



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

HÖG REDOVISNINGSKVALITET

— LÄGRE RISK OCH HÖGRE FÖRVÄNTNINGAR?

EN KVANTITATIV STUDIE ÖVER SAMBANDET MELLAN REDOVISNINGSKVALITET OCH FINANSIELLA MÅTT

Seminariearbete på C-nivå i
Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Höstterminen 2009

Handledare: Gert Sandahl

Författare:	Födelseår:
Fredrik Kihlström	860308
Anna Sandberg	870922

FÖRORD

Vi vill med dessa inledande ord passa på att tacka vår handledare för sina idéer och värdefulla åsikter.

Tack också till alla andra personer som på något sätt bidragit och hjälpt oss under arbetets gång.

Göteborg 2010-01-08

Fredrik Kihlström

Anna Sandberg

SAMMANDRAG

Titel: Hög redovisningskvalitet – Lägre risk och högre förväntningar?

Ämne: Corporate Disclosure, Industrial and Financial Management

Rapportens syfte: Att undersöka eventuell samvariation mellan redovisningskvalitet och betavärden, volatilitet, price/earnings samt price/sales.

Metod: Jämförelseanalys där korrelationer har beräknats mellan finansiella mått och resultaten utifrån en bedömningsmodell från konsultbolaget Kanton som vi anser utgöra en valid mätning av redovisningskvalitet.

Dataunderlag: Finansiell data har hämtats från Avanzas webbportal medan resultaten från Kantons granskning har nyttjats, vilken i sig utgör underlag för utmärkelsen Årets börsbolag som görs i samarbete med Aktiespararna.

Resultat: Vi finner inga signifikanta samband som ligger i linje med våra ursprungliga frågeställningar. Det verkar dock finnas ett positivt variationssamband mellan betavärde och redovisningskvalitet på Mid Cap-listan.

Slutsatser: Analysen förkastar våra förväntade resultat och förutom mätfel diskuterar vi potentiella orsaker som exempelvis att investerare inte tar till sig all information, att den avgörande informationen återfinns i räkenskaperna eller att redovisningen bestäms till stor grad av kapitalägare. Det kan också vara så att mer information inte alltid är positivt.

Nyckelord: *Disclosure, redovisningskvalitet, informationsasymmetri, risk, värdering*

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUNDSBESKRIVNING	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION	6
1.2.1 TIDIGARE FORSKNING	7
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR	9
1.4 STUDIENS SYFTE	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR	10
2. METOD	11
2.1 VAL AV UNDERSÖKNINGSMETOD	11
2.2 INNEHÅLLSANALYS OCH JÄMFÖRELSEANALYS	12
2.3 DATAINSAMLING	13
2.3.1 URVAL	13
2.3.2 BORTFALL	13
2.4 STATISTISK UNDERSÖKNING	14
2.5 DISKUSSION KRING METODVAL	15
2.5.1 RELIABILITET	16
2.5.2 VALIDITET	16
3. TEORETISK REFERENSRAM	17
3.1 ASYMMETRISK INFORMATION OCH LEMONS-PRINCIPEN	17
3.1.1 SIGNALTEORI	18
3.2 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN	19
3.3 FINANSIELLA MÅTT OCH MULTIPLAR	21
3.3.1 RISK	21
3.3.2 FÖRVÄNTNINGAR	22
3.4 KANTONS BEDÖMNINGSMODELL	23
3.5 TEORETISKA PREMISER	25
4. EMPIRI OCH ANALYS	27
4.1 IFRS OCH IAS	27
4.2 SAMBANDSANALYS: RISK	28
4.3 SAMBANDSANALYS: FÖRVÄNTNINGAR	30
4.4 TEORETISK KOPPLING	31
5. SLUTDISKUSSION	33
5.1 FÖRKLARINGAR TILL RESULTATET	33
5.2 MÄTPROBLEMATIKEN	34
5.3 SLUTSATSER	36

5.4 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	37
6. KÄLLFÖRTECKNING	38
7. BILAGOR	40
7.1 KANTONS BEDÖMNINGSMODELL	40
7.2 NORMALFÖRDELNINGSTEST	43
7.3 ANALYSERAD DATA.....	43
7.4 SCATTERPLOTS	49

1. INLEDNING

I det inledande kapitlet beskriver vi den bakgrundshistoria som ligger till grund för vårt ämnesval och som beskriver en förändringsprocess i företagsvärlden samtidigt som vi visar hur forskningen på området ser ut. Vidare för vi en diskussion kring problemområdet för att sedan ställa upp två frågeställningar samt förklarar syftet med denna studie.

1.1 Bakgrundsbeskrivning

Ett företag består av flera olika typer av resurser som tillsammans skapar värde i form av intäkter på ett sätt som inte skulle kunnat uppstå genom utnyttjande av enbart en av dessa resurser. Hur mycket värde ett företag skapar påverkar i sin tur värdet på företaget i sig, det vill säga det priset på företagets aktier om det handlas på en reglerad marknad. Traditionellt sett har det funnits ett fokus på att värdera företag genom att bestämma värdet på de kassaflöden som företagets materiella tillgångar genererar eller vad tillgångarna är värda, så kallad avkastningsvärdering respektive substansvärdering. De materiella tillgångar som upptas i årsredovisningen har tidigare stått i fokus som den värdeskapande resursen medan andra resurser så som kunskap, nätverk och organisatoriska egenskaper funnits någonstans i periferin. Anställda har i stor grad varit utbytbara i och med monotona arbetsmoment med låga inlärningströsklar där varken omfattande utbildning eller särskilda förkunskaper krävts. I takt med att samhället utvecklats har dock tjänster blivit allt mer viktiga, inte enbart i form av tjänsteföretag utan även arbetstagares kunskaper, ibland kallat know-how, har fått träda fram bland såväl företagsledare som externa analytiker. Synsättet på människor har förändrats från att ha varit en mindre komplementär faktor till maskinernas produktion till att bli det centrala i en organisation, vilket gör att vi kan använda nya tankesätt för att belysa och analysera vad som utgör värdet.

De så kallade mjuka värdena i ett företag, det vill säga allt som inte tas med i årsredovisningen men som antas utgöra ett värde, får mer utrymme och diskussionen kan förväntas fortsätta i framtiden. Att personalen i ett företag utgör ett värde förstår vi men det råder oenighet om var man ska sätta gränsen för vad som är värdeskapande eller inte. Flera begrepp har tagits fram i syfte att peka på vad som kan vara värdefullt för ett företag där man försöker särskilja icke-bokförda värden och katalogisera dessa. Särskilt viktigt är det i tjänsteföretag som till stor del saknar materiella tillgångar som är direkt värdeskapande, till exempel en maskin eller ett fordon, där produkten är tjänsten som utförs och där det materiella enbart är till stöd för tjänsteutförandet. Ett populärt samlingsbegrepp för detta är intellektuellt kapital, och de modeller som tagits fram

hjälp oss att förklara var värdena finns men de saknar mätbarhet, det vill säga vi saknar ett värderingsverktyg för de faktorer som påvisas i teorierna. När det gäller företags- och aktievärdering skulle det bli nästintill omöjligt att någorlunda rättvisande uppskatta de mjuka värdena, inte bara för att det är komplicerat utan även för att de är öppna för subjektiva åsikter som kan variera avsevärt mellan olika bedömare. För en extern analytiker blir detta om möjligt ännu svårare utifrån den knapphändiga informationen. Trots att vissa företag är uppbyggda med stor andel mjuka värden råder det alltså osäkerhet om hur detta bör hanteras och värderas kvantitativt, därför finns det inte heller några krav på företag att redovisa sådan information.

I takt med den förändring vi sett har även sättet företagen redovisar sina verksamheter genomgått en utveckling där mer information, än den som genom redovisningsprinciper och lagstiftning är obligatorisk, faktiskt tas upp i form av exempelvis personalredovisning och miljöredovisning. Motiven till denna ökade transparens kan variera och mer information underlättar generellt sett en värdering av respektive företag (Lang & Lundholm, 1996) även om det kanske inte alls är tanken. Det är dock osäkert om denna typ av frivillig information påverkar det faktiska värdet på företaget eller om det enbart underlättar analytikernas arbete. Den frivilliga redovisningen har en stark koppling till det intellektuella kapitalet då informationen belyser detta, men det kan även användas i syfte att framhäva det man gör väl, det vill säga man marknadsför företaget genom att informera till exempel om vilka framtida investeringsplaner som existerar. I anglosaxisk litteratur talar man om *disclosure*, som fritt översatt betyder ungefär offentliggörande av information. Vi använder i vår studie detta begrepp någorlunda synonymt med redovisningskvalitet som i sig omfattar mängden information men också berör framställningen av informationen som sådan. Med begreppet *frivillig redovisning* som återkommer i senare avsnitt, avses den redovisade informationen utöver de obligatoriska räkenskaperna. Frågan är om mängden av, eller kvaliteten på den informationen påverkar investerare på något sätt. Detta spörsmål är utgångspunkten i vår uppsats och behandlas mer ingående i problemdiskussionen nedan.

1.2 Problemdiskussion

Att värdera ett företag är en komplex och svår process där mycket information inte är tillgänglig för den individuella investeraren. Ekonomisk teori hävdar att investerare är rationella utifrån för honom eller henne känd information, men det är dessförinnan upp till den enskilde individen att tolka informationen och därigenom förutspå framtida utveckling. Således blir värdering av ett företag, eller aktier i det, en högst subjektiv fråga. Vi finner det därför intressant att se till denna typ av informations ekonomiska påverkan, det vill säga påverkan på faktiska ekonomiska nyckeltal, om det nu finns en

sådan. Ett av angreppssätten blir då att noggrant studera företagen på aktiemarknaden kring tidpunkten då plötsligt denna extra information finns tillgänglig, någonting som kräver att informationen i sig har ett stort signalvärde, det vill säga att informationen är viktig för investerare och att den har förmågan att påverka dennes beslut. Exempel på sådan typ av information är finansiella resultat i form av rapporter, beslut om aktieutdelning eller kungörande om nyemission i företaget. Mycket av den information som dyker upp kring de mjuka värdena så som personalredovisning, investeringshistorik eller miljöredovisning får förhållandevis lite utrymme och kanske är det så att det inte är någonting investerare lägger någon vikt vid. Att då studera aktieutveckling över tid i samband med ny information i hopp om att finna ett samband blir därmed extremt svårt, varvid vi väljer ett mer indirekt angreppssätt genom att studera skillnader i finansiella mått och multiplar mellan företag beroende på vilken redovisningskvalitet de presenterar.

Att redovisa icke-obligatorisk information om sin verksamhet har naturligtvis nackdelar, annars borde rimligtvis alla företag göra det. En uppenbar anledning finner vi ur ett konkurrensperspektiv och att mer tillgänglig information om det egna företaget gynnar dess konkurrenter. Vi har dock inte här i uppgift att utreda huruvida nackdelarna ser ut, utan snarare om investerare beaktar denna typ av information. Skulle studien uppvisa positivt resultat kan det tyda på att fler företag borde redovisa mer, men om istället resultatet är negativt kan det innebära att företag som idag redovisar väldigt mycket information bör reflektera över motivet bakom detta.

Vi kommer inledningsvis att med utgångspunkt i allmänt accepterade ekonomiska teorier och tankegångar från enskilda författare formulera ett antal frågeställningar kring företag med frivillig redovisning som vi senare i studien ämnar svara på genom att studera empiriskt material. För att få en bättre bakgrundsbild inom ämnet har vi studerat vetenskapliga artiklar och denna tidigare forskning handlar övervägande om redovisning av intellektuellt kapital såväl som ökad grad av redovisningsinformation, men vår studie kommer, med tanke på de mätningssvårigheter som finns, behandla samband mellan ökad redovisningskvalitet och investerares förväntningar liksom dessas uppfattning om risk.

1.2.1 Tidigare forskning

Mycket material har skrivits på det område vi berör men i stor grad består forskningen av anglosaxiska studier som inte behöver avspegla den svenska marknaden på samma sätt. Nedan presenterar vi kortfattat resultaten av de närliggande studierna som genomförts och som vi för denna rapport anser utgöra relevanta utgångspunkter. Det bör dock poängteras att vi inte kommer stödja våra argument på denna forskning då en del av det inte anses som generaliserbart och då mycket inte är tillräckligt testat.

Många författare har berört problematiken kring de mjuka värdena, till exempel betonar Shaikh (2004) i en artikel vikten av att finna konsensus när det gäller hur intellektuellt kapital ska redovisas. Han går till och med så långt att han hävdar att detta är den största utmaningen på området genom att säga följande:

”The biggest challenge by far is establishing a consensus about the need to report, what to report and how to report it.”

Författaren beskriver även att vi befinner oss i inledningsfasen av att hantera frågan om hur intellektuellt kapital ska redovisas och att motiven bakom informationstung redovisning såväl som effekten av denna måste undersökas närmare. Vidare presenteras ett flertal mått på intellektuellt kapital, bland annat relationen mellan marknadsvärde och bokfört värde samt Tobin’s Q-relation som vi dock inte kommer beröra i denna studie.

Leuz och Verrecchia (2000) har studerat effekterna vid införandet av en ny redovisningsstandard där tyska företag har jämförts med amerikanska. Man finner att ökad grad av redovisad information leder till lägre bid-ask-spridning (skillnad mellan köp- och säljkurs) såväl som större omsättning på företagets aktie. Här har man valt att korrigera för företagsspecifika faktorer så som till exempel storlek på företaget och lönsamhet, något som bör vara svårt att göra utan att generera snedvridna resultat. Vidare finner författarna ingen relation mellan aktievolatilitet och redovisningsstandard, en slutsats som baseras på ett litet urval och som Leuz och Verrecchia även själva påpekar. Studien är intressant för oss i och med att den ligger nära det vi själva ämnar undersöka. Det bör dock nämnas att författarna till denna artikel har studerat företag i företagskulturer som skiljer sig från den svenska och med redovisningsstandarder som IAS och GAAP, vilket inte innebär att vår studie nödvändigtvis behöver komma till liknande slutsatser.

