0.06 % 0.73 % 0.931	-0.23 % 0.78 % 0.765	-0.33 % 0.84 % 0.694	-0.35 % 0.89 % 0.694	-0.52 % 0.94 % 0.581	-0.86 % 0.98 % 0.385
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.02 % 0.30 % 0.948	0.13 % 0.42 % 0.755	0.50 % 0.51 % 0.328	-0.55 % 0.59 % 0.359	-0.72 % 0.66 % 0.281	-0.81 % 0.73 % 0.265	-0.83 % 0.78 % 0.290		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.37 % 0.30 % 0.210	-0.68 % 0.42 % 0.109	-0.85 % 0.51 % 0.101				
\overline{CAR}_{+1}						-1.05 % 0.30 % 0.001	-1.22 % 0.42 % 0.004				
Antall obs.	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131

<i>Analyse 7.2.2</i>											
<i>Økning</i>											
<i>[2001,2008]</i>											
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 %	0.40 %	0.25 %	0.00 %	0.27 %	0.03 %	-0.01 %	-0.04 %	-0.14 %	-0.08 %	-0.15 %
	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %
	0.766	0.021	0.143	0.994	0.112	0.876	0.949	0.811	0.411	0.651	0.378
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 %	0.45 %	0.70 %	0.70 %	0.98 %	1.00 %	0.99 %	0.95 %	0.81 %	0.73 %	0.58 %
	0.17 %	0.24 %	0.30 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %	0.48 %	0.51 %	0.54 %	0.57 %
	0.766	0.064	0.019	0.041	0.012	0.018	0.030	0.051	0.116	0.177	0.306
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.25 %	0.25 %	0.53 %	0.55 %	0.54 %	0.50 %	0.36 %		
			0.17 %	0.24 %	0.30 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %		
			0.143	0.297	0.077	0.108	0.158	0.233	0.427		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.27 %	0.30 %	0.29 %				
					0.17 %	0.24 %	0.30 %				
					0.112	0.217	0.331				
\overline{CAR}_{+1}						0.03 %	0.02 %				
						0.17 %	0.24 %				
						0.876	0.948				
Antall obs.	162	162	162	162	162	162	162	162	162	162	162

<i>Analyse 7.2.2</i>											
<i>Uendret</i>											
<i>[2001,2008]</i>											
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.10 %	-0.68 %	0.32 %	0.25 %	-0.06 %	0.20 %	0.02 %	-0.13 %	0.22 %	-0.01 %	-0.39 %
	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %	0.33 %
	0.755	0.047	0.345	0.463	0.865	0.557	0.943	0.697	0.516	0.977	0.245
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.10 %	-0.58 %	-0.26 %	-0.01 %	-0.07 %	0.13 %	0.15 %	0.02 %	0.24 %	0.23 %	-0.16 %
	0.33 %	0.47 %	0.58 %	0.67 %	0.75 %	0.82 %	0.88 %	0.94 %	1.00 %	1.06 %	1.11 %
	0.755	0.227	0.657	0.986	0.927	0.876	0.863	0.981	0.811	0.828	0.884
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.32 %	0.57 %	0.51 %	0.71 %	0.73 %	0.60 %	0.82 %		
			0.33 %	0.47 %	0.58 %	0.67 %	0.75 %	0.82 %	0.88 %		
			0.345	0.237	0.383	0.296	0.333	0.467	0.359		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.06 %	0.14 %	0.16 %				
					0.33 %	0.47 %	0.58 %				
					0.865	0.768	0.778				
\overline{CAR}_{+1}						0.20 %	0.22 %				
						0.33 %	0.47 %				
						0.557	0.641				
Antall obs.	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48

<i>Analyse 7.2.2</i>											
<i>Reduksjon</i>											
<i>[2001,2008]</i>											
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.08 %	0.20 %	-0.22 %	0.03 %	0.68 %	-0.50 %	0.20 %	0.14 %	0.07 %	-0.18 %	-0.88 %
	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %	0.43 %
	0.845	0.643	0.615	0.953	0.119	0.246	0.650	0.754	0.866	0.672	0.044
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.08 %	0.28 %	0.07 %	0.09 %	0.77 %	0.27 %	0.46 %	0.60 %	0.67 %	0.49 %	-0.39 %
	0.43 %	0.61 %	0.74 %	0.86 %	0.96 %	1.05 %	1.14 %	1.21 %	1.29 %	1.36 %	1.42 %
	0.845	0.642	0.928	0.915	0.425	0.800	0.685	0.624	0.604	0.720	0.783
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.22 %	-0.19 %	0.49 %	-0.02 %	0.18 %	0.31 %	0.39 %		
			0.43 %	0.61 %	0.74 %	0.86 %	0.96 %	1.05 %	1.14 %		
			0.615	0.753	0.515	0.985	0.852	0.766	0.734		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.68 %	0.18 %	0.37 %				
					0.43 %	0.61 %	0.74 %				
					0.119	0.774	0.620				
\overline{CAR}_{+1}						-0.50 %	-0.31 %				
						0.43 %	0.61 %				
						0.246	0.615				
Antall obs.	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67

Handledag	Analyse 7.2.2					Økning	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.15 % 0.21 % 0.480	0.10 % 0.21 % 0.648	-0.05 % 0.21 % 0.794	-0.02 % 0.21 % 0.931	0.19 % 0.21 % 0.368	1.43 % 0.21 % 0.000	0.35 % 0.21 % 0.097	0.18 % 0.21 % 0.380	0.23 % 0.21 % 0.279	0.02 % 0.21 % 0.906	0.15 % 0.21 % 0.470
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.15 % 0.21 % 0.480	-0.05 % 0.30 % 0.860	-0.11 % 0.36 % 0.768	-0.13 % 0.42 % 0.765	0.06 % 0.47 % 0.892	1.50 % 0.51 % 0.004	1.85 % 0.55 % 0.001	2.03 % 0.59 % 0.001	2.26 % 0.63 % 0.000	2.29 % 0.66 % 0.001	2.44 % 0.69 % 0.001
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.05 % 0.21 % 0.794	-0.07 % 0.30 % 0.806	0.12 % 0.36 % 0.749	1.55 % 0.42 % 0.000	1.90 % 0.47 % 0.000	2.09 % 0.51 % 0.000	2.31 % 0.55 % 0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.19 % 0.21 % 0.368	1.62 % 0.30 % 0.000	1.97 % 0.36 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.43 % 0.21 % 0.000	1.78 % 0.30 % 0.000				
Antall obs.	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107

Handledag	Analyse 7.2.2					Uendret	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.33 % 0.32 % 0.309	0.37 % 0.32 % 0.250	0.16 % 0.32 % 0.616	0.00 % 0.32 % 0.999	-0.15 % 0.32 % 0.635	-0.38 % 0.32 % 0.238	0.38 % 0.32 % 0.236	0.19 % 0.32 % 0.557	0.02 % 0.32 % 0.941	-0.44 % 0.32 % 0.173	-0.17 % 0.32 % 0.595
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.33 % 0.32 % 0.309	0.70 % 0.45 % 0.127	0.86 % 0.55 % 0.126	0.86 % 0.64 % 0.184	0.71 % 0.71 % 0.326	0.33 % 0.78 % 0.678	0.71 % 0.84 % 0.405	0.90 % 0.90 % 0.325	0.92 % 0.96 % 0.341	0.48 % 1.01 % 0.637	0.31 % 1.06 % 0.771
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.16 % 0.32 % 0.616	0.16 % 0.45 % 0.723	0.01 % 0.55 % 0.988	-0.37 % 0.64 % 0.562	0.01 % 0.71 % 0.989	0.20 % 0.78 % 0.801	0.22 % 0.84 % 0.794		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.15 % 0.32 % 0.635	-0.53 % 0.45 % 0.242	-0.15 % 0.55 % 0.786				
\overline{CAR}_{+1}						-0.38 % 0.32 % 0.238	0.00 % 0.45 % 0.997				
Antall obs.	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58

Handledag	Analyse 7.2.2					Reduksjon	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 % 0.41 % 0.959	0.67 % 0.41 % 0.106	0.19 % 0.41 % 0.648	0.28 % 0.41 % 0.493	0.06 % 0.41 % 0.892	-1.62 % 0.41 % 0.000	-0.56 % 0.41 % 0.178	-0.34 % 0.41 % 0.411	-0.12 % 0.41 % 0.775	-0.15 % 0.41 % 0.707	0.23 % 0.41 % 0.571
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 % 0.41 % 0.959	0.69 % 0.58 % 0.236	0.88 % 0.71 % 0.219	1.16 % 0.82 % 0.161	1.22 % 0.91 % 0.188	-0.41 % 1.00 % 0.684	-0.97 % 1.08 % 0.375	-1.30 % 1.15 % 0.263	-1.42 % 1.22 % 0.250	-1.57 % 1.29 % 0.227	-1.34 % 1.35 % 0.325
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 % 0.41 % 0.648	0.47 % 0.58 % 0.420	0.52 % 0.71 % 0.461	-1.10 % 0.82 % 0.183	-1.66 % 0.91 % 0.074	-1.99 % 1.00 % 0.050	-2.11 % 1.08 % 0.055		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 % 0.41 % 0.892	-1.57 % 0.58 % 0.008	-2.13 % 0.71 % 0.004				
\overline{CAR}_{+1}						-1.62 % 0.41 % 0.000	-2.18 % 0.58 % 0.000				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