Healy, Hutton och Palepu (1998) drar slutsatsen att ökad grad av redovisad information påverkar aktiens värdeutveckling, likviditet samt andelen institutionella investerare. I en vidareutveckling av det resonemang Healy et al för argumenterar Bushee och Noe (2000) för en större andel institutionella ägare med kort investeringshorisont vilket leder till ökad volatilitet i aktien. Detta resultat förefaller i enlighet med Healy et als studie men står i motsatt förhållande till vad Leuz & Verrecchia kommit fram till under samma år, vilket gör att studiernas validitet och generaliserbarhet kan och bör ifrågasättas.

Om vi istället ser till redovisningens effekt på företagets kapitalkostnad hävdar Sengupta (1998) att det finns ett negativt samband mellan kvaliteten på redovisningsinformation och kostnaden för företagets lån genom att konkursrisken bedöms som lägre när denna typ av information finns tillgänglig. Botosan (1997) finner i sin studie ett samband mellan ökad redovisningsinformation och lägre kapitalkostnad för

företag som inte är utsatta för omfattande analys sedan tidigare, däremot finner han inget samband mellan de välanalyserade företagen gällande redovisning och kapitalkostnad. Studien är genomförd inom en bransch och över ett års tid vilket inte möjliggör en generalisering, något som författaren även påpekar, men resultatet är ändå intressant för vår studie.

Forskningen på området kan sammanfattas med ett antal hypoteser, däribland att ökad redovisningsinformation leder till förändringar i aktievolatilitet, aktieomsättning och institutionellt ägande samt lägre kostnad för främmande kapital. Hypoteserna utgör tillsammans med den teoretiska världsbilden vår utgångspunkt för de frågeställningar vi presenterar nedan. Eftersom vi i vår studie (på grund av mätproblematik) har valt att inte fokusera lika mycket på mängden av information som på kvaliteten på denna, läggs tyngden i frågeställningarna på hög redovisningskvalitet. Indirekt så ingår informationsmängd även i de fall man studerar kvaliteten på redovisningen eftersom hög kvalitet ofta kommer genom ökad grad av information i rapporterna.

De tidigare studierna har inte givit några entydiga svar på hur denna koppling mellan redovisning och finansiell spekulation ser ut och detta bidrar till att ämnet känns intressant att studera närmare. Ur ett investerarperspektiv anser vi det vara relevant att se till redovisningens påverkan på förhållandevis enkla variabler som finns tillgängliga för institutionella placerare såväl som för småsparare. Risk är någonting väldigt grundläggande som måste beaktas vid finansiella investeringar och företagets förmåga att generera vinster, vilket förväntas av investerare, bestämmer på lång sikt vilken avkastning investeringen ger. Av denna anledning har vi bestämt oss för att formulera två frågeställningar som speglar företagets agerande (genom redovisning) och investerares uppfattningar kring detta (genom uppfattning om risk och spekulation om prestationer).

1.3 Frågeställningar

Kan hög redovisningskvalitet innebära:

- 1. Uppfattning om lägre risk vid investering i företaget?*
- 2. Högre förväntningar på företagens framtida prestationer?*

1.4 Studiens syfte

Vi har inom ramen för denna rapport valt att studera svenska företag och om hög redovisningskvalitet kan innebära en effekt på investerares spekulationer och uppfattningar kring investeringens risk och förväntningar på företagens framtida prestationer. Således blir studiens syfte att undersöka huruvida variationssamband föreligger mellan redovisningskvalitet och de två dimensionerna risk samt förväntningar.

1.5 Avgränsningar

I undersökningen kommer vi enbart se till svenska företag som är noterade på OMX Stockholms Mid, Small och Large Cap-lista och över en period på ett år. På Small Cap listan finns företag som har ett marknadsvärde (börsvärde) på upp till 150 miljoner euro, Mid Cap-listan innehåller företag med marknadsvärde mellan 150 miljoner euro och 1 miljard euro och på Large Cap finner man de företag som har ett marknadsvärde på mer än 1 miljard euro.

2. METOD

I följande kapitel motiverar vi vårt val av metod, både teoretisk såväl som praktiskt, samt beskriver vilken data vi använt och hur vi genomfört studien. Vi diskuterar även valet av metod och belyser studiens svagheter.

2.1 Val av undersökningsmetod

Vid vetenskaplig forskning finns det flera olika angreppssätt att välja mellan och vid valet är det viktigt att se till sitt problem och vad man vill besvara. Inom såväl naturvetenskapen som samhällsvetenskapen är det vanligt med ett deduktivt angreppssätt då tanken är att formulera teser utifrån givna premisser (Ruane, 2006, s. 63). Motsatsen blir induktion där empiriskt material granskas, antingen i syfte att ge stöd till eller att förkasta en redan känd hypotes (ibid).

Tillvägagångssättet i vår studie präglas av ett induktivt förfarande där vår teoretiska grund utgör de underliggande premisserna för frågeställningen. Utifrån detta väljer vi att studera empiriskt material i syfte att finna stöd för de hypoteser som tidigare forskning pekat på. Ett alternativt sätt att genomföra studien skulle vara genom kvalitativa intervjuer med representanter från aktieanalytikerkråren och företagsvärderare men risken blir då att man missar beteendet från alla typer av investerare och begränsar sig till verksamma personer som kan ha riktlinjer och strategier för exempelvis fondförvaltning. Vi värderar även de pedagogiska fördelarna med framtagandet av ”hårddata” då de enkelt kan presenteras i statistiska figurer och diagram (Ejvegård, 1996). Kvantitativ analys ställer dock höga krav på noggrannhet i beräkningar och att relevanta data används, någonting som kan försvåra studien och minska dess tillförlitlighet om inte noggrann kontroll görs.

Vi ställde inledningsvis två frågor som innebär att granska och sammanställa kvalitativ information genom årsredovisningar. För att jämföra mängden av redovisningsinformation och innehållet i denna med finansiella data behöver vi kvantifiera informationen vi undersöker. Kvantitativ analys innebär att undersökningen baseras på likvärdiga uppgifter som därmed är jämförbara och kan uttryckas i siffror (Esaiasson et al, 2003, s. 219). Uppgiften att omvandla kvalitativ data till kvantitativa mått är inte helt lätt, och det är inte heller något vi kommer göra själva i studien, utan vi kommer istället använda en fördefinierad poängmodell som diskuteras i senare kapitel. Trots mätproblematiken i denna utmaning anser vi dock att den kvantitativa ansatsen är ett mer lämpligt val än den kvalitativa då vi vill undvika egna tolkningar. Diskussionen kring studiens validitet kommer således handla om mätmetoden snarare än våra subjektiva bedömningar.

2.2 Innehållsanalys och jämförelseanalys

Med innehållsanalys menar vi i vår studie granskningen av redovisningsdata, såväl kvalitativ som kvantitativ, utöver den som enligt lag och vedertagna redovisningsprinciper är obligatoriska. Innehållsanalysen som praktisk metod är en utpräglad metod som passar väl in på vårt område med den kvantitativa ansatsen då den utgör ett bra verktyg vid beskrivning av hur ofta någonting förekommer och hur mycket utrymme det får (Esaiasson et al, 2003, s. 219). Innehållet i finansiella rapporter kan ses och bedömas utifrån de båda två aspekterna kvalitet och kvantitet, där kvalitet omfattar exempelvis framställning, läslighet och trovärdighet medan vi med kvantitet menar mängden information utöver det som är obligatoriskt att rapportera. Både kvantitet och kvalitet är intressanta att studera då båda kan kopplas ihop i ett större sammanhang, nämligen informationsgivande till och kommunikation med investerare och kapitalägare.

I och med den begränsade tidsplanen har vi valt att använda bedömningsmodellen från konsultföretaget Kanton som tillsammans med Aktiespararna årligen utser utmärkelsen Årets börsbolag där företagets delårsrapporter, årsredovisning och webbportal granskas. Poängsättningen publiceras och detta är vårt underlag som vi anser utgör det bästa mätredskapet tillgängligt på området redovisningskvalitet, dels för att den i sig behandlar både rapporternas kvantitet och kvalitet, dels för att den är konkret i sitt utförande. I tävlingen Årets börsbolag bedöms företagens delårsrapporter, årsredovisning och webbportal men vi kommer enbart se till de två förstnämnda delmomenten då vi ser internettjänsterna som komplementära och inte bundna av några redovisningsregler. Modellen presenteras i detalj i nästkommande kapitel och en fullständig beskrivning finns bifogad som bilaga 7.1. Användandet av en redan existerande modell och dess resultat tog vi beslut om sent under arbetets gång då vi bättre insåg komplexiteten i ämnesvalet och att vi annars inte skulle kunna hålla rapportens tidsram. Under arbetets gång skissade vi både på en egen bedömningsmodell såväl som ett försök till att göra egna bedömningar utifrån den existerande modellen men det framgick tydligt att detta inte skulle leda till ett trovärdigt resultat då våra förkunskaper inte var tillräckliga, särskilt i förhållande till ett finansiellt konsultbolag.

Själva jämförelsen sker genom att ställa företagens poäng från delårsrapporter och årsredovisning mot finansiella multiplar och mått för att antingen påvisa eller förkasta ett korrelations samband. En påvisad korrelation är ett konstaterade att två variabler samvarierar, men utan att styrka kausalitetssamband, det vill säga att den ena variabeln bestämmer den andra. Denna skillnad mellan samvariation och kausalitet är viktig att understryka då kausalanalyser behöver betydligt mer djupgående analyser.

Vi särskiljer inte informationsvärden mellan delårsrapport och årsredovisning, och vi försöker heller inte bedöma dess respektive signalvärde utan låter den viktning som modellen visar förbli oförändrad.

2.3 Datainsamling

Vårt dataunderlag utgörs dels av finansiell data hämtade från Avanza Banks webbportal, dels av publicerade resultat från Kantons undersökning som i sig utgör underlaget för utmärkelsen Årets börsbolag. Datan från Avanza tillhandahålls av konsultföretaget Morningstar och definitioner presenteras i senare kapitel.

I och med att vi använder företag från samtliga branscher eliminerar vi i hög grad också konjunkturella olikheter mellan branscher. Tillförlitligheten i de underliggande årsredovisningarna och delårsrapporterna anser vi vara höga med tanke på de krav som ställs på redovisningen såväl som på den granskande revisorn. Vidare diskussion om tillförlitlighet följer i senare avsnitt.

Vid litteratursökning har sökning skett via Göteborgs universitets bibliotek och ekonomiska artiklar har tagits fram med hjälp av databaserna JSTOR och Business Source Premier (BSP) och genom att följa dessas referenser. Sökbegreppen har omfattat bland annat *disclosure*, *accounting* och *valuation*.

2.3.1 Urval

Urvalet bestod inledningsvis av samtliga 255 företag som vid tidpunkten för denna studie var noterade på OMX Stockholm Large, Mid samt Small Cap listor. Vi ser urvalets storlek som tillräckligt för att kunna dra slutsatser om den svenska aktiemarknaden som helhet då våra företag, efter bortfallet vilket vi beskriver i nästa avsnitt, representerar den största och viktigaste delen av den reglerade aktiehandeln. Det stora urvalet motiveras av att företagsvärlden och samhället i övrigt präglas av heterogena populationer, men i och med de höga krav som ställs på börsföretagens redovisning och informationsgivande i allmänhet är det vår uppfattning att vi uppnår en tillräckligt homogen population att studera trots att företagen i sig är unika (Ruane, 2006, s. 132–134).

2.3.2 Bortfall

Av de 255 företag som fanns noterade på OMX Stockholm föll 17 stycken bort då de tillämpade brutna räkenskapsår vilket innebär att information i form av årsredovisning blir tillgänglig vid en annan tidpunkt och vi tror detta skulle kunna utgöra en störning. Därefter föll 30 företag som inte omfattades av Kantons granskning bort, många på grund av utlandsbasing. Ytterligare fyra företag plockades bort i urvalet då de uppvisade allt för extrema data för att kunna anses som representativa.

Totalt utslöts 51 företag och kvar i urvalet fanns då 204 företag vilket vi fortfarande ansåg utgöra ett representativt och tillfredsställande urval.

2.4 Statistisk undersökning

För att komma fram till svar på de frågeställningar vi har presenterat ovan behöver vi hitta ett sätt att analysera och jämföra den kvantifierade datan. Vi utgår från en förklarande undersökning där man ämnar finna ett numeriskt samband (Dahmström, 2005, s. 18). Eftersom vi har valt ut en del av alla de företag som finns listade kännetecknas undersökningen av en urvalsundersökning vilken hade varit en totalundersökning om alla listade företag hade ingått (ibid, s. 63). Den insamlade datan kännetecknas av att det är sekundärdata och även den poängsättning som gjorts av Kanton räknas till sekundärdata eftersom man har samlat in data som man sedan poängsatt och därefter publicerat den. En fördel med den sortens data är att den är billigare att samla in och man kan därför ha råd med ett större urval (ibid, s. 116).

Nedan kommer vi undersöka huruvida det, mellan ett antal olika variabler, råder ett samband och för att ta reda på det behöver man först ta beslut om vilken metod man skall använda sig av och vilket mått som skall användas för att visa huruvida det föreligger samvariation eller inte.

När man arbetar med kvantitativa variabler är mätmetoden beroende av fördelningen på urvalet (Gunnarsson, 2006). Vid normalfördelning använder man sig av parametriska test, medan man vid en snedfördelning bör använda sig av icke parametriska test (ibid). Ytterligare krav vid parametriska test är att variansen i grupperna skall vara ungefär lika stor. De parametriska testerna har en något större känslighet vilket gör att det lättare går att upptäcka små avvikelser mellan grupperna (ibid). Ett icke parametriskt test kännetecknas av att det är mindre känsligt, men att det även ställer lägre krav på urvalsdatan (ibid). Eftersom vi vill uppnå så hög känslighet som möjligt i vår undersökning vill vi, så långt det är möjligt, använda oss av parametriska tester, men det beror som sagt på hur de olika grupperna ser ut.

För att mäta samband mellan grupperna finns två olika metoder som passar vår datamängd, Pearsons korrelation (Pearson's R) samt Spearmans rangkorrelation (Gunnarsson, 2003). Vid mätningar där båda grupperna är normalfördelade passar Pearson bäst och Spearman är mest lämplig då en av grupperna är snedfördelad (ibid). Den stora skillnaden är att Spearmanmätningen är av icke parametrisk natur och Pearson är parametrisk vilket gör den senare något mer känslig.