	<i>Analyse 7.3.1</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.06 %	0.31 %	0.13 %	0.01 %	0.27 %	0.56 %	0.07 %	0.05 %	0.03 %	-0.06 %	-0.06 %
	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %
	0.668	0.025	0.333	0.941	0.048	0.000	0.581	0.723	0.808	0.654	0.664
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.06 %	0.25 %	0.38 %	0.39 %	0.66 %	1.22 %	1.29 %	1.34 %	1.37 %	1.31 %	1.25 %
	0.14 %	0.19 %	0.23 %	0.27 %	0.30 %	0.33 %	0.36 %	0.38 %	0.41 %	0.43 %	0.45 %
	0.668	0.198	0.108	0.152	0.031	0.000	0.000	0.001	0.001	0.002	0.006
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.13 %	0.14 %	0.41 %	0.97 %	1.04 %	1.09 %	1.12 %		
			0.14 %	0.19 %	0.23 %	0.27 %	0.30 %	0.33 %	0.36 %		
			0.333	0.461	0.081	0.000	0.001	0.001	0.001		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.27 %	0.83 %	0.90 %				
					0.14 %	0.19 %	0.23 %				
					0.048	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.56 %	0.63 %				
						0.14 %	0.19 %				
						0.000	0.001				
Antall obs.	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254

	<i>Analyse 7.3.1</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.33 %	-0.06 %	0.17 %	0.10 %	-0.07 %	0.02 %	0.24 %	0.07 %	0.11 %	-0.33 %	-0.29 %
	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %
	0.158	0.810	0.455	0.670	0.780	0.929	0.308	0.753	0.625	0.162	0.214
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.33 %	0.28 %	0.45 %	0.55 %	0.48 %	0.51 %	0.74 %	0.82 %	0.93 %	0.60 %	0.31 %
	0.23 %	0.33 %	0.40 %	0.47 %	0.52 %	0.57 %	0.62 %	0.66 %	0.70 %	0.74 %	0.77 %
	0.158	0.406	0.268	0.241	0.355	0.379	0.231	0.218	0.186	0.415	0.687
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.17 %	0.27 %	0.21 %	0.23 %	0.47 %	0.54 %	0.66 %		
			0.23 %	0.33 %	0.40 %	0.47 %	0.52 %	0.57 %	0.62 %		
			0.455	0.407	0.606	0.623	0.371	0.345	0.290		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.07 %	-0.04 %	0.19 %				
					0.23 %	0.33 %	0.40 %				
					0.780	0.893	0.632				
\overline{CAR}_{+1}						0.02 %	0.26 %				
						0.23 %	0.33 %				
						0.929	0.433				
Antall obs.	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101

	<i>Analyse 7.3.1</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.03 %	0.49 %	0.02 %	0.00 %	0.40 %	-1.05 %	0.03 %	-0.19 %	-0.05 %	-0.13 %	-0.34 %
	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %
	0.914	0.114	0.951	0.996	0.190	0.001	0.935	0.539	0.877	0.664	0.263
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 %	0.52 %	0.54 %	0.54 %	0.94 %	-0.11 %	-0.08 %	-0.27 %	-0.32 %	-0.45 %	-0.80 %
	0.31 %	0.43 %	0.53 %	0.61 %	0.68 %	0.75 %	0.81 %	0.87 %	0.92 %	0.97 %	1.01 %
	0.914	0.231	0.310	0.381	0.171	0.885	0.918	0.754	0.728	0.640	0.434
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.02 %	0.02 %	0.42 %	-0.63 %	-0.60 %	-0.79 %	-0.84 %		
			0.31 %	0.43 %	0.53 %	0.61 %	0.68 %	0.75 %	0.81 %		
			0.951	0.968	0.429	0.306	0.379	0.292	0.301		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.40 %	-0.65 %	-0.62 %				
					0.31 %	0.43 %	0.53 %				
					0.190	0.138	0.243				
\overline{CAR}_{+1}						-1.05 %	-1.02 %				
						0.31 %	0.43 %				
						0.001	0.019				
Antall obs.	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125

	<i>Analyse 7.3.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.07 % 0.17 % 0.705	0.40 % 0.17 % 0.022	0.26 % 0.17 % 0.135	0.00 % 0.17 % 0.984	0.27 % 0.17 % 0.113	0.05 % 0.17 % 0.764	-0.07 % 0.17 % 0.664	-0.05 % 0.17 % 0.776	-0.09 % 0.17 % 0.616	-0.08 % 0.17 % 0.631	-0.15 % 0.17 % 0.377
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 % 0.17 % 0.705	0.46 % 0.24 % 0.059	0.72 % 0.30 % 0.017	0.71 % 0.34 % 0.039	0.99 % 0.38 % 0.011	1.04 % 0.42 % 0.014	0.97 % 0.45 % 0.035	0.92 % 0.49 % 0.061	0.83 % 0.51 % 0.109	0.75 % 0.54 % 0.170	0.60 % 0.57 % 0.297
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.26 % 0.17 % 0.135	0.25 % 0.24 % 0.297	0.53 % 0.30 % 0.078	0.58 % 0.34 % 0.093	0.50 % 0.38 % 0.190	0.46 % 0.42 % 0.280	0.37 % 0.45 % 0.417		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.27 % 0.17 % 0.113	0.33 % 0.24 % 0.182	0.25 % 0.30 % 0.400				
\overline{CAR}_{+1}						0.05 % 0.17 % 0.764	-0.02 % 0.24 % 0.925				
Antall obs.	157	157	157	157	157	157	157	157	157	157	157

	<i>Analyse 7.3.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.27 % 0.34 % 0.439	-0.55 % 0.34 % 0.113	0.16 % 0.34 % 0.642	0.13 % 0.34 % 0.697	0.15 % 0.34 % 0.672	0.46 % 0.34 % 0.183	0.05 % 0.34 % 0.884	-0.05 % 0.34 % 0.892	0.23 % 0.34 % 0.502	-0.18 % 0.34 % 0.593	-0.44 % 0.34 % 0.205
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.27 % 0.34 % 0.439	-0.29 % 0.48 % 0.557	-0.13 % 0.59 % 0.833	0.01 % 0.68 % 0.990	0.15 % 0.76 % 0.841	0.62 % 0.84 % 0.466	0.67 % 0.90 % 0.465	0.62 % 0.97 % 0.525	0.85 % 1.02 % 0.411	0.67 % 1.08 % 0.540	0.23 % 1.13 % 0.842
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.16 % 0.34 % 0.642	0.29 % 0.48 % 0.546	0.44 % 0.59 % 0.462	0.90 % 0.68 % 0.194	0.95 % 0.76 % 0.219	0.90 % 0.84 % 0.285	1.14 % 0.90 % 0.215		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.15 % 0.34 % 0.672	0.61 % 0.48 % 0.215	0.66 % 0.59 % 0.272				
\overline{CAR}_{+1}						0.46 % 0.34 % 0.183	0.51 % 0.48 % 0.295				
Antall obs.	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44

	<i>Analyse 7.3.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2001,2008]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.06 % 0.45 % 0.901	0.27 % 0.45 % 0.546	-0.29 % 0.45 % 0.522	-0.08 % 0.45 % 0.853	0.73 % 0.45 % 0.104	-0.55 % 0.45 % 0.219	0.24 % 0.45 % 0.588	0.09 % 0.45 % 0.839	0.10 % 0.45 % 0.829	-0.15 % 0.45 % 0.742	-0.85 % 0.45 % 0.061
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.06 % 0.45 % 0.901	0.33 % 0.63 % 0.606	0.04 % 0.77 % 0.959	-0.04 % 0.89 % 0.961	0.69 % 1.00 % 0.490	0.14 % 1.09 % 0.900	0.38 % 1.18 % 0.748	0.47 % 1.26 % 0.710	0.57 % 1.34 % 0.673	0.42 % 1.41 % 0.766	-0.43 % 1.48 % 0.772
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.29 % 0.45 % 0.522	-0.37 % 0.63 % 0.559	0.36 % 0.77 % 0.638	-0.19 % 0.89 % 0.833	0.05 % 1.00 % 0.957	0.14 % 1.09 % 0.895	0.24 % 1.18 % 0.839		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.73 % 0.45 % 0.104	0.18 % 0.63 % 0.775	0.42 % 0.77 % 0.585				
\overline{CAR}_{+1}						-0.55 % 0.45 % 0.219	-0.31 % 0.63 % 0.623				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

	<i>Analyse 7.3.2</i>					<i>Økning</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.26 %	0.16 %	-0.07 %	0.03 %	0.26 %	1.38 %	0.32 %	0.21 %	0.23 %	-0.03 %	0.09 %
	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %
	0.247	0.470	0.745	0.886	0.236	0.000	0.155	0.356	0.310	0.909	0.679
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.26 %	-0.10 %	-0.17 %	-0.14 %	0.13 %	1.50 %	1.82 %	2.02 %	2.25 %	2.22 %	2.32 %
	0.22 %	0.31 %	0.38 %	0.44 %	0.49 %	0.54 %	0.59 %	0.63 %	0.66 %	0.70 %	0.73 %
	0.247	0.757	0.659	0.756	0.799	0.007	0.002	0.002	0.001	0.002	0.002
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.07 %	-0.04 %	0.22 %	1.60 %	1.92 %	2.12 %	2.35 %		
			0.22 %	0.31 %	0.38 %	0.44 %	0.49 %	0.54 %	0.59 %		
			0.745	0.898	0.561	0.000	0.000	0.000	0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.26 %	1.64 %	1.96 %				
					0.22 %	0.31 %	0.38 %				
					0.236	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.38 %	1.69 %				
						0.22 %	0.31 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97

	<i>Analyse 7.3.2</i>					<i>Uendret</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.38 %	0.33 %	0.19 %	0.07 %	-0.23 %	-0.32 %	0.38 %	0.17 %	0.02 %	-0.44 %	-0.18 %
	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %
	0.235	0.309	0.561	0.819	0.477	0.319	0.232	0.603	0.940	0.172	0.580
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.38 %	0.71 %	0.89 %	0.97 %	0.74 %	0.42 %	0.80 %	0.97 %	0.99 %	0.55 %	0.38 %
	0.32 %	0.45 %	0.55 %	0.64 %	0.71 %	0.78 %	0.84 %	0.90 %	0.95 %	1.01 %	1.05 %
	0.235	0.121	0.110	0.134	0.303	0.592	0.344	0.285	0.302	0.584	0.722
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 %	0.26 %	0.03 %	-0.29 %	0.10 %	0.26 %	0.29 %		
			0.32 %	0.45 %	0.55 %	0.64 %	0.71 %	0.78 %	0.84 %		
			0.561	0.567	0.955	0.652	0.893	0.738	0.735		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.23 %	-0.55 %	-0.16 %				
					0.32 %	0.45 %	0.55 %				
					0.477	0.228	0.768				
\overline{CAR}_{+1}						-0.32 %	0.06 %				
						0.32 %	0.45 %				
						0.319	0.887				
Antall obs.	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57

	<i>Analyse 7.3.2</i>					<i>Reduksjon</i>	<i>[2009,2014]</i>				
Handledag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.01 %	0.72 %	0.34 %	0.08 %	0.06 %	-1.57 %	-0.20 %	-0.48 %	-0.20 %	-0.12 %	0.19 %
	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %
	0.982	0.092	0.419	0.842	0.894	0.000	0.629	0.253	0.636	0.777	0.657
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.01 %	0.72 %	1.06 %	1.15 %	1.20 %	-0.37 %	-0.57 %	-1.05 %	-1.25 %	-1.37 %	-1.18 %
	0.42 %	0.59 %	0.72 %	0.84 %	0.93 %	1.02 %	1.11 %	1.18 %	1.25 %	1.32 %	1.39 %
	0.982	0.225	0.146	0.175	0.202	0.721	0.608	0.377	0.322	0.304	0.397
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.34 %	0.42 %	0.48 %	-1.09 %	-1.29 %	-1.78 %	-1.97 %		
			0.42 %	0.59 %	0.72 %	0.84 %	0.93 %	1.02 %	1.11 %		
			0.419	0.476	0.510	0.196	0.171	0.088	0.079		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 %	-1.52 %	-1.72 %				
					0.42 %	0.59 %	0.72 %				
					0.894	0.013	0.021				
\overline{CAR}_{+1}						-1.57 %	-1.77 %				
						0.42 %	0.59 %				
						0.000	0.004				
Antall obs.	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61

Handledag	Analyse 8.1.1					Økning	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.04 %	0.23 %	0.11 %	-0.03 %	0.20 %	0.61 %	0.14 %	0.08 %	0.02 %	-0.04 %	0.00 %
	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %
	0.768	0.075	0.410	0.820	0.126	0.000	0.300	0.541	0.906	0.762	0.980
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.04 %	0.20 %	0.30 %	0.27 %	0.47 %	1.08 %	1.22 %	1.30 %	1.32 %	1.28 %	1.28 %
	0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.26 %	0.29 %	0.32 %	0.35 %	0.37 %	0.39 %	0.41 %	0.43 %
	0.768	0.291	0.182	0.297	0.106	0.001	0.000	0.001	0.001	0.002	0.003
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.11 %	0.08 %	0.28 %	0.89 %	1.02 %	1.10 %	1.12 %		
			0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.26 %	0.29 %	0.32 %	0.35 %		
			0.410	0.673	0.219	0.001	0.001	0.001	0.001		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.20 %	0.81 %	0.95 %				
					0.13 %	0.19 %	0.23 %				
					0.126	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.61 %	0.75 %				
						0.13 %	0.19 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278

Handledag	Analyse 8.1.1					Uendret	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.20 %	-0.11 %	0.26 %	0.10 %	-0.11 %	-0.21 %	0.22 %	0.07 %	0.10 %	-0.24 %	-0.28 %
	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %
	0.365	0.633	0.256	0.642	0.627	0.357	0.322	0.751	0.667	0.279	0.212
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.20 %	0.10 %	0.35 %	0.46 %	0.35 %	0.14 %	0.36 %	0.44 %	0.53 %	0.29 %	0.01 %
	0.22 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.50 %	0.55 %	0.59 %	0.64 %	0.67 %	0.71 %	0.75 %
	0.365	0.761	0.366	0.310	0.489	0.798	0.541	0.494	0.431	0.686	0.993
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.26 %	0.36 %	0.25 %	0.04 %	0.27 %	0.34 %	0.44 %		
			0.22 %	0.32 %	0.39 %	0.45 %	0.50 %	0.55 %	0.59 %		
			0.256	0.258	0.519	0.922	0.596	0.539	0.465		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.11 %	-0.32 %	-0.09 %				
					0.22 %	0.32 %	0.39 %				
					0.627	0.320	0.810				
\overline{CAR}_{+1}						-0.21 %	0.02 %				
						0.22 %	0.32 %				
						0.357	0.961				
Antall obs.	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111

Handledag	Analyse 8.1.1					Reduksjon	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 %	0.43 %	-0.03 %	0.14 %	0.37 %	-1.00 %	-0.14 %	-0.12 %	0.01 %	-0.17 %	-0.35 %
	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %	0.29 %
	0.876	0.142	0.932	0.645	0.216	0.001	0.645	0.682	0.978	0.567	0.236
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 %	0.48 %	0.45 %	0.59 %	0.96 %	-0.04 %	-0.18 %	-0.30 %	-0.29 %	-0.46 %	-0.81 %
	0.29 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.72 %	0.78 %	0.83 %	0.88 %	0.93 %	0.97 %
	0.876	0.250	0.373	0.317	0.148	0.952	0.818	0.719	0.741	0.621	0.407
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.03 %	0.11 %	0.48 %	-0.52 %	-0.66 %	-0.78 %	-0.77 %		
			0.29 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.72 %	0.78 %		
			0.932	0.791	0.351	0.375	0.318	0.281	0.323		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.37 %	-0.63 %	-0.77 %				
					0.29 %	0.42 %	0.51 %				
					0.216	0.130	0.133				
\overline{CAR}_{+1}						-1.00 %	-1.14 %				
						0.29 %	0.42 %				
						0.001	0.007				
Antall obs.	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133	133

Handledag	Analyse 8.1.2					Økning		[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	0.05 % 0.17 % 0.776	0.36 % 0.17 % 0.034	0.23 % 0.17 % 0.184	-0.01 % 0.17 % 0.947	0.25 % 0.17 % 0.147	0.11 % 0.17 % 0.507	0.01 % 0.17 % 0.976	0.00 % 0.17 % 0.980	-0.15 % 0.17 % 0.382	-0.08 % 0.17 % 0.631	-0.13 % 0.17 % 0.434	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 % 0.17 % 0.776	0.41 % 0.24 % 0.088	0.64 % 0.29 % 0.031	0.63 % 0.34 % 0.067	0.87 % 0.38 % 0.023	0.99 % 0.42 % 0.019	0.99 % 0.45 % 0.029	1.00 % 0.48 % 0.039	0.85 % 0.51 % 0.098	0.76 % 0.54 % 0.155	0.63 % 0.56 % 0.262	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.23 % 0.17 % 0.184	0.21 % 0.24 % 0.372	0.46 % 0.29 % 0.118	0.57 % 0.34 % 0.092	0.58 % 0.38 % 0.128	0.58 % 0.42 % 0.161	0.44 % 0.45 % 0.333			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.25 % 0.17 % 0.147	0.36 % 0.24 % 0.135	0.36 % 0.29 % 0.216					
\overline{CAR}_{+1}						0.11 % 0.17 % 0.507	0.12 % 0.24 % 0.623					
Antall obs.	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166	166	
Handledag	Analyse 8.1.2					Uendret		[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	0.12 % 0.33 % 0.728	-0.69 % 0.33 % 0.042	0.37 % 0.33 % 0.273	0.26 % 0.33 % 0.439	-0.10 % 0.33 % 0.771	0.19 % 0.33 % 0.564	0.05 % 0.33 % 0.891	-0.10 % 0.33 % 0.760	0.18 % 0.33 % 0.584	-0.01 % 0.33 % 0.973	-0.46 % 0.33 % 0.173	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.12 % 0.33 % 0.728	-0.58 % 0.47 % 0.225	-0.21 % 0.57 % 0.718	0.05 % 0.66 % 0.940	-0.05 % 0.74 % 0.950	0.15 % 0.81 % 0.859	0.19 % 0.88 % 0.829	0.09 % 0.94 % 0.925	0.27 % 0.99 % 0.786	0.26 % 1.05 % 0.805	-0.20 % 1.10 % 0.857	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.37 % 0.33 % 0.273	0.63 % 0.47 % 0.188	0.53 % 0.57 % 0.361	0.72 % 0.66 % 0.281	0.77 % 0.74 % 0.306	0.66 % 0.81 % 0.416	0.85 % 0.88 % 0.338			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.10 % 0.33 % 0.771	0.10 % 0.47 % 0.839	0.14 % 0.57 % 0.807					
\overline{CAR}_{+1}						0.19 % 0.33 % 0.564	0.24 % 0.47 % 0.614					
Antall obs.	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	
Handledag	Analyse 8.1.2					Reduksjon		[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	0.07 % 0.42 % 0.870	0.22 % 0.42 % 0.611	-0.22 % 0.42 % 0.600	0.00 % 0.42 % 0.999	0.65 % 0.42 % 0.126	-0.42 % 0.42 % 0.323	0.25 % 0.42 % 0.549	0.08 % 0.42 % 0.848	0.12 % 0.42 % 0.769	-0.18 % 0.42 % 0.667	-0.89 % 0.42 % 0.038	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 % 0.42 % 0.870	0.28 % 0.60 % 0.635	0.06 % 0.73 % 0.932	0.06 % 0.84 % 0.941	0.72 % 0.94 % 0.450	0.30 % 1.03 % 0.775	0.55 % 1.11 % 0.623	0.63 % 1.19 % 0.598	0.76 % 1.26 % 0.552	0.57 % 1.33 % 0.668	-0.32 % 1.40 % 0.821	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.22 % 0.42 % 0.600	-0.22 % 0.60 % 0.711	0.43 % 0.73 % 0.556	0.01 % 0.84 % 0.988	0.27 % 0.94 % 0.778	0.35 % 1.03 % 0.738	0.47 % 1.11 % 0.674			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.65 % 0.42 % 0.126	0.23 % 0.60 % 0.696	0.49 % 0.73 % 0.506					
\overline{CAR}_{+1}						-0.42 % 0.42 % 0.323	-0.17 % 0.60 % 0.782					
Antall obs.	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	