Vid tester av våra grupper visade det sig att samtliga följer normalfördelningen (se bilaga 7.2) och vi kommer således använda oss av Pearsons korrelation vid sambandstesterna. Korrelationskoefficientens värde visar på ett statistiskt samband då det

ligger mellan -1 och 1 där värdet -1 visar på ett fullständigt negativt samband och 1 ett fullständigt positivt (Eliasson, 2006, s. 121). Ett positivt samband betyder i vår undersökning att högre grad av redovisningskvalitet kan innebära lägre risk och högre förväntningar på företaget medan ett negativt samband inte ger stöd till frågan om investerare tar hänsyn till kvalitet och mängd på redovisningen. Återigen är det värt att påpeka att samvariation, det vill säga korrelation, inte implicit antyder kausalsamband mellan de två variablerna.

Pearson's R räknas på följande sätt (b = regressionskoefficient, s = standardavvikelse för respektive variabel):

$$r = b * \frac{S_X}{S_Y}$$

De variabler vi använder oss av för att finna eventuell samvariation är följande;

- * Redovisningskvalitet – Beta
- * Redovisningskvalitet – Volatilitet
- * Redovisningskvalitet – P/E
- * Redovisningskvalitet – P/S

För att veta om resultatet vi får är användbart eller inte använder vi oss av signifikansnivåer vilka är mått på huruvida resultatet är statistiskt säkerställt eller inte. Det betecknas i vår uppsats med α (alpha) där ett lågt värde visar på att resultatet är relevant. Alfavärdet är en spegelbild av "säkerheten" i den statistiska undersökningen där alfavärden på exempelvis 0,1 eller 0,01 representerar 90 procent respektive 99 procents sannolikhet att resultatet inte beror på slumpfel. Vi har vid beräkningarna låtit SPSS bestämma signifikansnivåerna eftersom lägre nivåer kan behövas för att generera ett tolkningsbart resultat, men vi anser att ett alfavärde högre än 0,05 inte ger oss möjlighet att dra tillräckligt understödda slutsatser. Körningarna kommer som sagt att generera ett resultat som innebär korrelationskoefficienter mellan -1 och 1, givet en signifikans (alfavärdet), och dessa presenteras i kapitel fyra uppdelade på de tre aktielistorna Large, Mid och Small Cap.

2.5 Diskussion kring metodval

Det är viktigt att komma ihåg att en skrift, oavsett syfte och hur den framställs, bör kritiserars utifrån de argument som förs och giltigheten i de underliggande antaganden som görs. Precis som vi kritiskt granskar tidigare forskning och underliggande teorier ska vi inte glömma bort att kritisera vårt eget arbete, för utan självkritik når vi inte vetenskaplig konsensus utan bidrar istället till dogmatiska synsätt som missgynnar den

akademiska framställningen. Däremot är inte målet att nå fram till ett resultat som alla är överens om, vi som författare går in med en tanke, går ut med en annan och möts av flera andra. Vi presenterar i nedanstående två avsnitt vår syn på studiens tillförlitlighet.

2.5.1 Reliabilitet

Vetenskapliga skrifter skiljer sig från andra skrifter på flera sätt då den vetenskapliga skriften ska förmedla en eller flera slutsatser med en så hög tillförlitlighet som möjligt. Detta leder till att höga krav ställs på oss som författare att uppnå särskilda sanningskriterier och det första kravet är att säkerställa en hög reliabilitet. Reliabilitet innebär att vi får samma resultat vid återupprepad mätning, såvida det inte skett någon förändring i det vi mäter (Ruane, 2006, s. 83). För att underlätta de beräkningar som varit nödvändiga har vi använt oss av Microsoft Excel samtidigt som vi noggrant granskat våra formler och inmatningar. De statistiska beräkningarna har skett med hjälp av SPSS 16. Uppdelningen av datainsamling har gjorts utifrån de olika datatyperna och inte utifrån undersökningsenheterna vilket mer eller mindre garanterar kontinuitet i det momentet.

Att testa reliabiliteten är vanligt bland till exempel enkätundersökningar (Ejvegård, 2006, s. 68) där urvalet är mycket litet i förhållande till totalpopulationen. I vår studie redovisar vi samtliga data som används och då dessa inte kan skifta, till skillnad mot till exempel konsumentbeteende, finns det ingen anledning till att testa studiens reliabilitet. Det enda sättet att göra detta på skulle vara att genomföra flera studier på samma objekt fast under olika tidsperioder, något som är alltför tidskrävande.

2.5.2 Validitet

Om vi anser reliabiliteten som tillräcklig blir istället validiteten en större fråga. Validitet innebär att man faktiskt mäter det som mäts skall (Ejvegård, 2006, s. 69), med andra ord att rätt mätmetoder används utifrån relevant och ”rätt” data. Vid mätning av ökad redovisningskvalitet är det vår uppfattning att Kanton är ett kompetent konsultföretag för finansiell rådgivning och att samarbetet med Aktiespararna innebär att användbar information för institutionella investerare såväl som småsparare beaktas i granskningen. Vi hyser också stor tillförlitlighet till modellen som sådan och vad den avser att mäta.

När det gäller de övriga måtten som vi använder för att besvara våra frågeställningar är det även här vår uppfattning att vi erhåller hög validitet och att vi faktiskt genomför undersökningen med relevanta mått. Dock kommer vi diskutera eventuella mätproblem i slutet av rapporten.

3. TEORETISK REFERENSRAM

Här presenterar vi de teorier och tankebildningar som utgör förutsättningar för att vår studie ska vara relevant. Teorierna som tas upp är välkända inom den akademiska sfären och är även allmänt accepterade som förklaringsmodeller på flera områden. Kapitlet avslutas med en kortfattad beskrivning av Kantons bedömningsmodell och de finansiella mått vi kommer använda oss av samt de viktigaste premisserna att ta med sig inför fortsatt läsning.

3.1 Asymmetrisk information och Lemons-principen

Mycket av de ekonomiska teorierna som skrivits och publicerats har varit byggda på en rad antaganden om verkligheten som i sig inte är applicerbara i realiteten, vilket inte heller är syftet. En förenklad teoretisk värld utgör stommen i ekonomisk forskning där alla parametrar som inte är subjekt för studien hålls konstanta och på sätt isolerar den önskade parametern vilket gör det möjligt att åskådliggöra effekter kring denna.

En faktor som man inte sällan vill exkludera i en teoretisk modell är informationens betydelse, vilket leder till ett antagande om fullständig information från alla inblandade parter. Just denna faktor har tagits upp och teoretiserats av flertalet författare, bland de första var Akerlof (1970) vid Berkeley, University of California, som konstaterade att köpare och säljare har olika mängd information om kvaliteten gällande produkten som ställs ut för försäljning. Som exempel använde han marknaden för begagnade bilar där det hypotetiskt finns två typer av bilar, de bra och de dåliga. Säljaren, med mer information tillgänglig, kan naturligtvis göra en bättre uppskattning av kvaliteten på hans bil än köparen kan. Köparen, som kan antas vara riskavert, vet om att det finns en chans att bilen han är på väg att köpa är en dålig bil, så kallad "lemon", och prissätter föremålet utifrån den upplevda risken för just detta. Här uppstår en marknadsimperfektion i det anseendet att säljaren vet vad han säljer medan köparen inte vet vad han köper, vilket leder till en prissättning som blir olik det teoretiska priset, det vill säga det riktiga värdet, som skulle skett med fullständig information hos båda parter. Detta bottnar i olika uppfattningar om sannolikheterna för att bilen är bra eller dålig, och de potentiella köparna, som antas vara homogena i sina åsikter och uppfattningar, kommer alla agera på likvärdigt sätt i denna typ av situation. Vidare påpekar Akerlof att det inte enbart handlar om uppfattningar rörande kvaliteten utan även köparens tilltro till säljaren. Det finns självklart en andel av säljarna som är medveten om föremålets kvalitet men exkluderar denna information vid prissättningen, det vill säga köparen blir lurad. Köparen av ett föremål är ofta väl medveten om risken för detta och prissätter utifrån den uppfattade risken.

Eftersom bra bilar inte kan särskiljas från de dåliga av köparna kommer de båda typerna säljas för samma pris, vilket leder till konsekvenser. Effekten som Akerlof belyser är att säljaren av en begagnad bil aldrig kan få ut det riktiga värdet (vid fullständig information) eller ens det förväntade värdet (vid säljarens uppskattning om kvaliteten), utan det som ligger till grund för priset blir köparnas uppskattning om kvaliteten för marknaden som helhet, det vill säga den genomsnittliga kvaliteten, vilken är mer pessimistisk.

Efter publicerandet av Akerlofs artikel har hypotesen om lemons-principen testats empiriskt, bland annat av Bond (1982) vid Pennsylvania State University som undersökt den amerikanska andrahandsmarknaden för pickup-trucks, som enligt författaren handlas mer mellan privatpersoner och mer i begagnat skick än på bilmarknaden som helhet. Enligt de resultat Bond redovisar från en undersökning gjord av en underorganisation till det amerikanska handelsdepartementet finner han inget empiriskt stöd på att marknaden för begagnade pickups skulle vara en så kallad lemons-marknad. Anledningen till fyndet, eller brist på fynd, tror han ligger i att de institutioner som Akerlof beskriver är utvecklade eller att köpare trots allt har tillgång till vital information som gör att slutsatser kan dras om kvaliteten, till exempel fordonets mätarställning. Testet har kritiserats av bland andra Pratt och Hoffer (1984) som hävdar att man inte enbart kan se till sannolikheter för reparationer på fordonen utan också kostnaden för dem, samt att Bond inte gör korrekta avgränsningar i sin studie för att identifiera lemons-marknaden. Bond har påpekat i en svarskommentar samma år att modifieringar av hans test kan leda till bias, och det råder således meningsskiljaktigheter kring testets reliabilitet.

Ytterligare en empirisk studie har genomförts och publicerats av Rosenman och Wilson (1991) vid Washington State University respektive University of Oregon som riktar in sig på marknaden för körsbär som är uppdelad i olika submarknader beroende (sorterade) på körsbärens storlek samt en marknad för osorterade körsbär där författarna misstänker att ett lemons-problem föreligger då informationsasymmetrin kan antas vara större för osorterade partier. Resultatet av studien är dock även här negativt, och utifrån datan utläser författarna snarare det motsatta förhållandet, det vill säga att konsumenter betalar mer för osorterade körsbär. Förklaringen till detta kan enligt författarna vara exempelvis motverkande institutioner som föregående nämnda studie också berörde, eller att konsumenter på annat sätt så som ryktesspridning uppfattar kvaliteten som bättre i osorterade partier körsbär.

3.1.1 Signalteori

I diskussionen om asymmetrisk information mellan två parter, säljare och köpare, har fokus inte bara funnits på problemet utan även vilka medel som kan användas för att

minimera denna informationsasymmetri. En grundläggande idé kring detta är signalteorin som hävdar att man som säljarpart kan minska informationsasymmetrin genom att signalera positiva budskap till marknaden på olika sätt.

Michael Spence (1976) vid Harvard University urskiljer två olika typer av signaler, dels de som utgörs av vad han kallar *contingent contracts*, vilket på ett ungefär betyder ”återhållsamma kontrakt”, och dels de han benämner *exogenously costly signals*. De förstnämnda utgör ingen faktiskt kostnad utan signalen utgörs av säljarens medvetna val av exempelvis pris eller villkor. Ett exempel på en sådan signal är försäkringspremien vilken ger en indikation på ersättningsnivån som kan komma att utgå – billig premie, låg ersättning. De sistnämnda utgör istället en faktisk kostnad för att framkalla signalen, till exempel sponsring, pengar till välgörande ändamål eller utförliga årsredovisningar. Det är uppenbart att detta leder oss in på ämnet marknadsföring men det är inte tanken.

Signalteorin kan även ses som ett medel rörande investor relations-strategier, något som Narayanan et al (2000) berör i sin studie om disclosure kring R&D. Resultaten pekar på att när informationsasymmetrin är hög tenderar investerare söka bekräftelseinformation (validation) hos externa källor, vilket för företaget kanske inte är önskvärt. Författarna påpekar även att investerare väger företagets deklarerade mål gentemot vad de anser vara företagets kapacitet att förverkliga dessa, någonting som påverkas delvis av information som företaget i sig kommunicerar. Att disclosure generellt sett har ett signalvärde och därmed påverkar investerare kan man antyda ur följande:

”We contribute to this emerging literature (strategic management, vår anmärkning) by presenting evidence that an investor communications strategy of managing the details of the information made available to investors, under appropriate industry/firm conditions, is an important determinant of investor responses.”

3.2 Effektiva marknadshypotesen

En gemensam svårighet för alla investerare som agerar på en kapitalmarknad är att veta om priset på den tänkta investeringen är det rätta. I de fall man betalar för mycket för en viss tillgång kan förluster uppstå till följd av en eventuell kursnedgång. I det motsatta fallet är priset för lågt vilket kan leda till kapitalvinster. På marknader där priset på en tillgång är ”det rätta” och där investerare inte kan göra arbitragevinster återfinns marknadseffektivitet. Med arbitragevinster menas vinster som uppstår på grund av tillfälliga marknadsimperfectioner och som ger riskfri avkastning, men som upptäcks snabbt och försvinner lika fort som en följd av att imperfectionen utnyttjas och priserna justeras därefter. Det bakomliggande antagandet är att priset på tillgången alltid reflekteras av den tillgängliga informationen på en marknad (Arnold, 2002, s. 604).

Eugene Fama är känd för att ha definierat begreppet och i en artikel från 1970 skriver han:

"A market in which prices always 'fully reflect' available information is called 'efficient'".

Teorin menar inte att investerare kan förutspå det framtida priset eftersom nyheter om företag inte är förutsägbara, det är alltså endast ny information som leder till en justering av priset. Marknadseffektivitet betyder inte heller att investerare vet exakt vilket det teoretiskt korrekta priset är, utan det är tillgodogörandet av den tillgängliga informationen som återspeglas som en förändring av priset på tillgången (ibid).

Det finns tre olika typer av effektivitet enligt Arnold:

- i. Operationell effektivitet – Kostnaderna för en transaktion skall motsvara den faktiska kostnaden för förmedlaren att genomföra affären. Operationell effektivitet skapas genom att konkurrensen mellan "market makers" och mäklare är så hög som möjligt så att inga vinster kan göras på kursdifferenser.
- ii. Allokeringseffektivitet – En marknad på vilken resurser fördelas så att alla individer gynnas råder allokeringseffektivitet. Statliga fonder som satsar pengar i exempelvis bioteknik- eller medicinföretag är exempel på effektiv allokering därför att det landets befolkning i framtiden kommer att ha nytta av att företagen har resurser till utvecklandet sina produkter.
- iii. Prissättningseffektivitet – Det är prissättningen av tillgångar som den effektiva marknadshypotesen syftar på. På en marknad där priseffektivitet råder kan investerare endast räkna med den riskbaserade avkastningen.