Handledag	Analyse 8.1.2					Økning	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.17 % 0.21 % 0.418	0.04 % 0.21 % 0.832	-0.07 % 0.21 % 0.746	-0.06 % 0.21 % 0.782	0.13 % 0.21 % 0.520	1.35 % 0.21 % 0.000	0.33 % 0.21 % 0.112	0.19 % 0.21 % 0.352	0.26 % 0.21 % 0.212	0.02 % 0.21 % 0.914	0.21 % 0.21 % 0.322
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.17 % 0.21 % 0.418	-0.12 % 0.29 % 0.672	-0.19 % 0.36 % 0.594	-0.25 % 0.41 % 0.549	-0.12 % 0.46 % 0.803	1.23 % 0.50 % 0.016	1.56 % 0.55 % 0.005	1.75 % 0.58 % 0.003	2.01 % 0.62 % 0.002	2.03 % 0.65 % 0.002	2.24 % 0.68 % 0.001
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.07 % 0.21 % 0.746	-0.12 % 0.29 % 0.671	0.01 % 0.36 % 0.980	1.35 % 0.41 % 0.001	1.68 % 0.46 % 0.000	1.88 % 0.50 % 0.000	2.14 % 0.55 % 0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.13 % 0.21 % 0.520	1.48 % 0.29 % 0.000	1.81 % 0.36 % 0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.35 % 0.21 % 0.000	1.68 % 0.29 % 0.000				
Antall obs.	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112
Handledag	Analyse 8.1.2					Uendret	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.28 % 0.31 % 0.368	0.37 % 0.31 % 0.230	0.17 % 0.31 % 0.589	-0.02 % 0.31 % 0.946	-0.12 % 0.31 % 0.697	-0.54 % 0.31 % 0.085	0.37 % 0.31 % 0.232	0.21 % 0.31 % 0.488	0.03 % 0.31 % 0.930	-0.44 % 0.31 % 0.160	-0.14 % 0.31 % 0.654
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.28 % 0.31 % 0.368	0.65 % 0.43 % 0.139	0.81 % 0.53 % 0.130	0.79 % 0.61 % 0.200	0.67 % 0.68 % 0.329	0.14 % 0.75 % 0.855	0.51 % 0.81 % 0.534	0.72 % 0.87 % 0.408	0.75 % 0.92 % 0.419	0.31 % 0.97 % 0.748	0.17 % 1.02 % 0.864
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.17 % 0.31 % 0.589	0.15 % 0.43 % 0.738	0.03 % 0.53 % 0.962	-0.51 % 0.61 % 0.408	-0.14 % 0.68 % 0.837	0.07 % 0.75 % 0.923	0.10 % 0.81 % 0.903		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.12 % 0.31 % 0.697	-0.66 % 0.43 % 0.135	-0.29 % 0.53 % 0.591				
\overline{CAR}_{+1}						-0.54 % 0.31 % 0.085	-0.17 % 0.43 % 0.702				
Antall obs.	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Handledag	Analyse 8.1.2					Reduksjon	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 % 0.41 % 0.959	0.67 % 0.41 % 0.106	0.19 % 0.41 % 0.648	0.28 % 0.41 % 0.493	0.06 % 0.41 % 0.892	-1.62 % 0.41 % 0.000	-0.56 % 0.41 % 0.178	-0.34 % 0.41 % 0.411	-0.12 % 0.41 % 0.775	-0.15 % 0.41 % 0.707	0.23 % 0.41 % 0.571
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 % 0.41 % 0.959	0.69 % 0.58 % 0.236	0.88 % 0.71 % 0.219	1.16 % 0.82 % 0.161	1.22 % 0.91 % 0.188	-0.41 % 1.00 % 0.684	-0.97 % 1.08 % 0.375	-1.30 % 1.15 % 0.263	-1.42 % 1.22 % 0.250	-1.57 % 1.29 % 0.227	-1.34 % 1.35 % 0.325
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 % 0.41 % 0.648	0.47 % 0.58 % 0.420	0.52 % 0.71 % 0.461	-1.10 % 0.82 % 0.183	-1.66 % 0.91 % 0.074	-1.99 % 1.00 % 0.050	-2.11 % 1.08 % 0.055		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 % 0.41 % 0.892	-1.57 % 0.58 % 0.008	-2.13 % 0.71 % 0.004				
\overline{CAR}_{+1}						-1.62 % 0.41 % 0.000	-2.18 % 0.58 % 0.000				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Handledag	Analyse 8.2.1					Økning	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.03 %	0.28 %	0.13 %	-0.01 %	0.24 %	0.59 %	0.13 %	0.05 %	0.01 %	-0.04 %	-0.03 %
	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %	0.13 %
	0.830	0.036	0.328	0.961	0.071	0.000	0.317	0.712	0.964	0.781	0.818
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.03 %	0.25 %	0.38 %	0.37 %	0.61 %	1.20 %	1.33 %	1.38 %	1.39 %	1.35 %	1.32 %
	0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.26 %	0.30 %	0.32 %	0.35 %	0.37 %	0.40 %	0.42 %	0.44 %
	0.830	0.183	0.099	0.160	0.039	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.003
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.13 %	0.12 %	0.36 %	0.95 %	1.08 %	1.13 %	1.14 %		
			0.13 %	0.19 %	0.23 %	0.26 %	0.30 %	0.32 %	0.35 %		
			0.328	0.511	0.115	0.000	0.000	0.001	0.001		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.24 %	0.83 %	0.96 %				
					0.13 %	0.19 %	0.23 %				
					0.071	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						0.59 %	0.72 %				
						0.13 %	0.19 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269

Handledag	Analyse 8.2.1					Uendret	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.23 %	-0.11 %	0.23 %	0.11 %	-0.11 %	-0.12 %	0.22 %	0.04 %	0.11 %	-0.25 %	-0.27 %
	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %
	0.329	0.646	0.317	0.629	0.637	0.608	0.343	0.850	0.629	0.290	0.243
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.23 %	0.12 %	0.35 %	0.46 %	0.36 %	0.24 %	0.46 %	0.50 %	0.61 %	0.37 %	0.10 %
	0.23 %	0.33 %	0.40 %	0.46 %	0.52 %	0.57 %	0.61 %	0.65 %	0.69 %	0.73 %	0.77 %
	0.329	0.714	0.380	0.317	0.493	0.677	0.457	0.446	0.379	0.617	0.901
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.23 %	0.34 %	0.23 %	0.12 %	0.34 %	0.38 %	0.49 %		
			0.23 %	0.33 %	0.40 %	0.46 %	0.52 %	0.57 %	0.61 %		
			0.317	0.294	0.558	0.802	0.516	0.503	0.423		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.11 %	-0.23 %	-0.01 %				
					0.23 %	0.33 %	0.40 %				
					0.637	0.487	0.984				
\overline{CAR}_{+1}						-0.12 %	0.10 %				
						0.23 %	0.33 %				
						0.608	0.757				
Antall obs.	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106

Handledag	Analyse 8.2.1					Reduksjon	[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 %	0.43 %	-0.02 %	0.15 %	0.37 %	-1.05 %	-0.17 %	-0.10 %	-0.02 %	-0.17 %	-0.34 %
	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %	0.30 %
	0.858	0.150	0.948	0.613	0.210	0.001	0.564	0.747	0.946	0.570	0.257
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 %	0.48 %	0.46 %	0.61 %	0.99 %	-0.06 %	-0.23 %	-0.33 %	-0.35 %	-0.52 %	-0.86 %
	0.30 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.73 %	0.78 %	0.84 %	0.89 %	0.94 %	0.98 %
	0.858	0.252	0.369	0.303	0.139	0.931	0.765	0.694	0.694	0.581	0.385
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.02 %	0.13 %	0.50 %	-0.55 %	-0.72 %	-0.81 %	-0.83 %		
			0.30 %	0.42 %	0.51 %	0.59 %	0.66 %	0.73 %	0.78 %		
			0.948	0.755	0.328	0.359	0.281	0.265	0.290		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.37 %	-0.68 %	-0.85 %				
					0.30 %	0.42 %	0.51 %				
					0.210	0.109	0.101				
\overline{CAR}_{+1}						-1.05 %	-1.22 %				
						0.30 %	0.42 %				
						0.001	0.004				
Antall obs.	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131

Handledag	Analyse 8.2.2					Økning		[2001,2008]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.05 % 0.17 % 0.766	0.40 % 0.17 % 0.021	0.25 % 0.17 % 0.143	0.00 % 0.17 % 0.994	0.27 % 0.17 % 0.112	0.03 % 0.17 % 0.876	-0.01 % 0.17 % 0.949	-0.04 % 0.17 % 0.811	-0.14 % 0.17 % 0.411	-0.08 % 0.17 % 0.651	-0.15 % 0.17 % 0.378
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.05 % 0.17 % 0.766	0.45 % 0.24 % 0.064	0.70 % 0.30 % 0.019	0.70 % 0.34 % 0.041	0.98 % 0.38 % 0.012	1.00 % 0.42 % 0.018	0.99 % 0.45 % 0.030	0.95 % 0.48 % 0.051	0.81 % 0.51 % 0.116	0.73 % 0.54 % 0.177	0.58 % 0.57 % 0.306
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.25 % 0.17 % 0.143	0.25 % 0.24 % 0.297	0.53 % 0.30 % 0.077	0.55 % 0.34 % 0.108	0.54 % 0.38 % 0.158	0.50 % 0.42 % 0.233	0.36 % 0.45 % 0.427		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.27 % 0.17 % 0.112	0.30 % 0.24 % 0.217	0.29 % 0.30 % 0.331				
\overline{CAR}_{+1}						0.03 % 0.17 % 0.876	0.02 % 0.24 % 0.948				
Antall obs.	162	162	162	162	162	162	162	162	162	162	162

Handledag	Analyse 8.2.2					Uendret		[2001,2008]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.10 % 0.33 % 0.755	-0.68 % 0.33 % 0.047	0.32 % 0.33 % 0.345	0.25 % 0.33 % 0.463	-0.06 % 0.33 % 0.865	0.20 % 0.33 % 0.557	0.02 % 0.33 % 0.943	-0.13 % 0.33 % 0.697	0.22 % 0.33 % 0.516	-0.01 % 0.33 % 0.977	-0.39 % 0.33 % 0.245
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.10 % 0.33 % 0.755	-0.58 % 0.47 % 0.227	-0.26 % 0.58 % 0.657	-0.01 % 0.67 % 0.986	-0.07 % 0.75 % 0.927	0.13 % 0.82 % 0.876	0.15 % 0.88 % 0.863	0.02 % 0.94 % 0.981	0.24 % 1.00 % 0.811	0.23 % 1.06 % 0.828	-0.16 % 1.11 % 0.884
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.32 % 0.33 % 0.345	0.57 % 0.47 % 0.237	0.51 % 0.58 % 0.383	0.71 % 0.67 % 0.296	0.73 % 0.75 % 0.333	0.60 % 0.82 % 0.467	0.82 % 0.88 % 0.359		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.06 % 0.33 % 0.865	0.14 % 0.47 % 0.768	0.16 % 0.58 % 0.778				
\overline{CAR}_{+1}						0.20 % 0.33 % 0.557	0.22 % 0.47 % 0.641				
Antall obs.	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48

Handledag	Analyse 8.2.2					Reduksjon		[2001,2008]			
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.08 % 0.43 % 0.845	0.20 % 0.43 % 0.643	-0.22 % 0.43 % 0.615	0.03 % 0.43 % 0.953	0.68 % 0.43 % 0.119	-0.50 % 0.43 % 0.246	0.20 % 0.43 % 0.650	0.14 % 0.43 % 0.754	0.07 % 0.43 % 0.866	-0.18 % 0.43 % 0.672	-0.88 % 0.43 % 0.044
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.08 % 0.43 % 0.845	0.28 % 0.61 % 0.642	0.07 % 0.74 % 0.928	0.09 % 0.86 % 0.915	0.77 % 0.96 % 0.425	0.27 % 1.05 % 0.800	0.46 % 1.14 % 0.685	0.60 % 1.21 % 0.624	0.67 % 1.29 % 0.604	0.49 % 1.36 % 0.720	-0.39 % 1.42 % 0.783
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.22 % 0.43 % 0.615	-0.19 % 0.61 % 0.753	0.49 % 0.74 % 0.515	-0.02 % 0.86 % 0.985	0.18 % 0.96 % 0.852	0.31 % 1.05 % 0.766	0.39 % 1.14 % 0.734		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.68 % 0.43 % 0.119	0.18 % 0.61 % 0.774	0.37 % 0.74 % 0.620				
\overline{CAR}_{+1}						-0.50 % 0.43 % 0.246	-0.31 % 0.61 % 0.615				
Antall obs.	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67

Handledag	Analyse 8.2.2					Økning	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.15 %	0.10 %	-0.05 %	-0.02 %	0.19 %	1.43 %	0.35 %	0.18 %	0.23 %	0.02 %	0.15 %
	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %	0.21 %
	0.480	0.648	0.794	0.931	0.368	0.000	0.097	0.380	0.279	0.906	0.470
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.15 %	-0.05 %	-0.11 %	-0.13 %	0.06 %	1.50 %	1.85 %	2.03 %	2.26 %	2.29 %	2.44 %
	0.21 %	0.30 %	0.36 %	0.42 %	0.47 %	0.51 %	0.55 %	0.59 %	0.63 %	0.66 %	0.69 %
	0.480	0.860	0.768	0.765	0.892	0.004	0.001	0.001	0.000	0.001	0.001
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.05 %	-0.07 %	0.12 %	1.55 %	1.90 %	2.09 %	2.31 %		
			0.21 %	0.30 %	0.36 %	0.42 %	0.47 %	0.51 %	0.55 %		
			0.794	0.806	0.749	0.000	0.000	0.000	0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.19 %	1.62 %	1.97 %				
					0.21 %	0.30 %	0.36 %				
					0.368	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.43 %	1.78 %				
						0.21 %	0.30 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107

Handledag	Analyse 8.2.2					Uendret	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.33 %	0.37 %	0.16 %	0.00 %	-0.15 %	-0.38 %	0.38 %	0.19 %	0.02 %	-0.44 %	-0.17 %
	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %
	0.309	0.250	0.616	0.999	0.635	0.238	0.236	0.557	0.941	0.173	0.595
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.33 %	0.70 %	0.86 %	0.86 %	0.71 %	0.33 %	0.71 %	0.90 %	0.92 %	0.48 %	0.31 %
	0.32 %	0.45 %	0.55 %	0.64 %	0.71 %	0.78 %	0.84 %	0.90 %	0.96 %	1.01 %	1.06 %
	0.309	0.127	0.126	0.184	0.326	0.678	0.405	0.325	0.341	0.637	0.771
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.16 %	0.16 %	0.01 %	-0.37 %	0.01 %	0.20 %	0.22 %		
			0.32 %	0.45 %	0.55 %	0.64 %	0.71 %	0.78 %	0.84 %		
			0.616	0.723	0.988	0.562	0.989	0.801	0.794		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.15 %	-0.53 %	-0.15 %				
					0.32 %	0.45 %	0.55 %				
					0.635	0.242	0.786				
\overline{CAR}_{+1}						-0.38 %	0.00 %				
						0.32 %	0.45 %				
						0.238	0.997				
Antall obs.	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58

Handledag	Analyse 8.2.2					Reduksjon	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.02 %	0.67 %	0.19 %	0.28 %	0.06 %	-1.62 %	-0.56 %	-0.34 %	-0.12 %	-0.15 %	0.23 %
	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %	0.41 %
	0.959	0.106	0.648	0.493	0.892	0.000	0.178	0.411	0.775	0.707	0.571
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.02 %	0.69 %	0.88 %	1.16 %	1.22 %	-0.41 %	-0.97 %	-1.30 %	-1.42 %	-1.57 %	-1.34 %
	0.41 %	0.58 %	0.71 %	0.82 %	0.91 %	1.00 %	1.08 %	1.15 %	1.22 %	1.29 %	1.35 %
	0.959	0.236	0.219	0.161	0.188	0.684	0.375	0.263	0.250	0.227	0.325
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 %	0.47 %	0.52 %	-1.10 %	-1.66 %	-1.99 %	-2.11 %		
			0.41 %	0.58 %	0.71 %	0.82 %	0.91 %	1.00 %	1.08 %		
			0.648	0.420	0.461	0.183	0.074	0.050	0.055		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 %	-1.57 %	-2.13 %				
					0.41 %	0.58 %	0.71 %				
					0.892	0.008	0.004				
\overline{CAR}_{+1}						-1.62 %	-2.18 %				
						0.41 %	0.58 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Handledag	Analyse 8.3.1					Økning		[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	-0.06 %	0.31 %	0.13 %	0.01 %	0.27 %	0.56 %	0.07 %	0.05 %	0.03 %	-0.06 %	-0.06 %	
	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	0.14 %	
	0.668	0.025	0.333	0.941	0.048	0.000	0.581	0.723	0.808	0.654	0.664	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.06 %	0.25 %	0.38 %	0.39 %	0.66 %	1.22 %	1.29 %	1.34 %	1.37 %	1.31 %	1.25 %	
	0.14 %	0.19 %	0.23 %	0.27 %	0.30 %	0.33 %	0.36 %	0.38 %	0.41 %	0.43 %	0.45 %	
	0.668	0.198	0.108	0.152	0.031	0.000	0.000	0.001	0.001	0.002	0.006	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.13 %	0.14 %	0.41 %	0.97 %	1.04 %	1.09 %	1.12 %			
			0.14 %	0.19 %	0.23 %	0.27 %	0.30 %	0.33 %	0.36 %			
			0.333	0.461	0.081	0.000	0.001	0.001	0.002			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.27 %	0.83 %	0.90 %					
					0.14 %	0.19 %	0.23 %					
					0.048	0.000	0.000					
\overline{CAR}_{+1}						0.56 %	0.63 %					
						0.14 %	0.19 %					
						0.000	0.001					
Antall obs.	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254	

Handledag	Analyse 8.3.1					Uendret		[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	0.33 %	-0.06 %	0.17 %	0.10 %	-0.07 %	0.02 %	0.24 %	0.07 %	0.11 %	-0.33 %	-0.29 %	
	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	0.23 %	
	0.158	0.810	0.455	0.670	0.780	0.929	0.308	0.753	0.625	0.162	0.214	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.33 %	0.28 %	0.45 %	0.55 %	0.48 %	0.51 %	0.74 %	0.82 %	0.93 %	0.60 %	0.31 %	
	0.23 %	0.33 %	0.40 %	0.47 %	0.52 %	0.57 %	0.62 %	0.66 %	0.70 %	0.74 %	0.77 %	
	0.158	0.406	0.268	0.241	0.355	0.379	0.231	0.218	0.186	0.415	0.687	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.17 %	0.27 %	0.21 %	0.23 %	0.47 %	0.54 %	0.66 %			
			0.23 %	0.33 %	0.40 %	0.47 %	0.52 %	0.57 %	0.62 %			
			0.455	0.407	0.606	0.623	0.371	0.345	0.290			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.07 %	-0.04 %	0.19 %					
					0.23 %	0.33 %	0.40 %					
					0.780	0.893	0.632					
\overline{CAR}_{+1}						0.02 %	0.26 %					
						0.23 %	0.33 %					
						0.929	0.433					
Antall obs.	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101	