Vidare pekar Arnold på tre nivåer på hur effektiv marknaden är:

- i. Svag form – Priset på tillgången reflekterar all information som finns samlad i tidigare prisfluktuationer.
- ii. Semistark form – Här avspeglar priset all relevant och publicerad information. Det är inte endast historiska prISRÖRELSER som avspeglas, utan även utdelningskungörelser, teknologiska framgångar, byte av ledning och andra liknande informationer. På en marknad i semistark form finns det inga fördelar i att analysera tillgänglig information därför att marknaden redan har absorberat dessa och en prisförändring har skett.
- iii. Stark form – Den information som här avspeglas i priset inkluderar ovanstående, men även privat information som endast ett fåtal aktörer har, exempelvis företagsledare och specialister. Huvuddelen av informationen som avspeglas kommer alltså från insiders.

Det finns ett antal kritiker som menar att investerare inte är rationella på det sätt som antas i den effektiva marknadshypotesen. Dessa kritiker är företrädare för behavioral finance vilken är den del av ekonomisk teori som anser att människor inte kan fatta helt rationella beslut, utan de påverkas även av psykologiska faktorer vid investeringsbeslut. Man menar att investerare gör systematiska felbedömningar vilka leder till att priset på tillgången inte är likvärdig med det fundamentala värdet (ibid, s. 633).

Eftersom den effektiva marknadshypotesen påstår att avkastningen på en effektiv marknad endast kan motsvara compensationen för den risk man tar vid en investering har man i en undersökning utförd av La Porta m.fl. (1997) testat detta genom att jämföra avkastningen mellan två olika typer av aktier. Den ena av dessa aktier är en så kallad "value stock" där priset generellt är underskattat och den andra aktien är en så kallad "glamour stock", som är en välkänd och populär aktie bland investerare (La Porta et al, 1997). Resultatet man kom fram till visade att för den typ av aktie som generellt är undervärderad var avkastningen högre än den för endast riskpremien. Däremot hittade man inga starka bevis på överavkastning för den populära aktien. Ett antal förklaringar till resultatet presenteras, varav en är att fler köper de populära aktierna i tron att risken är lägre samt att det möjligtvis är lättare för mäklare och andra att sälja in en sådan "säker" aktie till sina mer okunniga kunder (ibid).

3.3 Finansiella mått och multiplar

Ur vår frågeställning framgår det att vi vill undersöka två aspekter: risk vid investering i företaget och förväntningar om företagets framtid. Den förstnämnda kan vi studera genom att se hur mycket aktiekursen svänger. Aktiens volatilitet och företagets betavärde är de två måtten på risk vi nyttjat i denna undersökning och de presenteras i nedanstående avsnitt. Vad gäller förväntningar på företagen har vi valt att studera två besläktade multiplar där samtliga består av relationer mellan marknadsmässiga värden och bokföringstekniska siffror. De två multiplarna är Price-earnings (P/E) och Price-sales (P/S), vilka normalt sett är lättillgängliga för investerare och enkla att förstå. Den underliggande datan för dessa är aktuella dagskurser genom senast kända vinst/aktie och försäljning/aktie. För betavärden och volatilitet används en tidshorisont om tolv månader.

3.3.1 Risk

Det finns alltid en viss risk kopplad till köp av en aktie och den sortens risk man inte kan eliminera genom diversifiering kallas för den systematiska risken. Denna beror på makroekonomiska faktorer så som ekonomisk tillväxt, inflation eller ränteförändringar, sådana faktorer som inte är företagsspecifika (Arnold, 2002, s. 298). Vissa aktier är mer känsliga för den systematiska risken än andra och exempelvis konsumtionen av lyxvaror

ökar mer då ekonomin är stark och minskar desto mer vid en lågkonjunktur (ibid, s. 298). Dagligvaror och läkemedel är däremot av naturliga skäl inte lika känsliga för svängningar i ekonomin. Stora investerare som till exempel pensionsfonder har minimerat den företagsspecifika (osystematiska) risken genom en väldiversifierad portfölj och kvar finns endast den systematiska risken. Som ett mått på risk hos dessa diversifierade aktörer räcker det inte längre att använda standardavvikelsen så som med enskilda aktier, utan CAPM (Capital Asset Pricing Model) definierar den systematiska risken som beta (ibid, s. 299).

I CAPM-modellen antas alla investerare inneha aktier motsvarande marknadsportföljen och en individuell tillgång har en risk som definieras som den storleken på risken som avviker från denna (ibid). En aktie som rör sig mer än marknadsindex är mer riskfylld än den som rör sig mindre. I de fall där rörelserna av en aktie är oberoende av marknadsportföljen kan investeraren ignorera dessa eftersom den osystematiska risken försvinner då aktien läggs till portföljen. Det är alltså endast samrörelse med marknadsportföljen som räknas.

Det värde man får fram vid beräkning ligger till grund för värdering av hur stor känslighet aktien har vid förändring av marknadsindex. Vid ett beta på 1 rör sig tillgången lika mycket som marknadsindex. Vid ett beta på 1,2 rör sig tillgången mer än index och är alltså känsligare. I de fall tillgången har ett beta på mindre än 1 är denna mindre känslig för konjunkturella svängningar, men den ökar inte heller lika mycket vid en ökning av marknadsindex.

Det är ofta risken som avgör om en investerare väljer att köpa en aktie eller inte, men man får inte glömma att även om ett högt betavärde är likvärdigt med högre risk så ger det även högre avkastning vid en ökning av marknadsindex (börsuppgång), vilket också kan påverka de valmöjligheter investerare har att ta ställning till.

En akties volatilitet är ett annat mått på risk där man mäter hur mycket priset svänger eller varierar. Ju högre volatilitet en aktie har desto högre är risken, svängningarna i priset är alltså större. Det mått man använder för att beräkna volatiliteten är oftast standardavvikelse eller varians.

3.3.2 Förväntningar

Vid värdering av företag och aktier är finansiella multiplar mycket användbara då de inte kräver några djupgående analyser och är relativt enkla att förstå och använda vid jämförelser.

Price-earnings, även kallat P/E-tal, anger marknadspriset på en aktie (börskursen) i relation till företagets vinst per aktie. Med andra ord skulle man kunna säga att P/E-talet ger oss information om hur många årsvinster företaget värderas till (Bernhardsson, 2003)

eller hur många år det tar att få tillbaka sitt investerade kapital (payback), förutsatt att vinsterna förblir oförändrade. I och med att de framtida vinsterna är osäkra kan man också säga att P/E-talet visar på investerarens förväntningar på företagets framtida vinstutveckling (ibid).

Price-sales är ett annat nyckeltal vid värdering som sätter börskursen i relation till företagets försäljning per aktie, vilket innebär att företagets omsättning sätts i fokus och bland annat kostnadsutveckling och finansieringskostnader bortses ifrån. Fördelen gentemot P/E är att periodiseringar utesluts och att andra jämförelsestörande faktorer inte beaktas så som till exempel olika redovisningsregler. Nackdelen är dock att ökade kostnader som minskar företagets lönsamhet inte fångas upp, vilket gör att nyckeltalet gör sig mest rättvist som ett komplement till P/E. Ett högt P/S-tal tyder på höga förväntningar om företagets omsättningstillväxt (Avanza, 2009).

3.4 Kantons bedömningsmodell

Den modell som tagits fram av konsultföretaget Kanton omfattar tre delmoment och totalpoängen av dessa tre används för att kora Årets börsbolag. De tre delmomenten som bedöms är företagets webbportal, delårsrapporterna samt årsredovisningen, men vi kommer enbart studera delårsrapporterna och årsredovisningarna. Följande huvudkategorier har använts vid bedömning av delårsrapporternas innehåll och kvalitet (Kanton, 2008, Kriterier för granskning av delårsrapport):

- 1. Inledande information – 4 poäng**
 - a) Information presenterad för kvartalsperioden, jämförbar kvartalsperiod, delårsperioden och jämförbar delårsperiod – 3 poäng
 - b) Antal aktier per delårsrapportdatum – 1 poäng
- 2. Nyckeltal – 5 poäng**
 - a) Avkastning på eget kapital eller substansvärdeförändring – 1 poäng
 - b) Avkastning på sysselsatt kapital, kapitaltäckningsgrad, direktavkastning eller förvaltningskostnad i procent av portföljvärdet – 1 poäng
 - c) Rörelsemarginal – 1 poäng
 - d) Soliditet eller skuldsättningsgrad – 1 poäng
 - e) Substansvärde per aktie – 1 poäng
- 3. Femårsöversikt – 3 poäng**
- 4. Övrigt – 5 poäng**
 - a) Tidpunkt för publicering – 2 poäng
 - b) VD-ord – 1 poäng
 - c) Separat avsnitt om bolagets marknadsutveckling – 1 poäng

d) Beskrivning av säsongseffekter – 1 poäng

Ovanstående kategorier utgör huvudkategorierna, men kriterierna i sig är inte uttömmande och har trunkerats för läslighetens skull. För fullständiga kriterier hänvisar vi till bilaga 7.1.

När det kommer till årsredovisningarna har vi ett större antal bedömningskriterier (ibid, Kriterier för granskning av årsredovisning):

1. **Inledande information – 2 poäng**
 - a) Viktiga händelser uppdelade per kvartal – 1 poäng
 - b) Ordförandeord – 1 poäng
2. **Bolagsbeskrivning – 23 poäng**
 - a) Affärsidé, strategier och finansiella mål – 6 poäng
 - b) Verksamhet – 5 poäng
 - c) Affärsprocesser – 3 poäng
 - d) Marknader per samtliga affärsområden – 4 poäng
 - e) Konkurrenter – 2 poäng
 - f) Hållbarhetsinformation – 3 poäng
3. **Aktieinformation – 5 poäng**
4. **Femårsöversikt nyckeltal – 8 poäng**
5. **Styrelse och bolagsledning – 3 poäng**
 - a) Styrelsens arbete – 2 poäng
 - b) Organisationsstruktur för bolagsstyrning – 1 poäng
6. **Vinstprognos, risk- och känslighetsanalys – 8 poäng**
7. **Distribution – 2 poäng**
8. **Ordlista och definitioner – 2 poäng**

Återigen är kriterierna trunkerade och fullständig förklaring av modellen återfinns i bilaga 7.1. Vad vi kan se har vi en maximal totalpoäng för de båda momenten på $17 + 53 = 70$ där resultaten för 2008 som offentliggjordes i augusti 2009 ingår i den bifogade datamängden (bilaga 7.3) under kolumnen *disclosure*.

Kantons modell är tydligt strukturerad och omfattar mycket som bör vara till nytta för en investerare. Generaliserbarhet över branscher åstadkoms genom att inte låsa vissa punkter till särskilda nyckeltal utan istället omfatta fler olika att välja mellan, exempelvis har finansiella bolag så som investmentbanker egna kriterier än övriga företag i och med naturen av verksamheten. Bristen på underbyggande ekonomiska teorier ser vi inte som ett problem i denna kontext då den bygger på yrkeskunskap och allmänt vedertagna praxis. I punktlistorna framgår det att vissa delar är av mer binär natur, antingen finns någonting med eller inte. Andra punkter pekar på en större grad av kvalitativ natur som i

sig blir subjekt för bedömning, detta bidrar till att vi får med både den kvalitativa såväl som den kvantitativa aspekten i vår studie.

3.5 Teoretiska premisser

De teorier och modeller vi berört i detta kapitel bildar tillsammans de premisser som senare analys kommer ta avstamp ifrån, det kan därför vara på sin plats att avsluta kapitlet med att sammanfatta vad dessa modeller säger oss i just denna kontext.

Mellan företaget som organisatorisk enhet och kapitalägare är det mer eller mindre givet att en viss grad av informationsasymmetri föreligger, men hur stor denna är beror på hur välutvecklad kommunikationen med marknaden är. Det främsta redskapet för att informera omgivningen om vad som sker i företaget och vad ledningen tänker är de finansiella rapporterna, både delårsrapporter såväl som årsredovisningar. Dessa skulle enligt signalteorin kunna anses som kostnadsbärande signaler vilket minskar informationsasymmetrin. Kostnaden ifråga skulle därmed ligga i framtagnandet av den icke-obligatoriska redovisningsinformationen. Dock bör det påpekas att företag är unika och att aktiemarknaden därigenom blir en marknad med heterogena produkter vilket leder till att Akerlofs slutsats om till exempel kvalitet på produkterna sjunker inte bör kunna appliceras i det här fallet. Grundtanken med informationsasymmetri och sätten att minska dem anser vi fortfarande gälla.

Om vi istället ser till enbart investerare och därigenom marknaden för aktier berättar den effektiva marknadshypotesen att tillgänglig information avspeglas i aktiepriserna beroende på hur stark form som råder på den aktuella marknaden. Aktiemarknaden är en marknad som analyseras hårt och vi utgår därför från att den är effektiv, i alla fall i svag form. Detta ger oss att investerare faktiskt tar till sig den information som utbjuds av företagen och agerar därefter. Volatilitet och beta är två riskmått som påverkas av spekulationer, spekulationer som konstant drivs av ny information. P/E och P/S säger oss en del om vilka förväntningar som företaget har på sig, höga tal innebär att företagen förväntas växa och prestera bra i framtiden.

Som en följd av att aktiemarknaden är (semi)effektiv kan vi se till finansiella mått för att analysera hur investerare som kollektiv grupp reagerar och vad de tror om den framtida utvecklingen. Stora svängningar i aktiens pris tyder på osäkerhet på företagets prestationsförmåga och kan bero på flera orsaker, bland annat att ledningen själva är osäkra på framtiden eller att en stor grad av informationsasymmetri föreligger mellan parterna.

Som vi nämnde kan de finansiella rapporterna ses som företagets främsta informationsverktyg, och kvaliteten på dessa blir då självklart intressant. Det Kantons modell visar är både vilken information som ges och i vissa fall hur välutvecklad den är.

Ett lågt betyg i denna granskning skulle innebära att kommunikationen med marknaden är undermålig och större informationsasymmetri därigenom skulle infinna sig medan ett högt betyg istället skulle innebära att osäkerheten bland investerare skulle minska som en följd av detta.

Det är med dessa förutsättningar som vi förväntar oss ett resultat som någorlunda överensstämmer med den linje som teorin förutsäger nämligen att hög kvalitet på den redovisningsinformation som presenteras leder till minskad informationsasymmetri och därigenom bättre beslutsunderlag för investerare såväl som större tilltro till företagets kompetens och förmåga. Nästa steg i studien blir därmed att undersöka om så faktiskt är fallet eller om det finns andra faktorer som leder till ett resultat som avviker från det förväntade.

4. EMPIRI OCH ANALYS

I detta kapitel förklarar vi inledningsvis vad en årsredovisning skall innehålla enligt de redovisningsprinciper som företag noterade på OMX Stockholm är skyldiga att följa. Därefter presenteras de statistiska resultaten och vår analys av dessa.

4.1 IFRS och IAS

År 2002 antogs en ny EG-förordning (IFRS/IAS (1606/2002/EG)) där man beslutat att alla börsnoterade företag senast 1 januari 2005 skulle införa internationella redovisningsstandarder. Detta för att jämförbarheten mellan företag och transparensen på olika marknader skall öka (Internationell redovisningsstandard i Sverige, s. 31). Den ram som noterade företag använder sig av vid utformning av sina finansiella rapporter finns att hämta i IAS 1 ”Utformning av finansiella rapporter” som senast omarbetades år 2003.

Syftet med de finansiella rapporterna är att strukturerat återge företagets finansiella ställning, resultat och kassaflöden som är användbara för olika intressenter vid ekonomiska beslut. Dessutom skall resultaten av företagsledningens förvaltning av de resurser som anförtrotts dem redovisas (IAS 1, s. 9). I en fullständig finansiell rapport skall följande finnas med (ibid, s. 10):

- i. Rapport över finansiell ställning vid periodens slut,
- ii. Rapport över totalresultat för perioden,
- iii. Rapport över förändringar i eget kapital för perioden,
- iv. Rapport över kassaflöden för perioden,
- v. Noter, vilka består av en sammanfattning av betydande redovisningsprinciper och ytterligare förklarande information, samt,
- vi. Rapport över finansiell ställning vid början av den tidigaste jämförelseperiod när ett företag tillämpar redovisningsprinciper.

Vidare lämnar många företag, vid sidan av de finansiella rapporterna, en ekonomisk översikt där ledningen beskriver och förklarar huvuddragen över företagets finansiella resultat och ställning samt något om de viktigaste osäkerhetsfaktorerna vilka företaget står inför (ibid, s. 13). Däri kan ingå:

- i. Viktigaste faktorerna som bestämmer finansiellt resultat så som omvärldsförändringar inom företagets verksamhetsområde och åtgärder mot dessa samt effekten därav och företagets policy för investeringar för bibehållande och förbättring av finansiellt resultat inklusive utdelningspolitik,

- ii. Finansieringskällor och mål för skuldsättningsgrad,
- iii. Beskrivning över de av företagets resurser vilka inte skall redovisas för i den finansiella rapporten enligt IFRS.

Företag som befinner sig i specifika branscher som till exempel kunskapsintensiva branscher eller inom områden där miljöaspekter är viktiga lämnar ibland rapporter och redogörelser som ligger vid sidan av de finansiella rapporterna, men som ledningen ändå anser vara viktiga källor till information. Dessa rapporter som lämnas vid sidan av de finansiella omfattas inte av IFRS (ibid, s. 14). Det är viktigt att företaget, i sin rapport, skiljer de finansiella rapporterna och annan information i samma publicerade dokument från varandra (ibid, s. 49).

Ovan har vi presenterat huvuddragen i de standarder som noterade företag skall använda sig av vid redogörande för dess finansiella information. Begreppet finansiell rapport som omnämns ett flertal gånger syftar på företagets årsredovisning och delårsrapportering. Vi har använt IFRS och IAS som ett ramverk kring det som företagen måste presentera i sina finansiella rapporter och allt som redovisas, men som inte omfattas här, räknas då till utökad redovisningsinformation och eventuellt högre kvalitet på denna. I analysdelen nedan använder vi oss av dessa regelverk för att hänvisa till vad som är reglerat och vad företagen frivilligt anger, alltså vad som innebär att företagen presenterar en mer kvalitativ finansiell rapport.

4.2 Sambandsanalys: Risk

Den första frågeställningen handlade om företagets risk och om den påverkades av bättre informationsgivande. Volatiliteten som vi tidigare berörde har undersökts och nedan presenteras de resultat som de statistiska körningarna gav. Korrelationerna representerar sambandet mellan *volatilitet* (risk) och *redovisningskvalitet*, spridningsdiagram (scatterplots) över datamängderna finns bifogade i bilaga 7.4 och i samtliga figurer som följer anges den beroende variabeln på den vertikala y-axeln medan ”disclosure”, poängen för delårsrapporter och årsredovisning summerat, utgör den horisontella x-axeln och är den oberoende variabeln. För volatiliteten får vi ytterst svaga korrelationssamband på samtliga aktielistor:

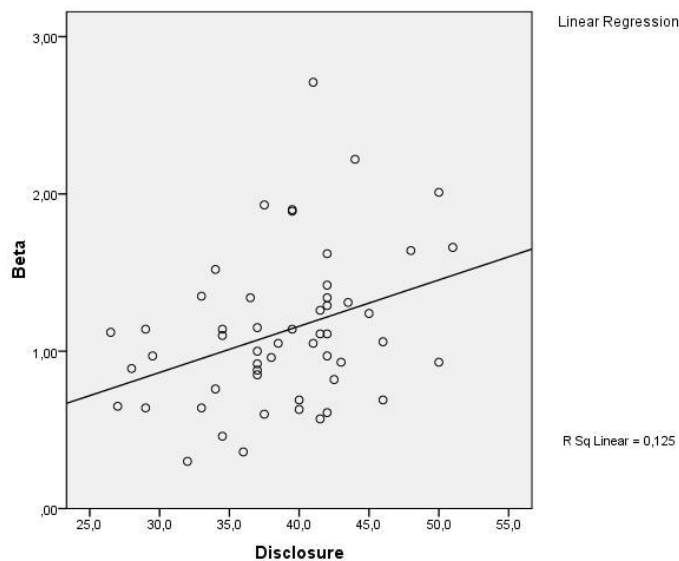
	<i>Pearson</i>	<i>Signifikans (α)</i>
Large Cap	0,041	0,784
Mid Cap	0,094	0,481
Small Cap	- 0,021	0,839

Det bör påpekas att de låga signifikansnivåerna bestämts av SPSS efter att högre signifikansnivåer inte genererat några godtagbara resultat. Detta innebär självklart att några slutsatser inte kan dras utifrån detta då signifikansnivåerna bör vara högre än korrelationskoefficienten (med högre signifikansnivå menar vi lägre alfavärde). Att volatiliteten skulle samvariera med redovisningskvalitet kan vi förkasta vid första anblick då korrelationerna är mycket små. Det är därför mer troligt att aktiernas volatilitet drivs av ny information mer än av finansiella rapporter, även om rapporterna i sig mycket väl kan tänkas påverka aktiekurserna vid tidpunkten för publicering. Volatilitetsmättet kan därför vara ett mått som inte är valitt för just vår studie. Vidare diskussion kring mätproblematiken följer i nästa kapitel.

Ser vi istället till korrelationerna mellan företagens *betavärden* och *redovisningskvalitet* erhåller vi ett annat resultat:

	<i>Pearson</i>	<i>Signifikans (α)</i>
Large Cap	0,101	0,519
Mid Cap	0,353	0,009
Small Cap	0,082	0,430

Här finner vi alltså ett starkare, något överraskande, positivt samband mellan redovisningskvalitet och betavärde. Signifikansnivån på strax under 1 % (2-tailed) ger även tillräcklig trovärdighet för att kunna utesluta slumpfel. SPSS flaggar denna korrelation som signifikant och det tål därför att diskutera resultatet lite närmare.



Figuren här till vänster illustrerar spridningen av observationerna och som den positiva korrelationskoefficienten antyder så ser vi en stigande regressionslinje (trend).

Att vi finner detta positiva samband är som sagt överraskande på grund av den teoretiska grund vi presenterar som skulle innebära att mer och bättre information bör minska investerarens risk då informationsasymmetrin minskar. I och med det oväntade resultatet kan vi inte ge något entydigt svar på varför det ser ut på detta sätt. Vi ser det dock som tänkbart att företag som anses mer riskfyllda än andra på grund av detta får högre krav på finansiell rapportering gentemot kapitalägare och andra intressenter. Problemet blir då att förklara varför detta fenomen är så pass mycket starkare just på Mid Cap-listan och inte alls på Large respektive Small Cap. Kanske kan det vara så att företagen på Mid Cap-listan fortfarande växer och att det finns osäkerheter som måste adresseras i rapporteringen, till skillnad från Large Cap där företagen istället är mogna och därmed inte upplevs som lika osäkra samt att Small Cap-listan innehåller små företag där många analyser kanske bygger på antaganden som leder till högre risker. Gällande Small Cap kan det också vara så att kapitalägare inte kräver samma information då osäkerhet råder även för respektive företagsledning.

4.3 Sambandsanalys: Förväntningar

För det första måttet, P/E-talet, som gäller investerarens förväntningar har vi hittat nedanstående svaga korrelationer mellan *P/E* och *redovisningskvalitet*. Vi kan här inte dra någon slutsats att det föreligger samvariation då koefficienterna är alldeles för låga och signifikansnivåerna höga. Anledningarna till de svaga korrelationerna vet vi inte och eftersom det inte går att dra någon signifikant slutsats kan vi bara spekulera om dessa.

	<i>Pearson</i>	<i>Signifikans (α)</i>
Large Cap	0,145	0,405
Mid Cap	0,162	0,339
Small Cap	-0,011	0,937

Det är som sagts ovan svårt att veta anledningen till de positiva om än svaga korrelationerna, men en tänkbar orsak är att investerare, när de värderar pris på aktier, inte alls tar hänsyn till den information som anges i årsredovisningen. Däremot bör det vara så att de, vid värdering av framtida vinster, tar till sig en stor del av den information som presenteras i årsredovisningen, det kan vara information om framtida planer så som investeringar och expansionsplaner. Detta gör att inte hela multipeln skulle följa en ökad kvalitet på företags redovisning, utan bara nämnaren i denna.

Den sista variabeln vi undersökt är P/S-talen där korrelationerna mellan *P/S* och *redovisningskvalitet* återigen är svaga och trots att det inte är möjligt att dra några

statistiska slutsatser är det värt att beakta att samtliga är negativa, någonting som skiljer sig från de övriga variablerna vi undersökt och inte vad vi förväntade oss på förhand.

	<i>Pearson</i>	<i>Signifikans (α)</i>
Large Cap	- 0,147	0,348
Mid Cap	- 0,087	0,526
Small Cap	- 0,125	0,227

Det negativa sambandet tyder på att en ökad kvalitet i redovisningen skulle ge lägre förväntningar på företagets framtida försäljning vilket motsäger första intrycket att det bör vara omvänt. Det bör här ifrågasättas huruvida långsiktig information så som årsredovisningar kan jämföras med kortsiktiga multiplar utifrån vad investerare tar till sig och inte. Som i fallet med P/E ovan kan planer på utökad säljstyrka eller nya produkter påverka den långsiktiga synen, medan kortsiktig information så som kungörande om VD-byte påverkar vid själva annonseringstillfället.

4.4 Teoretisk koppling

Som vi tidigare nämnt har vi utgått från hypotesen om den effektiva marknaden och att den råder på aktiemarknaden, i någon av de tre formerna som presenterats i tidigare kapitel. Att bättre tillgång på företagsspecifik information skulle leda till minskad informationsasymmetri och att marknaden skulle ta till sig detta är helt i linje med de teoretiska utgångspunkterna, men all information beaktas inte av investerare och det är inte otänkbart att för mycket information istället *ökar* informationsasymmetrin eftersom investerare är människor med begränsade möjligheter att hantera information. Utifrån detta resonemang skulle det istället finnas någon form av teoretiskt optimal nivå på redovisningsinformation, mellan IFRS (ingen ytterligare information) och all information som företaget besitter.

Om vi ser till teorierna kring asymmetrisk information och likställer frivillig redovisning som ett sätt att legitimera verksamheten för investerare och allmänhet så kan vi inte heller här säga att mer är bättre. Att placerarnas upplevda risk mätt i volatilitet och beta inte minskar beroende på informationens kvalitet och omfattning kan bero på att informationen inte är trovärdig och att den således inte förmedlar en kvalitetsstämpel så som Akerlofs framställning om peaches and lemons pekar på. Alltför mycket information i årsredovisningen kan även ge signaler om att företaget inte har några klara framsteg eller framtidsplaner att presentera, varpå investerare snarare kan uppleva svårigheter att bedöma materialet och vilket budskap det är tänkt att förmedla. En mer komprimerad och fokuserad årsredovisning är då ett alternativ för att förmedla högre självsäkerhet från företagets sida och inge större förtroende hos investerarna.

Denna diskussion leder oss in på ämnet huruvida årsredovisningar har stor påverkan på hur investerare uppfattar företagets framtida möjligheter. Det är signalteorin som används för att förklara hur mottagare av information reagerar på denna och årsredovisningen bör ha ett relativt högt signalvärde med tanke på all den finansiella såväl som icke finansiella information som presenteras där. Tvärtom så visar resultatet på att den frivilliga redovisningen inte verkar ha ett särskilt högt signalvärde alls eftersom företag med högre poäng i Kantons bedömning varken är mindre riskfyllda eller har högre förväntningar på sig. Det kan helt enkelt vara på det sättet att investerare i högre grad värdesätter den konkreta informationen som anges så som finansiella nyckeltal och ställningen på balansräkningen och inte alls låter sig påverkas av icke finansiell information så som personal- och miljöredovisning. Ofta finns den fullständiga årsredovisningen endast på företagets hemsida medan det på ”business check”-sidor så som affärsdata endast finns tillgång till den finansiella, och till viss del icke finansiella (förvaltningsberättelsen), informationen som krävs av publika företag och regleras via IFRS. Dessutom är det möjligt att många av de som agerar på aktiemarknaden snarare lutar till sin magkänsla eller tar till sig information som kommer via rykten och affärsbekanta istället för att ta till sig och värdera all den information som presenteras i årsredovisningen.