Handledag	Analyse 8.3.1					Reduksjon		[2001,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
\overline{AR}	0.03 %	0.49 %	0.02 %	0.00 %	0.40 %	-1.05 %	0.03 %	-0.19 %	-0.05 %	-0.13 %	-0.34 %	
	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	0.31 %	
	0.914	0.114	0.951	0.996	0.190	0.001	0.935	0.539	0.877	0.664	0.263	
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.03 %	0.52 %	0.54 %	0.54 %	0.94 %	-0.11 %	-0.08 %	-0.27 %	-0.32 %	-0.45 %	-0.80 %	
	0.31 %	0.43 %	0.53 %	0.61 %	0.68 %	0.75 %	0.81 %	0.87 %	0.92 %	0.97 %	1.01 %	
	0.914	0.231	0.310	0.381	0.171	0.885	0.918	0.754	0.728	0.640	0.434	
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.02 %	0.02 %	0.42 %	-0.63 %	-0.60 %	-0.79 %	-0.84 %			
			0.31 %	0.43 %	0.53 %	0.61 %	0.68 %	0.75 %	0.81 %			
			0.951	0.968	0.429	0.306	0.379	0.292	0.301			
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.40 %	-0.65 %	-0.62 %					
					0.31 %	0.43 %	0.53 %					
					0.190	0.138	0.243					
\overline{CAR}_{+1}						-1.05 %	-1.02 %					
						0.31 %	0.43 %					
						0.001	0.019					
Antall obs.	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	

Handledag	Analyse 8.3.2					Økning	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1		0	1	2	3	4
\overline{AR}	0.07 %	0.40 %	0.26 %	0.00 %	0.27 %	0.05 %	-0.07 %	-0.05 %	-0.09 %	-0.08 %	-0.15 %
	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %	0.17 %
	0.705	0.022	0.135	0.984	0.113	0.764	0.664	0.776	0.616	0.631	0.377
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.07 %	0.46 %	0.72 %	0.71 %	0.99 %	1.04 %	0.97 %	0.92 %	0.83 %	0.75 %	0.60 %
	0.17 %	0.24 %	0.30 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %	0.49 %	0.51 %	0.54 %	0.57 %
	0.705	0.059	0.017	0.039	0.011	0.014	0.035	0.061	0.109	0.170	0.297
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.26 %	0.25 %	0.53 %	0.58 %	0.50 %	0.46 %	0.37 %		
			0.17 %	0.24 %	0.30 %	0.34 %	0.38 %	0.42 %	0.45 %		
			0.135	0.297	0.078	0.093	0.190	0.280	0.417		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.27 %	0.33 %	0.25 %				
					0.17 %	0.24 %	0.30 %				
					0.113	0.182	0.400				
\overline{CAR}_{+1}						0.05 %	-0.02 %				
						0.17 %	0.24 %				
						0.764	0.925				
Antall obs.	157	157	157	157	157	157	157	157	157	157	157

Handledag	Analyse 8.3.2					Uendret	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1		0	1	2	3	4
\overline{AR}	0.27 %	-0.55 %	0.16 %	0.13 %	0.15 %	0.46 %	0.05 %	-0.05 %	0.23 %	-0.18 %	-0.44 %
	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %	0.34 %
	0.439	0.113	0.642	0.697	0.672	0.183	0.884	0.892	0.502	0.593	0.205
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.27 %	-0.29 %	-0.13 %	0.01 %	0.15 %	0.62 %	0.67 %	0.62 %	0.85 %	0.67 %	0.23 %
	0.34 %	0.48 %	0.59 %	0.68 %	0.76 %	0.84 %	0.90 %	0.97 %	1.02 %	1.08 %	1.13 %
	0.439	0.557	0.833	0.990	0.841	0.466	0.465	0.525	0.411	0.540	0.842
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.16 %	0.29 %	0.44 %	0.90 %	0.95 %	0.90 %	1.14 %		
			0.34 %	0.48 %	0.59 %	0.68 %	0.76 %	0.84 %	0.90 %		
			0.642	0.546	0.462	0.194	0.219	0.285	0.215		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.15 %	0.61 %	0.66 %				
					0.34 %	0.48 %	0.59 %				
					0.672	0.215	0.272				
\overline{CAR}_{+1}						0.46 %	0.51 %				
						0.34 %	0.48 %				
						0.183	0.295				
Antall obs.	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44

Handledag	Analyse 8.3.2					Reduksjon	[2001,2008]				
	-5	-4	-3	-2	-1		0	1	2	3	4
\overline{AR}	0.06 %	0.27 %	-0.29 %	-0.08 %	0.73 %	-0.55 %	0.24 %	0.09 %	0.10 %	-0.15 %	-0.85 %
	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %	0.45 %
	0.901	0.546	0.522	0.853	0.104	0.219	0.588	0.839	0.829	0.742	0.061
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.06 %	0.33 %	0.04 %	-0.04 %	0.69 %	0.14 %	0.38 %	0.47 %	0.57 %	0.42 %	-0.43 %
	0.45 %	0.63 %	0.77 %	0.89 %	1.00 %	1.09 %	1.18 %	1.26 %	1.34 %	1.41 %	1.48 %
	0.901	0.606	0.959	0.961	0.490	0.900	0.748	0.710	0.673	0.766	0.772
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.29 %	-0.37 %	0.36 %	-0.19 %	0.05 %	0.14 %	0.24 %		
			0.45 %	0.63 %	0.77 %	0.89 %	1.00 %	1.09 %	1.18 %		
			0.522	0.559	0.638	0.833	0.957	0.895	0.839		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.73 %	0.18 %	0.42 %				
					0.45 %	0.63 %	0.77 %				
					0.104	0.775	0.585				
\overline{CAR}_{+1}						-0.55 %	-0.31 %				
						0.45 %	0.63 %				
						0.219	0.623				
Antall obs.	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Handledag	Analyse 8.3.2					Økning	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	-0.26 %	0.16 %	-0.07 %	0.03 %	0.26 %	1.38 %	0.32 %	0.21 %	0.23 %	-0.03 %	0.09 %
	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %	0.22 %
	0.247	0.470	0.745	0.886	0.236	0.000	0.155	0.356	0.310	0.909	0.679
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.26 %	-0.10 %	-0.17 %	-0.14 %	0.13 %	1.50 %	1.82 %	2.02 %	2.25 %	2.22 %	2.32 %
	0.22 %	0.31 %	0.38 %	0.44 %	0.49 %	0.54 %	0.59 %	0.63 %	0.66 %	0.70 %	0.73 %
	0.247	0.757	0.659	0.756	0.799	0.007	0.002	0.002	0.001	0.002	0.002
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			-0.07 %	-0.04 %	0.22 %	1.60 %	1.92 %	2.12 %	2.35 %		
			0.22 %	0.31 %	0.38 %	0.44 %	0.49 %	0.54 %	0.59 %		
			0.745	0.898	0.561	0.000	0.000	0.000	0.000		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.26 %	1.64 %	1.96 %				
					0.22 %	0.31 %	0.38 %				
					0.236	0.000	0.000				
\overline{CAR}_{+1}						1.38 %	1.69 %				
						0.22 %	0.31 %				
						0.000	0.000				
Antall obs.	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97

Handledag	Analyse 8.3.2					Uendret	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.38 %	0.33 %	0.19 %	0.07 %	-0.23 %	-0.32 %	0.38 %	0.17 %	0.02 %	-0.44 %	-0.18 %
	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %	0.32 %
	0.235	0.309	0.561	0.819	0.477	0.319	0.232	0.603	0.940	0.172	0.580
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.38 %	0.71 %	0.89 %	0.97 %	0.74 %	0.42 %	0.80 %	0.97 %	0.99 %	0.55 %	0.38 %
	0.32 %	0.45 %	0.55 %	0.64 %	0.71 %	0.78 %	0.84 %	0.90 %	0.95 %	1.01 %	1.05 %
	0.235	0.121	0.110	0.134	0.303	0.592	0.344	0.285	0.302	0.584	0.722
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.19 %	0.26 %	0.03 %	-0.29 %	0.10 %	0.26 %	0.29 %		
			0.32 %	0.45 %	0.55 %	0.64 %	0.71 %	0.78 %	0.84 %		
			0.561	0.567	0.955	0.652	0.893	0.738	0.735		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					-0.23 %	-0.55 %	-0.16 %				
					0.32 %	0.45 %	0.55 %				
					0.477	0.228	0.768				
\overline{CAR}_{+1}						-0.32 %	0.06 %				
						0.32 %	0.45 %				
						0.319	0.887				
Antall obs.	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57