Skillnaden mellan vår studie och den tidigare forskningen är självklart dels att forskningsstudierna är mycket mer omfattande men även att de situationer som undersöks varierar mer. Till exempel har en studie sett till förändring efter införande av en ny redovisningsstandard medan en annan har särskilt företag som utsatts för djupa analyser från de som inte analyserats lika hårt. Det är därför mycket möjligt att våra resultat skulle skilja sig och kanske till och med att uppvisa positiva resultat om vi undersökt några av de mindre aktielistorna.

5. SLUTDISKUSSION

I detta kapitel diskuterar vi resultaten från föregående kapitel och försöker förklara dessa både ur metodologisk synvinkel såväl som ur ett teoretiskt perspektiv. Studiens slutsatser presenteras och till sist berör vi intressanta områden för fortsatt forskning.

5.1 Förklaringar till resultatet

Givet att våra mätningar är valida och korrekta finns det flera aspekter vi kan peka på som leder till det negativa resultatet (med negativa resultat menar vi att resultaten inte ligger i linje med våra förväntade resultat). En fråga vi kan ställa oss är vilken typ av information som investerare, såväl småsparare som institutionella, har nytta av och använder vid värdering och investeringsbeslut. Kanske är det så att finansiella nyckeltal väger tyngst antingen för sig själva eller tillsammans med annan information som återfinns i räkenskaperna, det vill säga sådan information som alla börsbolag är skyldiga att redovisa enligt IFRS. Med detta resonemang skulle den frivilliga redovisningsinformationen framställas som förhållandevis överflödigt, men då blir följdfrågan varför de finansiella rapporterna blivit tyngre och större med tiden. Vilken del av rapporterna som är särskilt relevanta för investerare ger vår studie inget svar på, utan utgångspunkten har varit att Kantons bedömningsmodell faktiskt speglar det som de facto är av intresse för aktieägare eller potentiella sådana. Media och pressen är även en faktor vi har bortsett ifrån, det kan självklart vara så att värderingsförfarandet sker till stor grad av ett fåtal ledande analytiker som andra investerare väljer att följa utan egna analysförfaranden. Det råder allmänt konsensus att börsen drivs till viss del av spekulation, men till hur stor del och hur man ska urskilja den psykologiska faktorn råder det delade meningar om. Detta innebär en svårighet för vidare forskning på ämnet.

Vid genomförandet av denna studie har vi utgått från tanken att mycket rapporterad information, och väl presenterad sådan, är någonting positivt. Detta ligger i linje med teorin om asymmetrisk information där företagen agerar för att legitimera sin verksamhet för läsaren av rapporten. Man kan dock även tänka sig att det finns en brytpunkt där mer information istället blir negativt, dels för att framtagandet av viss information kan tyckas irrelevant och dels att det bidrar till förvirring bland de som läser rapporterna. Det är lätt att drunkna i välkonstruerade meningar, pedagogiska figurer och mängder av finansiell data, och när kärnbudskapen i rapporterna blir allt mer diffusa skulle det kunna uppmärksammas som misstänksamt och läsaren kanske undrar vad som döljer sig under den vackra fasaden som finansiella rapporter ofta utgör. Denna poäng går i linje med den utveckling av finansiell rapportering som vi ser där rapporterna alltmer tjänar ett syfte som verktyg för marknadsföring, ett område som många betraktar med viss skepticism.

Det är också lätt att överskatta investerare, inte i det anseendet att individuella placerare saknar grundläggande kännedom om aktiemarknaden utan istället att särskilda fragment i en finansiell rapport kan vara avgörande för en placerare men som å andra sidan kan förefalla irrelevant eller närapå för en annan. Vi tror således att tolkningen av frivillig redovisning, som utformas unikt för varje företag, är högst subjektiv och alltså inte i linje med grundläggande ekonomisk teori där alla investerare är en homogent tänkande grupp människor. En annan aspekt på investerarnas begränsningar är att vi som studerar de ekonomiska strukturerna kan ha en tendens att göra djupdykningar i undersökningar och att vi därför gör det mer invecklat än vad det egentligen är. Vi kanske till och med överskattar graden av rationellt tänkande på till exempel aktiemarknaden.

Ytterligare en förklaring till det negativa resultatet skulle kunna vara motivet bakom frivillig redovisning, något vi implicit antagit vara drivet av företagen för allmänheten. Sverige är ett land bland många ekonomiskt utvecklade länder där begreppet Investor Relations (IR) är utbredd och som innebär ett stort åtagande om transparens gentemot aktieägarna. Ur detta perspektiv skulle det kunna vara aktieägare, framför allt stora aktiva ägare, som ställer höga krav på vilken information som ska ges utöver den enligt IFRS. I sådana fall skulle vi inte se frivillig redovisning som någonting positivt för de stora aktieägarna utan istället någonting väntat som förutsätts. Detta skulle givetvis sänka signalvärdet som årsredovisning och delårsrapporter utgör och vid en sådan situation skulle vi inte heller finna några positiva resultat i vår undersökning. Att banker och storägare skulle driva företagets finansiella rapportering är enligt oss ingen otänkbar situation även om vi inte kan peka på några belegg för detta påstående.

5.2 Mätproblematiken

Det är även viktigt att resonera kring de mått vi har använt oss av och hur användbara de är då man jämför information med olika tidshorisonter. P/E och P/S är mått som baseras på ögonblicksinformation. P/S talet påverkas till exempel vid tillkännagivande om att man skall släppa en ny produkt eller att man planerar att lägga ner ett varusegment. Det är alltså många olika faktorer, framförallt ögonblickliga, som påverkar de olika måtten vi har använt oss av. Måtten beta och volatilitet räknas fram över en längre tid och är inte lika känsliga för ögonblicksinformation. Volatiliteten avspeglar förändringar i pris på aktien och det finns en hel del faktorer som kan vara avgörande vid prisfluktuationer. Ny information som kommer ut på marknaden, till exempel kungörande av att företaget skall tillsätta en ny VD, påverkar direkt priset på aktien till följd av förväntningar hos investerarna som påverkar till köp respektive sälj. Beta däremot påverkas av hur känsligt företaget är jämfört med marknadsindex och påverkas av

branschtillhörighet och andra faktorer som i sin tur påverkas av makroekonomiska svängningar.

Vid jämförelse med den långsiktiga informationen som årsredovisningen representerar kan det, och bör det, självklart ifrågasättas huruvida det är möjligt att jämföra dessa kortsiktiga multiplar med långsiktig information för att komma fram till ett trovärdigt resultat. I vårt fall är resultatet inte särskilt övertygande vilket leder en in på frågan huruvida de måtten som har använts är korrekta eller inte. Det är svårt att i förväg förutspå hur resultaten kommer se ut, men vi utförde undersökningen med övertygelsen att ökad redovisningskvalitet på något sätt har betydelse för värdering och risk vid investering i företag. Dessutom ger de tidigare utförda litteraturstudierna en indikation om att det faktiskt kan finnas en koppling mellan frivillig redovisning och förväntningar på företagen.

Bedömningen och mätningen av kvaliteten på årsredovisningen har stor betydelse och är en svårighet eftersom det inte finns ett ”rätt” sätt för hur man bör göra. Tanken från början var att ta fram en egen modell, något som vi insåg relativt fort var en alltför svår och tidskrävande uppgift. Därför valde vi att använda en modell som tagits fram av konsultföretaget Kanton på uppdrag av Aktiespararna för att värdera årsredovisningarna från alla företag på OMX's Small, Mid och Large Cap lista. Vad som är viktigt att ta upp till diskussion är hur bra Kantons modell är då man vill använda ett kvantitativt tillvägagångssätt för att avspegla den frivilliga redovisningen som företagen uppvisar. Vi anser att modellen är uttömmande vad gäller bedömningen av både kvaliteten och kvantiteten på informationen. Man kan tänka sig att vissa företag komprimerar sin textmängd och minskar på antal sidor för att öka läsbarheten samtidigt som andra helt enkelt utökar, kanske för att man tror att investerare baserar övervägande delen av sina val på just det som anges i årsredovisningen.

Hur man mätte frivillig redovisning i föregående studier som presenterades i inledningskapitlet framgår inte, men det ger en indikation på att det kan finnas ett samband mellan frivillig redovisning och förväntningar på företaget. En av de uppfattningar vi hade innan genomförd undersökning är att risken vid investering i företag bör minska då detta är mer generöst med sitt informationsgivande. Presenterar man de risker som företaget står inför och förklarar dessa bör investerare känna sig tryggare och våga mer. Resultaten från vår undersökning som presenterats ovan pekar dock på andra kopplingar. Tvetydiga resultat som exempelvis Leuz och Verrecchia samt Bushee och Noe presenterade i sina studier visar att det är svårt att dra slutsatser. De förstnämnda hittade inte något samband alls mellan volatilitet och ökad grad av redovisningsinformation vilket de senare gjorde, men endast indirekt.

Generellt sett är frivillig redovisning ett ämne som ligger i en sorts gråzon där ingen egentligen har kunnat presentera några övergripande och likställda resultat, utan man hittar samband i begränsade urvalsgrupper som exempelvis bransch. Dessutom talar resultaten från undersökningar som gjorts mot varandra. Om man som vi dessutom väljer att utgå från att frivillig redovisning är allt utöver det som inte finns med bland lagar och standarder så bör man inte skilja på olika branscher därför att det inte heller görs där. Resultaten på undersökningarna beror givetvis även mycket på hur man väljer att definiera frivillig redovisning när man samlar in data till sin undersökning och innan det på något sätt standardiseras är det svårt att jämföra resultat mellan studier och geografiska områden.

5.3 Slutsatser

I och med de negativa resultaten kan vi inte dra slutsatsen att ökad redovisningskvalitet är förknippat med lägre risk för investerare eller högre förväntningar på företagens framtida prestationer. Att sedan peka på varför resultatet blir negativt, något som vi inte förväntade oss på förhand, blir oerhört svårt och vi kan som bäst spekulera i tänkbara förklaringsorsaker. Svårigheten med att mäta redovisningsinformation är däremot en viktig aspekt att beakta vid en sammanfattning av resultatet och i vårt fall är det tydligt att det behövs andra dimensioner än bara kvalitet för att mäta samband liknande detta.

Vi avslutar vår studie med att nedan sammanfatta de slutsatser vi drar utifrån resultatdiskussionen i ovanstående avsnitt.

- Korrelationerna mellan redovisningskvalitet och respektive akties risk är för svaga för att kunna urskilja en samvariation. Förutom mätfel kan förklaringar till detta vara exempelvis att den grundläggande finansiella informationen är tillräcklig, eller att den essentiella informationen redan krävs av stora kapitalägare.
- Inte heller när det gäller investerares förväntningar på företaget går det att finna några signifikanta korrelationssamband. Detta kan, förutom tidigare nämnda faktorer, vara en följd av att investerare tar del av en mycket liten fraktion av den icke-obligatoriska redovisningsinformationen.
- Området som studerats är problematiskt med tanke på att disclosure och redovisningskvalitet är ämnen som spänner över flera områden så som finansiering, marknadsföring och psykologi. En stor grad av subjektivitet präglar investeringsbeslut vilket försvårar studieobjekten.

5.4 Förslag till fortsatt forskning

Det skulle vara intressant att genomföra en liknande undersökning, men med fokus på före och efter införande av IFRS. Detta bör tydliggöra investerares reaktion dels på högre kvalitet i årsredovisningen, men även på ökad tillgång till information.

För att få reda på varför årsredovisningarna blir mer omfattande med tiden skulle det även vara intressant att reda ut motiven bakom den frivilliga redovisningen, det vill säga den icke-obligatoriska informationen som redovisas, genom att göra en kvalitativ undersökning i olika börsnoterade företag samt att tillfråga analytiker om deras syn på ökad redovisningsinformation.

6. KÄLLFÖRTECKNING

Nedan följer samtliga källor som studiens baseras på, uppdelade på artiklar, tryckt litteratur och elektroniska källor. Källorna är alfabetiskt sorterade utifrån (första författarens efternamn så som refererat i studien.

Artiklar

George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*
The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500 [JSTOR 2009-11-19]

Jonas Bernhardsson, *Det berömda P/E-talet*
Aktiespararen, nr 4, 2003, s. 42-45

Eric W. Bond, *A Direct Test of the "Lemons" Model: The Market for Used Pickup Trucks*
The American Economic Review, Vol. 72, No. 4 (Sep., 1982), pp. 836-840 [JSTOR 2009-11-19]

Christine A. Botosan, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*
The Accounting Review, Vol. 72, No. 3 (Jul., 1997), pp. 323-349 [JSTOR 2009-11-24]

Brian J. Bushee, Christopher F. Noe, *Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility*
Journal of Accounting Research, Vol. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm (2000), pp. 171-202 [JSTOR 2009-12-01]

Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*
The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2 (May, 1970) pp. 383-417 [JSTOR 2009-12-03]

Paul M. Healy, Amy P. Hutton, Krishna G. Palepu, *Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure*
Contemporary Accounting Research Vol. 16 No. 3 (Fall 1999) pp. 485-520 [BSP 2009-11-24]

Rafael La Porta, Josef Lakonishok, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency*
The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997) pp. 859-874 [JSTOR 2009-12-03]

Christian Leuz, Robert E. Verrecchia, *The Economic Consequences of Increased Disclosure*
Journal of Accounting Research, Vol. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm (2000), pp. 91-124 [JSTOR 2009-11-24]

Mark H. Lang, Russell J. Lundholm, *Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior*
The Accounting Review, Vol. 71, No. 4 (Oct., 1996), pp. 467-492 [JSTOR 2009-12-01]

V. K. Narayanan, George E. Pinches, Kathryn M. Kelm, Diane M. Lander, *The Influence of Voluntarily Disclosed Qualitative Information*
Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 7 (Jul., 2000), pp. 707-722 [JSTOR 2010-01-20]

Michael D. Pratt and George E. Hoffer, *Test of the Lemons Model: Comment*
The American Economic Review, Vol. 74, No. 4 (Sep., 1984), pp. 798-800 [JSTOR 2009-11-19]

Robert E. Rosenman, Wesley W. Wilson, *Quality Differentials and Prices: Are Cherries Lemons?*
The Journal of Industrial Economics, Vol. 39, No. 6 (Dec., 1991), pp. 649-658 [JSTOR 2009-11-19]

Partha Sengupta, *Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt*
The Accounting Review, Vol. 73, No. 4 (Oct., 1998), pp. 459-474 [JSTOR 2009-12-01]

Junaid M. Shaikh, *Measuring and Reporting of Intellectual Capital Performance Analysis*
The Journal of American Academy of Business (March 2004), pp. 439-448 [BSP 2009-11-23]

Tryckt litteratur

Glen Arnold, *Corporate Financial Management*,
Pearson Education Limited, Second edition, 2002

Karin Dahmström, *Från datainsamling till rapport – att göra en statistisk undersökning*
Studentlitteratur, Fjärde upplagan, 2005

Peter Esaiasson, Henrik Oscarsson, Mikael Gilljam, Lena Wängnerud, *Metodpraktikan – Konsten att studera samhälle, individ och marknad*
Norstedts Juridik AB, Andra upplagan, 2003

Rolf Ejvegård, *Vetenskaplig metod*
Studentlitteratur, Andra upplagan, 1996

Janet M. Ruane, *A och O i samhällsvetenskaplig forskning*
Studentlitteratur, Första upplagan, 2006

FAR SRS, *Internationell redovisningsstandard i Sverige – IFRS/IAS 2009*
FAR SRS Förlag AB, 2009

Elektroniska källor

Avanza Bank, *Ordlista*
<https://www.avanza.se/aza/kunskapscenter/ordlista.jsp?action=disp&id=332> [2009-12-14]

Avdelningen för samhällsmedicin och folkhälsa - Allmänmedicin vid Institutionen för Medicin,
Sahlgrenska akademien, Göteborgs Universitet. Ronny Gunnarsson, 2003
<http://infovoice.se/fou/bok/10000016.htm> [2009-12-18]

Avdelningen för samhällsmedicin och folkhälsa - Allmänmedicin vid Institutionen för Medicin,
Sahlgrenska akademien, Göteborgs Universitet. Ronny Gunnarsson, 2006
<http://infovoice.se/fou/bok/10000013.htm> [2009-12-18]

Kanton Finansiella Rådgivning AB, *Kriterier för granskning av delårsrapport*
<http://www.kanton.se/Files/Nyheter/2008/arets-borsbolag2008-kriterier-delarsrapport.pdf> [2009-12-11]

Kanton Finansiella Rådgivning AB, *Kriterier för granskning av årsredovisning*
<http://www.kanton.se/Files/Nyheter/2008/arets-borsbolag2008-kriterier-arsredovisning.pdf> [2009-12-11]

7. BILAGOR

Här återfinns de bilagor som bifogats och refereras till i studien.

7.1 Kantons bedömningsmodell

Årets börsbolag 2008 – kriterier för granskning av årsredovisning

A. INLEDANDE INFORMATION – 2 poäng

1. Viktiga händelser uppdelade per kvartal, 1 p
2. Ordförandeord, 1 p

B. BOLAGSBESKRIVNING – 23 poäng

1. Affärsidé, strategier och finansiella mål, 6 p
 - 1.1 Affärsidé. [1 p]
 - 1.2 Konkreta strategier, gärna i punktform. [1 p]
 - 1.3 Finansiella mål. [1 p]
 - 1.4 Utfall av finansiella mål. [1 p]
 - 1.5 Uppföljning av finansiella mål. [1 p]
 - 1.6 Kvantifierad utdelningspolitik samt bakomliggande resonemang. [1 p]
2. Verksamhet, 5 p
 - 2.1 Verksamhetsbeskrivning, konkret redogörelse för erbjudande till marknaden [1 p]
 - 2.2 Fördelning av försäljning och resultat, antingen per affärsområde eller på del- eller geografiska marknader. [1 p]
 - 2.3 Affärsmodeller. [1 p]
 - 2.4 Immateriella tillgångar, så som patent, varumärke, innovationsgrad och andra strategiska fördelar. [1 p]
 - 2.5 Mål och uppföljning för kvalitet. [1 p]
3. Affärsprocesser, 3 p
 - 3.1 ISO-certifiering samt forsknings- och/eller utvecklingskostnader. [2 p]
 - 3.2 Placering i värdekedjan, beskrivning av flödet från leverantör till slutkund. [1 p]
4. Marknader per samtliga affärsområden/delverksamheter, 4 p
 - 4.1 Kvantifierade marknadsandelar (i absoluta tal eller procent). [1 p]
 - 4.2 Totala marknadens storlek i kronor samt tillväxt. [1 p]
 - 4.3 Trender. [1 p]
 - 4.4 Utveckling av kundkategorier och målgrupper inklusive fjolårets siffror. [1 p]
5. Konkurrenter (beskrivningen ska avse hela företaget, produkter, marknader eller enligt annan uppdelning), 2 p
 - 5.1 Namn. [1 p]
 - 5.2 Kvantifierade marknadsandelar (i absoluta tal eller procent). [1 p]
6. Hållbarhetsinformation, 3 p

6.1 GRI-nivå A ger [3 p], B ger [2 p] och C ger [1 p].

C. AKTIEINFORMATION – 5 poäng

1. *Aktier och ägare, 5 p*

1.1 Antal aktieägare. [1 p]

1.2 De största ägarna av aktiekapital och, vid graderad rösträtt, även röstetal. [1 p]

1.3 Antal aktier, före respektive efter utspädning. [1 p]

1.4 Ägarbild. Olika ägares/ägarkategoriernas procentuella innehav (utländskt och svenskt ägande, finansiellt och institutionellt ägande, offentligt och privat ägande). [1 p]

1.5 Börskurs, börskurva samt aktiens årliga omsättningshastighet. [1 p]

(Börskurs i siffror per varje räkenskapsårs slut ska finnas för fem år. Även börskurva ska anges för fem år eller så länge aktien varit noterad.)

D. FEMÅRSÖVERSIKT NYCKELTAL – 8 poäng

(Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikernas Förening. För nypoterade bolag: pro forma. Bolag som haft verksamhet kortare tid än fem år måste ange detta.)

1. *Avkastning på eget kapital, 1 p*

2. *Beroende på verksamhetens art ges poäng för någon av följande, 1 p*

Avkastning på sysselsatt kapital, direktavkastning (fastighetsbolag) eller kapitaltäckningsgrad (banker).

3. *Soliditet eller skuldsättningsgrad, 1 p*

4. *Substansvärde per aktie, 1 p*

5. *Resultat per aktie, 1 p*

6. *Kassaflöde från den löpande verksamheten per genomsnittligt antal aktier, 1 p*

7. *Utdelning per aktie, 1 p*

Även om ingen utdelning lämnats ska nyckeltalet finnas med.

8. *Rörelsemarginal, 1 p*

E. STYRELSE OCH BOLAGSLEDNING – 3 poäng

1. *Styrelsens arbete, 2 p*

Beskrivning av styrelsens arbete under verksamhetsåret utifrån uppsatta mål och fastlagda strategier.

2. *Organisationsstruktur för bolagsstyrning, 1 p*

F. VINSTPROGNOS, RISK- OCH KÄNSLIGHETSANALYS – 8 poäng

1. *Resultatprognos, 3 p*

1.1 Verbal prognos; riktning – ”bättre eller sämre än i fjol” – eller dylikt. [2 p]

1.2 Förutsättningar som företagets prognos baseras på. [1 p]

(1.3 Förklaring till varför prognos ej kan lämnas. [1 p])

2. *Risk- och känslighetsanalys, 5 p*

2.1 Beskrivning av viktiga rörelse- respektive finansiella risker. [2 p]

2.2 Kvantifiering av känsligheten för rörelse- respektive finansiella riskfaktorer. [2 p]

2.3 Redovisning av säsongeffekter. [1 p]

G. DISTRIBUTION – 2 poäng

Riktlinjer för distribution ska anges i årsredovisningen.

1. Tryckt version endast till de aktieägare som uttryckligen begärt en sådan, 2 p

2. Tryckt fullständig version till alla registrerade aktieägare som inte aktivt avsagt sig en sådan, 1 p

H. ORDLISTA OCH DEFINITIONER – 2 poäng

Årets börsbolag 2008 – kriterier för granskning av delårsrapport

A. INLEDANDE INFORMATION – 4 poäng

1. Information presenterad för kvartalsperioden, jämförbar kvartalsperiod, delårsperioden och jämförbar delårsperiod, 3 p

1.1 Nettoomsättning (kan för investmentbolag ersättas med aktiens totalavkastning), [1 p]

1.2 Resultat efter skatt. [1 p]

1.3 Resultat per aktie, före respektive efter utspädning. [1 p]

2. Antal aktier per delårsrapportdatum, 1 p

B. NYCKELTAL – 5 poäng (Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikers Förening.)

1. Beroende på verksamhetens art ges poäng för avkastning på eget kapital eller substansvärdeförändring (investmentbolag), 1 p

1.1 Delårsperioden. [0,5 p]

1.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

2. Beroende på verksamhetens art ges poäng för någon av följande; avkastning på sysselsatt kapital, kapitaltäckningsgrad (bankverksamhet), direktavkastning (fastighetsbolag) eller förvaltningskostnad i procent av portföljvärdet (investmentbolag), 1 p

2.1 Delårsperioden. [0,5 p]

2.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

3. Rörelsemarginal (kan för investmentbolag ersättas med börskurs i procent av substansvärde), 1 p

3.1 Delårsperioden. [0,5 p]

3.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

4. Beroende på verksamhetens art ges poäng för soliditet eller skuldsättningsgrad (investmentbolag), 1 p

4.1 Delårsperioden. [0,5 p]

4.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

5. Substansvärde per aktie, 1 p

C. FEMÅRSÖVERSIKT – 3 poäng (Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikers Förening.)

1. Flerårssiffror för kvartalsperioden, 5 år, 3 p

1.1 Nettoomsättning (kan för investmentbolag ersättas med aktiens totalavkastning). [0,5 p]

1.2 Resultat efter skatt. [0,5 p]

1.3 Resultat per aktie. [0,5 p]

1.4 Avkastning på eget kapital (kan för investmentbolag ersättas med substansvärdeförändring). [0,5 p]

1.5 Avkastning på sysselsatt kapital (kan för bankverksamhet ersättas med kapitaltäckningsgrad, för fastighetsbolag ersättas med direktavkastning samt för investmentbolag ersättas med förvaltningskostnad i procent av portföljvärdet). [0,5 p]

1.6 Rörelsemarginal (kan för investmentbolag ersättas med börskurs i procent av substansvärde). [0,5 p]

D. ÖVRIGT – 5 poäng

1. Rapport, 2 p

Inom 3 veckor [2 p], inom 6 veckor [1 p].

2. VD-ord, 1 p

3. Separat avsnitt om bolagets marknadsutveckling, (kan för investmentbolag ersättas med beskrivning av portföljbolagens utveckling), 1 p

4. Beskrivning av säsongeffekter (kan för investmentbolag ersättas med beskrivning av bolagets nettoförvärv och nettoförsäljning), 1 p

7.2 Normalfördelningstest

	<i>P/E</i>	<i>P/S</i>	<i>Volatilitet</i>	<i>Beta</i>	<i>Disclosure</i>
Large Cap	0,804	0,689	0,975	0,918	0,976
<i>Signifikansnivå</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,409</i>	<i>0,005</i>	<i>0,463</i>
Mid Cap	0,803	0,689	0,907	0,943	0,980
<i>Signifikansnivå</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,014</i>	<i>0,459</i>
Small Cap	0,828	0,530	0,824	0,913	0,977
<i>Signifikansnivå</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,080</i>

Vid testerna har Shapiro-Wilksmetoden använts, där ett högre värde än signifikansnivån innebär att vi inte kan förkasta hypotesen att fördelningarna är normalfördelade. Det är därför säkert att anta att samtliga dessa fördelningar är approximativt normalfördelade.

7.3 Analyserad data

	P/E	P/S	Volatilitet	Beta	Disclosure
Alfa Laval	13,74	1,47	23,63	1,06	51,0
Alliance Oil Company S.	NEG	1,55	27,26	0,96	26,0

ASSA ABLOY	19,92	1,40	26,74	0,89	43,5
Atlas Copco	16,83	1,86	29,14	1,26	46,0
Axfood	13,65	0,34	17,43	0,50	56,0
Boliden	20,03	0,96	31,29	2,00	39,0
Castellum	NEG	4,41	22,65	0,78	42,0
Electrolux	35,96	0,48	26,96	1,27	44,0
Ericsson	29,60	1,00	17,77	0,80	41,0
Fabege	6,72	5,90	45,81	0,92	40,0
Getinge	17,52	1,46	22,37	0,85	42,5
Hakon Invest	41,48	11,01	11,52	0,55	42,5
Handelsbanken	10,20	3,70	24,65	0,95	32,0
Hexagon	22,82	2,20	25,56	1,79	52,0
Holmen	14,70	0,83	22,84	0,80	52,0
Hufvudstaden	NEG	8,35	21,82	0,74	43,0
Husqvarna	31,73	0,86	22,00	0,00	49,5
Industrivärden	4,75	0,00	26,44	1,40	36,5
Investor	9,17	0,00	18,55	0,88	53,0
Kinnevik	4,53	2,71	30,51	1,39	29,5
Latour	26,35	2,25	22,46	0,92	29,5
Lindab International	77,40	0,74	21,64	0,00	47,5
Lundbergföretagen	NEG	0,98	12,66	0,92	26,5
Lundin Petroleum	NEG	3,09	34,64	1,02	39,5
Meda	14,71	1,52	18,30	0,96	34,0
Melker Schörling	7,25	0,00	21,87	0,00	22,0
Modern Times Group	7,83	1,69	28,32	1,78	35,5
NCC	9,54	0,24	27,47	1,14	47,0
Nordea Bank	10,83	3,53	33,69	1,46	39,0
Ratos	5,97	1,07	28,43	0,99	49,0
SAAB	NEG	0,51	28,19	1,14	41,0
Sandvik	NEG	1,32	28,44	1,37	44,5
SCA	13,55	0,60	16,29	0,88	47,5
SCANIA	41,73	1,15	33,15	1,46	40,0
SEB	21,07	2,10	30,28	1,40	35,0
Seco Tools	52,13	2,37	21,05	1,14	34,0
Securitas	11,86	0,46	20,53	0,50	35,0
Skanska	18,75	0,36	23,24	1,07	45,0
SKF	27,93	0,93	25,53	1,13	48,5
SSAB	NEG	1,08	25,43	1,21	44,0
Swedbank	NEG	2,16	36,86	1,82	45,0
Swedish Match	12,01	2,77	18,72	0,27	38,0
Tele2	11,16	1,23	23,22	0,89	29,0