Handledag	Analyse 8.3.2					Reduksjon	[2009,2014]				
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
\overline{AR}	0.01 %	0.72 %	0.34 %	0.08 %	0.06 %	-1.57 %	-0.20 %	-0.48 %	-0.20 %	-0.12 %	0.19 %
	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %	0.42 %
	0.982	0.092	0.419	0.842	0.894	0.000	0.629	0.253	0.636	0.777	0.657
$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.01 %	0.72 %	1.06 %	1.15 %	1.20 %	-0.37 %	-0.57 %	-1.05 %	-1.25 %	-1.37 %	-1.18 %
	0.42 %	0.59 %	0.72 %	0.84 %	0.93 %	1.02 %	1.11 %	1.18 %	1.25 %	1.32 %	1.39 %
	0.982	0.225	0.146	0.175	0.202	0.721	0.608	0.377	0.322	0.304	0.397
$\overline{CAR}_{\pm 3}$			0.34 %	0.42 %	0.48 %	-1.09 %	-1.29 %	-1.78 %	-1.97 %		
			0.42 %	0.59 %	0.72 %	0.84 %	0.93 %	1.02 %	1.11 %		
			0.419	0.476	0.510	0.196	0.171	0.088	0.079		
$\overline{CAR}_{\pm 1}$					0.06 %	-1.52 %	-1.72 %				
					0.42 %	0.59 %	0.72 %				
					0.894	0.013	0.021				
\overline{CAR}_{+1}						-1.57 %	-1.77 %				
						0.42 %	0.59 %				
						0.000	0.004				
Antall obs.	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61

Vedlegg D

Ekstremverdier $\overline{CAR}_{\pm 5}$

eventid	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	β	Handledage ri est. V	Manglende handledager i est. V	Totalt ant. Handledger i est. V	Handledaer av mulige i est. V	Utbytteforr ige år	ekstrem- verdi test	
641	0.2640	0.661	207	0	207	100 %	0	2 %	1
21	0.2264	0.514	212	0	212	100 %	0	2 %	2
16	0.2257	0.845	210	0	210	100 %	1	2 %	3
444	0.2026	0.489	210	0	210	100 %	1	2 %	4
34	0.1885	0.196	166	42	208	80 %	0	2 %	5
426	0.1862	0.590	209	0	209	100 %	1	5 %	6
40	0.1757	1.560	207	0	207	100 %	1	5 %	7
263	0.1660	0.563	207	0	207	100 %	0	5 %	8
351	0.1600	0.420	193	16	209	92 %	1	5 %	9
701	0.1536	1.171	207	0	207	100 %	1	5 %	10
811	0.1527	0.486	204	1	205	100 %	1	5 %	11
574	0.1513	0.793	180	25	205	88 %	1	5 %	12
665	0.1468	1.126	198	7	205	97 %	1	5 %	13
833	0.1427	0.765	193	17	210	92 %	1	10 %	14
780	0.1426	0.895	204	0	204	100 %	1	10 %	15
43	0.1395	1.613	207	0	207	100 %	1	10 %	16
307	0.1373	0.472	167	38	205	81 %	1	10 %	17
664	0.1353	0.796	202	3	205	99 %	1	10 %	18
775	0.1350	2.077	204	0	204	100 %	1	10 %	19
221	0.1341	0.475	201	1	202	100 %	1	10 %	20
753	0.1326	1.301	205	0	205	100 %	1	10 %	21
726	0.1317	1.059	210	0	210	100 %	1	10 %	22
324	0.1314	1.019	204	3	207	99 %	0	10 %	23
366	0.1265	0.541	209	0	209	100 %	1	10 %	24
260	0.1253	0.552	207	0	207	100 %	1	10 %	25
731	0.1245	1.010	206	3	209	99 %	1	10 %	26
22	0.1201	0.653	209	1	210	100 %	1		
344	0.1196	0.414	172	33	205	84 %	1		
774	0.1173	1.755	204	0	204	100 %	1		
629	0.1154	0.993	207	0	207	100 %	0		
125	0.1143	0.417	172	31	203	85 %	1		
698	0.1137	0.787	210	0	210	100 %	1		
220	0.1120	0.464	203	1	204	100 %	1		
447	0.1116	0.359	198	9	207	96 %	1		
658	0.1107	1.068	205	0	205	100 %	1		
654	0.1099	0.360	203	4	207	98 %	0		
657	0.1099	0.814	205	0	205	100 %	1		
830	0.1099	0.870	174	32	206	84 %	1		
590	0.1092	0.245	204	1	205	100 %	1		
394	0.1075	0.431	185	20	205	90 %	1		
312	0.1073	0.619	187	16	203	92 %	1		
11	0.1066	0.335	199	8	207	96 %	1		
327	0.1054	0.600	205	1	206	100 %	0		
671	0.1042	0.380	177	28	205	86 %	1		
842	0.1041	0.967	206	0	206	100 %	1		
486	0.1038	0.770	207	0	207	100 %	0		
818	0.1012	0.546	205	0	205	100 %	1		
441	0.1007	0.666	175	8	183	96 %	1		

Ekstremverdier $\overline{CAR}_{\pm 5}$									
eventid	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	β	Handledage r i est. V	Manglende handledager i est. V	Totalt ant. Handledger i est. V	Handledaer av mulige i est. V	Utbytteforr ige år	ekstrem- verdi test	
678	-0.1002	0.628	195	12	207	94 %	1		
449	-0.1011	0.761	209	0	209	100 %	1		
343	-0.1050	0.382	193	11	204	95 %	1		
108	-0.1062	0.431	196	8	204	96 %	0		
465	-0.1067	0.170	210	0	210	100 %	0		
423	-0.1080	0.370	199	5	204	98 %	1		
584	-0.1083	0.165	203	2	205	99 %	1		
628	-0.1087	0.842	207	0	207	100 %	1		
738	-0.1129	1.678	206	0	206	100 %	0		
758	-0.1133	0.714	206	0	206	100 %	1	10 %	26
688	-0.1135	0.709	204	1	205	100 %	1	10 %	25
90	-0.1151	0.216	206	0	206	100 %	0	10 %	24
523	-0.1193	0.698	209	1	210	100 %	1	10 %	23
757	-0.1213	0.698	205	0	205	100 %	1	10 %	22
241	-0.1244	2.304	203	1	204	100 %	0	10 %	21
727	-0.1254	1.013	208	0	208	100 %	1	10 %	20
418	-0.1288	0.304	166	39	205	81 %	0	10 %	19
152	-0.1304	1.005	209	0	209	100 %	0	10 %	18
624	-0.1309	0.626	208	0	208	100 %	1	10 %	17
382	-0.1331	0.316	180	23	203	89 %	1	10 %	16
742	-0.1401	1.061	206	0	206	100 %	1	10 %	15
704	-0.1437	1.646	207	0	207	100 %	1	10 %	14
829	-0.1491	0.873	191	11	202	95 %	0	5 %	13
799	-0.1531	0.311	180	23	203	89 %	1	5 %	12
748	-0.1531	1.105	204	2	206	99 %	1	5 %	11
398	-0.1655	1.126	203	0	203	100 %	1	5 %	10
153	-0.1672	1.320	207	0	207	100 %	1	5 %	9
646	-0.1676	0.657	207	0	207	100 %	1	5 %	8
32	-0.1699	0.119	174	33	207	84 %	1	5 %	7
109	-0.1764	1.330	205	1	206	100 %	1	5 %	6
18	-0.1776	1.022	206	0	206	100 %	1	2 %	5
243	-0.1813	1.627	204	1	205	100 %	0	2 %	4
150	-0.1923	0.399	185	22	207	89 %	1	2 %	3
399	-0.2352	0.767	202	5	207	98 %	1	2 %	2
20	-0.2971	0.879	207	0	207	100 %	0	2 %	1

Ekstremverdier β

eventid	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	β	Handledage r i est. V	Manglende handledager i est. V	Totalt ant. Handledger i est. V	Handledaer av mulige i est. V	Utbyttefo rrige år	ekstrem- verdi test
737	0.0965	2.426	205	0	205	100 %	1	2 % 1
241	-0.1244	2.304	203	1	204	100 %	0	2 % 2
775	0.1350	2.077	204	0	204	100 %	1	2 % 3
463	0.0381	2.065	203	0	203	100 %	0	2 % 4
242	0.0174	2.034	202	0	202	100 %	1	2 % 5
460	0.0773	1.886	204	0	204	100 %	1	5 % 6
705	-0.0763	1.822	206	0	206	100 %	0	5 % 7
52	-0.0043	1.789	210	0	210	100 %	0	5 % 8
580	-0.0237	1.784	206	0	206	100 %	1	5 % 9
44	-0.0868	1.784	206	0	206	100 %	1	5 % 10
620	0.0484	1.782	206	0	206	100 %	1	5 % 11
462	-0.0736	1.782	205	0	205	100 %	0	5 % 12
774	0.1173	1.755	204	0	204	100 %	1	5 % 13
581	-0.0346	1.706	205	0	205	100 %	1	10 % 14
579	0.0060	1.683	207	0	207	100 %	0	10 % 15
738	-0.1129	1.678	206	0	206	100 %	0	10 % 16
704	-0.1437	1.646	207	0	207	100 %	1	10 % 17
243	-0.1813	1.627	204	1	205	100 %	0	10 % 18
43	0.1395	1.613	207	0	207	100 %	1	10 % 19
770	-0.0066	1.596	207	0	207	100 %	1	10 % 20
776	-0.0182	1.569	205	0	205	100 %	1	10 % 21
40	0.1757	1.560	207	0	207	100 %	1	10 % 22
38	-0.0048	1.516	204	0	204	100 %	1	10 % 23
53	0.0782	1.485	207	0	207	100 %	1	10 % 24
42	0.0802	1.480	209	0	209	100 %	1	10 % 25
771	0.0182	1.478	204	0	204	100 %	1	10 % 26
457	-0.0344	0.154	185	19	204	91 %	1	10 % 26
363	0.0644	0.147	207	3	210	99 %	1	10 % 25
149	0.0279	0.146	196	10	206	95 %	1	10 % 24
679	-0.0089	0.140	189	18	207	91 %	1	10 % 23
49	0.0315	0.139	190	19	209	91 %	1	10 % 22
358	0.0678	0.136	194	10	204	95 %	1	10 % 21
353	0.0105	0.122	189	17	206	92 %	1	10 % 20
324	0.1314	0.119	204	3	207	99 %	0	10 % 19
32	-0.1699	0.119	174	33	207	84 %	1	10 % 18
329	0.0266	0.109	199	9	208	96 %	0	10 % 17
48	-0.0479	0.108	203	4	207	98 %	1	10 % 16
341	-0.0359	0.106	187	24	211	89 %	0	10 % 15
237	-0.0300	0.091	196	9	205	96 %	1	10 % 14
50	-0.0725	0.081	182	29	211	86 %	1	5 % 13
229	0.0959	0.045	205	2	207	99 %	1	5 % 12
371	0.0037	0.042	190	15	205	93 %	1	5 % 11
173	-0.0421	0.029	198	9	207	96 %	0	5 % 10
120	-0.0142	0.011	193	16	209	92 %	1	5 % 9
766	-0.0440	0.008	191	18	209	91 %	0	5 % 8
356	-0.0002	0.003	190	15	205	93 %	1	5 % 7
436	0.0522	-0.007	189	21	210	90 %	0	5 % 6
618	-0.0574	-0.019	205	0	205	100 %	0	2 % 5
308	0.0205	-0.020	181	27	208	87 %	1	2 % 4
13	0.0831	-0.073	202	3	205	99 %	1	2 % 3
362	0.0354	-0.278	202	4	206	98 %	1	2 % 2
347	0.0265	-0.410	175	31	206	85 %	1	2 % 1

D.2 Gjennomsnittlig betaverdi for underutvalgene

	β	<i>Std. avvik β</i>		α	<i>Std. avvik α</i>	Antall obs.
Hele utvalget	0.69	0.017		-0.049 %	0.008 %	532
Økning	0.73	0.024		-0.002 %	0.008 %	284
Uendret	0.60	0.036		-0.019 %	0.013 %	112
Reduksjon	0.69	0.034		-0.173 %	0.022 %	136

Vedlegg E

Analyse	Type	Begivenhetsvindu	θ_1 Før 2009	θ_2 Etter 2008	$\theta_1 - \theta_2$	P - Verdi
Analyse 1.2	Økning	\overline{AR}_0	0.623	6.268	-5.645	2 %
Analyse 1.2	Uendret	\overline{AR}_0	0.623	-1.752	2.375	20 %
Analyse 1.2	Reduksjon	\overline{AR}_0	-1.115	-3.990	2.875	15 %
Analyse 1.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	1.070	3.290	-2.22	22 %
Analyse 1.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.060	0.170	-0.11	48 %
Analyse 1.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.104	-0.970	0.866	38 %
Analyse 1.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.808	3.969	-3.161	13 %
Analyse 1.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.892	0.123	0.769	39 %
Analyse 1.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.588	-1.933	2.521	19 %
Analyse 1.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	1.205	5.018	-3.813	9 %
Analyse 1.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	0.221	-0.540	0.761	39 %
Analyse 1.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	0.653	-2.956	3.609	10 %
Analyse 1.2	Økning	\overline{CAR}_{+1}	0.442	5.744	-5.302	3 %
Analyse 1.2	Uendret	\overline{CAR}_{+1}	0.588	-0.385	0.973	37 %
Analyse 1.2	Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	-0.437	-3.780	3.343	12 %

Analyse	Type	Begivenhetsvindu	θ_1 Før 2009	θ_2 Etter 2008	$\theta_1 - \theta_2$	P - Verdi
Analyse 2.2	Økning	\overline{AR}_0	-0.406	6.108	-6.514	1 %
Analyse 2.2	Uendret	\overline{AR}_0	0.986	-1.228	2.214	22 %
Analyse 2.2	Reduksjon	\overline{AR}_0	-0.928	-4.416	3.488	11 %
Analyse 2.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.404	2.552	-2.148	22 %
Analyse 2.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.353	-0.405	0.758	39 %
Analyse 2.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.100	-1.132	1.032	36 %
Analyse 2.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.072	2.998	-2.926	15 %
Analyse 2.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.917	-0.026	0.943	37 %
Analyse 2.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.592	-2.290	2.882	15 %
Analyse 2.2	Økning	\overline{CAR}_{+1}	0.053	4.301	-4.248	7 %
Analyse 2.2	Uendret	\overline{CAR}_{+1}	0.568	-0.786	1.354	32 %
Analyse 2.2	Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	0.714	-3.670	4.384	6 %
Analyse 2.2	Økning	\overline{CAR}_{+1}	-0.386	5.880	-6.266	1 %
Analyse 2.2	Uendret	\overline{CAR}_{+1}	0.926	-0.335	1.261	33 %
Analyse 2.2	Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	0.673	-4.579	5.252	3 %

Analyse	Type	Begivenhetsvindu	θ_1 Før 2009	θ_2 Etter 2008	$\theta_1 - \theta_2$	P - Verdi
Analyse 3.2	Økning	\overline{AR}_0	0.177	4.571	-4.394	6 %
Analyse 3.2	Uendret	\overline{AR}_0	0.723	0.091	0.632	41 %
Analyse 3.2	Reduksjon	\overline{AR}_0	-1.658	-4.442	2.784	16 %
Analyse 3.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.064	1.923	-1.987	24 %
Analyse 3.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.226	0.506	-0.28	46 %
Analyse 3.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.747	-1.034	0.287	46 %
Analyse 3.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.082	1.907	-1.825	26 %
Analyse 3.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.759	0.848	-0.089	49 %
Analyse 3.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	-0.161	-2.170	2.009	24 %
Analyse 3.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	0.346	3.471	-3.125	13 %
Analyse 3.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	0.285	0.299	-0.014	50 %
Analyse 3.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	0.893	-3.695	4.588	5 %
Analyse 3.2	Økning	\overline{CAR}_{+1}	0.119	4.000	-3.881	9 %
Analyse 3.2	Uendret	\overline{CAR}_{+1}	0.627	0.597	0.03	50 %
Analyse 3.2	Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	-0.335	-4.529	4.194	7 %

Analyse	Type	Begivenhetsvindu	θ_1 Før 2009	θ_2 Etter 2008	$\theta_1 - \theta_2$	P - Verdi
Analyse 4.2	Økning	\overline{AR}_0	0.230	5.632	-5.402	3 %
Analyse 4.2	Uendret	\overline{AR}_0	2.295	-0.756	3.051	14 %
Analyse 4.2	Reduksjon	\overline{AR}_0	-1.150	-4.262	3.112	14 %
Analyse 4.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	2.475	2.929	-0.454	44 %
Analyse 4.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	0.766	-0.453	1.219	33 %
Analyse 4.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.104	-1.106	1.002	36 %
Analyse 4.2	Økning	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	1.931	3.816	-1.885	25 %
Analyse 4.2	Uendret	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	1.810	-0.239	2.049	23 %
Analyse 4.2	Reduksjon	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.588	-2.050	2.638	18 %
Analyse 4.2	Økning	\overline{CAR}_{+1}	2.199	4.317	-2.118	23 %
Analyse 4.2	Uendret	\overline{CAR}_{+1}	1.508	-0.941	2.449	19 %
Analyse 4.2	Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	0.653	-3.083	3.736	9 %
Analyse 4.2	Økning	\overline{CAR}_{+1}	1.214	4.643	-3.429	11 %
Analyse 4.2	Uendret	\overline{CAR}_{+1}	2.081	-0.202	2.283	21 %
Analyse 4.2	Reduksjon	\overline{CAR}_{+1}	-0.437	-3.987	3.55	10 %

Analyse	Type	Begivenhetsvindu	θ_1 Før 2009	θ_2 Etter 2008	$\theta_1 - \theta_2$	P - Verdi
Analyse 5.A.2	Start	\overline{AR}_0	-1.314	3.447	-4.761	5 %
Analyse 5.A.2	Stopp	\overline{AR}_0	-1.068	-2.968	1.9	25 %
Analyse 5.A.2	Start	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-2.252	1.592	-3.844	9 %
Analyse 5.A.2	Stopp	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-1.007	-0.699	-0.308	46 %
Analyse 5.A.2	Start	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	-1.800	1.544	-3.344	12 %
Analyse 5.A.2	Stopp	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	-0.976	-1.736	0.76	39 %
Analyse 5.A.2	Start	$\overline{CAR}_{\pm 1}$	-1.278	2.615	-3.893	8 %
Analyse 5.A.2	Stopp	\overline{CAR}_{+1}	-0.355	-2.265	1.91	25 %
Analyse 5.A.2	Start	\overline{CAR}_{+1}	-1.069	3.383	-4.452	6 %
Analyse 5.A.2	Stopp	\overline{CAR}_{+1}	-0.843	-2.933	2.09	23 %
Analyse 5.B.2	Annonsering av førstegangsutbetaling	\overline{AR}_0	-0.435	3.462	-3.897	8 %
Analyse 5.B.2	Stopp etter to år med utbytte	\overline{AR}_0	-0.452	-1.367	0.915	37 %
Analyse 5.B.2	Annonsering av førstegangsutbetaling	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.877	0.452	-1.329	32 %
Analyse 5.B.2	Stopp etter to år med utbytte	$\overline{CAR}_{\pm 5}$	-0.445	0.213	-0.658	41 %
Analyse 5.B.2	Annonsering av førstegangsutbetaling	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	-0.473	0.402	-0.875	38 %
Analyse 5.B.2	Stopp etter to år med utbytte	$\overline{CAR}_{\pm 3}$	0.528	-0.165	0.693	40 %
Analyse 5.B.2	Annonsering av førstegangsutbetaling	\overline{CAR}_{+1}	-0.493	2.067	-2.56	18 %
Analyse 5.B.2	Stopp etter to år med utbytte	\overline{CAR}_{+1}	0.000	-0.314	0.314	46 %
Analyse 5.B.2	Annonsering av førstegangsutbetaling	\overline{CAR}_{+1}	-0.905	2.746	-3.651	10 %
Analyse 5.B.2	Stopp etter to år med utbytte	\overline{CAR}_{+1}	-0.265	-0.630	0.365	45 %