TeliaSonera	11,79	2,10	24,80	0,63	43,5
Ratos	NEG	0,52	38,20	2,81	51,0
Volvo	NEG	0,57	29,24	1,52	43,5
AarhusKarlshamn	11,13	0,38	25,32	0,64	29,00
Active Biotech	NEG	>100	71,00	1,14	29,00
Atrium Ljungberg	4,48	4,46	35,64	0,97	42,00
Avanza Bank Holding	21,87	8,99	16,96	0,82	42,50
Axis	32,97	2,74	25,46	1,11	41,50
B&B TOOLS	24,12	0,33	33,69	1,89	39,50
BE Group	NEG	0,38	33,30	0,00	49,00
Beijer Alma	14,22	1,43	22,13	0,85	37,00
Beijer	18,89	0,76	23,58	0,89	28,00
Betsson	14,34	3,55	27,95	0,57	41,50
Billerud	NEG	0,69	39,31	2,01	50,00
BioInvent International	NEG	17,28	29,60	0,92	37,00
Biovitrum	NEG	2,20	41,05	0,00	32,00
Björn Borg	18,89	3,10	36,80	1,05	38,50
Brinova Fastigheter	8,67	4,80	21,82	1,15	37,00
Bure Equity	2,69	1,63	14,90	0,63	40,00
Cardo	12,82	0,61	31,17	1,11	42,00
Duni	11,42	0,67	32,81	0,00	33,50
Eniro	6,80	0,82	33,90	2,71	41,00
Fagerhult	21,88	0,67	15,35	0,30	32,00
Fast Partner	NEG	3,43	21,48	0,97	29,50
Gunnebo	44,20	0,24	43,16	1,66	51,00
Haldex	NEG	0,26	46,21	1,90	39,50
HEBA	>100	10,76	18,47	0,46	34,50
HiQ International	12,81	1,29	27,01	0,60	37,50
HQ	14,92	3,92	27,61	1,10	34,50
Höganäs	>100	1,24	40,33	0,96	38,00
IFS	17,72	0,66	14,17	1,35	33,00
Indutrade	14,30	0,81	22,04	0,88	37,00
Intrum Justitia	17,24	1,67	22,21	0,69	46,00
JM	>100	1,12	34,48	1,62	42,00
Klövern	NEG	2,92	25,19	1,05	41,00
Kungsleden	NEG	2,37	27,36	1,29	42,00
LBI International	NEG	0,30	35,59	1,00	37,00
Mekonomen	23,38	1,53	24,88	0,36	36,00
Munters	63,42	0,53	28,41	1,26	41,50
Neonet	NEG	1,86	24,73	0,93	43,00
Net Insight	32,13	7,42	18,98	1,52	34,00

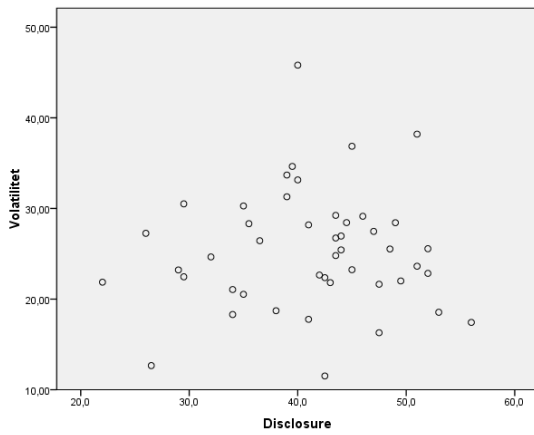
New Wave	63,27	0,39	41,08	2,22	44,00
NIBE Industrier	16,58	1,16	27,60	0,76	34,00
Niscayah Group	36,09	0,67	34,42	0,00	24,00
Nobia	NEG	0,48	39,18	1,93	37,50
Nordnet	19,13	4,71	15,79	1,24	45,00
Orc Software	18,64	2,99	22,59	1,14	34,50
PA Resources	9,63	2,88	32,57	1,64	48,00
Peab	10,19	0,37	28,21	1,42	42,00
Q-Med	8,03	3,51	25,96	1,14	39,50
Rezidor Hotel Group	NEG	4,78	31,70	0,00	41,50
SAS	NEG	0,27	29,14	0,93	50,00
Skanditek	3,61	3,68	14,45	0,64	33,00
SWECO	14,14	0,89	29,15	0,61	42,00
Säkl	NEG	0,00	27,27	1,12	26,50
TradeDoubler	NEG	0,50	39,38	1,34	42,00
VBG GROUP	NEG	1,11	16,77	1,34	36,50
Wallenstam	16,84	5,26	16,84	1,31	43,50
Wihlborgs Fastigheter	>100	4,05	19,73	0,69	40,00
ÅF	11,74	0,70	22,78	1,06	46,00
Öresund	3,32	0,00	19,04	0,65	27,00
A-Com	NEG	0,06	40,55	0,49	35,50
AcadeMedia	9,96	0,62	39,40	0,29	38,00
Acando	13,34	0,70	14,96	0,56	40,00
ACAP Invest	NEG	0,29	18,93	0,52	37,00
Addnode	12,14	0,57	33,08	0,44	46,00
Affärsstrategerna	NEG	0,00	17,70	0,53	39,50
Anoto Group	14,60	1,96	45,47	0,85	36,50
Artimplant	NEG	4,94	28,59	1,38	37,00
Aspiro	NEG	0,86	35,53	0,59	41,00
Beijer Electronics	24,44	0,75	24,54	0,71	35,50
Bilia	NEG	0,12	33,19	1,97	34,00
BioGaia	41,13	7,41	25,06	1,29	34,00
Biolin Scientific	6,35	1,32	51,59	0,73	37,50
BioPhausia	41,20	0,85	48,20	0,38	37,00
Biotage	2,44	1,88	35,95	0,31	42,00
Bong Ljungdahl	88,30	0,14	46,54	1,11	43,00
Borås Wäfveri	NEG	0,08	73,22	0,87	32,50
BTS Group	14,04	1,03	29,43	1,37	39,00
Catena	NEG	5,20	19,22	0,00	39,50
Cision	NEG	0,27	20,04	1,80	32,50
Concordia Maritime	NEG	1,23	21,83	0,92	46,00

Connecta	15,39	0,98	28,02	0,83	46,00
Consilium	25,37	0,34	24,07	0,51	39,00
Corem Property Group	NEG	2,95	20,45	0,40	25,00
CTT Systems	NEG	4,65	50,16	0,54	37,00
Cybercom Group E	NEG	0,50	23,85	1,23	43,50
Dagon	34,74	2,34	42,23	0,46	34,00
Digital Vision	NEG	0,92	89,70	0,66	40,00
Diös Fastigheter	64,81	1,96	17,62	0,00	41,00
DORO	NEG	0,47	47,75	0,26	40,50
Duroc	NEG	0,26	23,92	0,78	39,00
Elanders	NEG	0,18	29,45	1,81	49,00
ElektronikGruppen	NEG	0,12	23,09	0,95	42,00
Elos	20,60	0,44	29,67	0,92	38,00
Enea	37,55	0,95	21,89	0,66	23,50
Fast. Balder	NEG	2,68	34,67	1,08	29,00
Feelgood Svenska	NEG	0,24	53,15	0,30	35,50
Fenix Outdoor	15,25	1,66	26,81	0,72	30,00
Fingerprint Cards	NEG	4,89	29,31	0,77	27,50
Geveko	NEG	0,19	18,33	0,66	53,00
Havsfrun Investment	NEG	0,00	15,44	0,62	33,00
HL Display	17,94	0,75	21,83	0,66	52,00
HMS Networks	21,72	2,52	52,27	0,00	32,50
Intellecta	13,18	0,32	16,49	0,38	41,50
Intoi	11,25	0,45	22,18	0,94	35,00
Jeeves Information Sys..	14,94	0,91	28,08	0,70	40,50
KABE	18,50	0,62	44,82	1,09	37,50
Karo Bio	NEG	>100	67,77	0,62	35,50
Know IT	9,15	0,63	25,38	1,52	39,00
Lammhults Design G	16,04	0,49	26,21	0,80	39,00
Ledstiernan	NEG	0,00	78,10	1,20	37,50
Malmbergs Elektriska	14,77	0,59	13,48	0,69	37,50
Medivir	NEG	17,60	33,58	0,69	36,50
Micronic Laser Systems	11,06	0,99	37,92	1,36	44,00
Midelfart Sonesson	6,47	0,25	47,54	0,66	45,00
Midway	NEG	0,50	21,84	0,74	24,00
Mobyson	NEG	0,31	43,47	0,47	26,50
Modul 1 Data	19,09	0,34	31,90	0,85	35,00
MSC Konsult	NEG	0,43	32,55	0,32	35,50
MultiQ International	12,12	0,37	43,83	0,83	37,50
Nederman Holding	27,79	0,70	36,62	0,00	40,50
Nolato	13,39	0,59	22,73	0,65	40,50

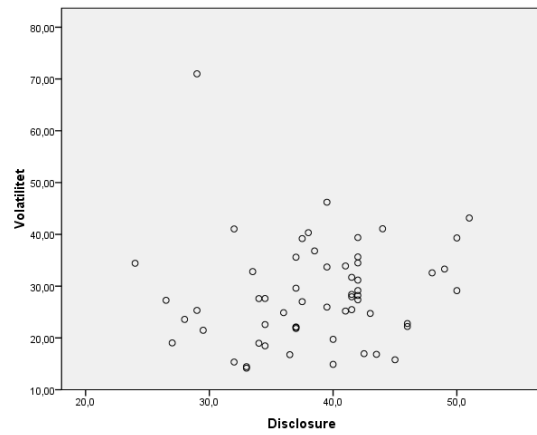
NOTE	NEG	0,14	30,07	1,12	36,50
NovaCast Technologies	NEG	1,12	44,94	0,67	36,50
Novestra	16,89	0,00	26,39	0,52	29,50
NOVOTEK	30,96	0,42	31,68	0,69	36,00
OEM International	14,31	0,64	20,25	0,40	40,00
Opcon	NEG	1,86	22,92	1,18	39,50
Orexo	NEG	2,80	27,80	0,88	40,00
Ortivus	NEG	0,47	49,53	0,63	36,50
PartnerTech	NEG	0,15	18,87	1,26	36,00
Phonera	54,82	0,64	99,95	0,61	35,50
Poolia	7,53	0,46	29,63	1,02	42,50
Precise Biometrics	NEG	6,10	45,96	2,18	34,50
Prevas	18,17	0,33	26,19	0,54	38,50
Pricer	6,23	1,32	33,76	0,40	29,00
Proact IT Group	17,52	0,58	24,17	0,74	32,00
Probi	46,40	7,43	31,16	0,51	36,00
Proffice	32,05	0,45	29,50	1,23	30,00
Profilgruppen	NEG	0,26	25,55	0,61	49,50
RaySearch Laboratories	42,13	14,43	33,89	1,10	41,00
ReadSoft	35,48	0,68	23,22	0,61	43,50
Rederi AB Transatlantic	NEG	0,27	38,10	0,85	36,50
Rejlerkoncernen	15,66	0,75	29,14	0,73	34,00
Rottneros	NEG	0,34	108,90	0,85	39,00
Sagax	NEG	4,91	47,44	1,29	38,00
Semcon	NEG	0,21	61,61	1,51	48,00
Sensys Traffic	41,91	3,09	28,35	0,65	18,50
Sigma	8,74	0,33	20,35	0,98	38,50
SinterCast	NEG	13,22	40,62	0,32	32,00
Softronic	9,11	0,73	20,42	0,60	27,50
Studsvik	NEG	0,44	22,26	1,01	46,00
Svedbergs	17,42	2,01	28,20	0,71	24,50
Ticket Travel	NEG	0,34	49,13	0,82	46,50
Tilgin	NEG	0,66	65,77	0,00	30,00
Traction	10,03	2,34	15,87	0,66	33,00
Tricorona	4,05	1,10	44,47	1,14	17,50
Uniflex	36,24	0,46	26,28	0,74	35,50
Vitrolife	NEG	2,28	32,52	0,74	42,50
XANO Industri	NEG	0,39	29,13	0,94	28,50

7.4 Scatterplots

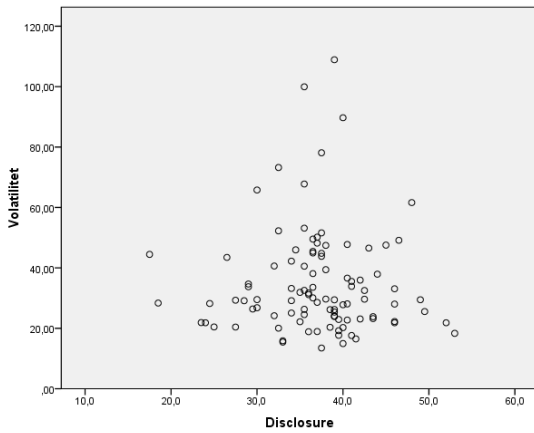
Volatilitet – Disclosure, Large Cap



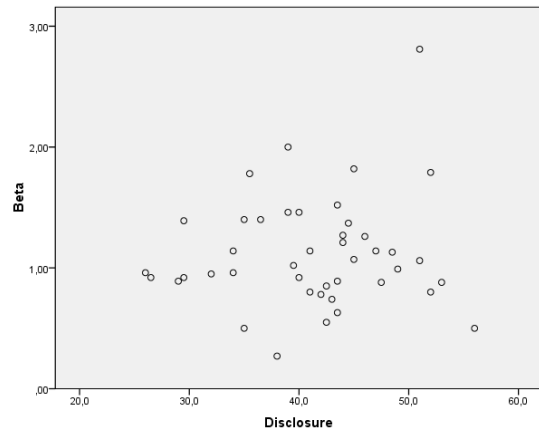
Volatilitet – Disclosure Mid Cap



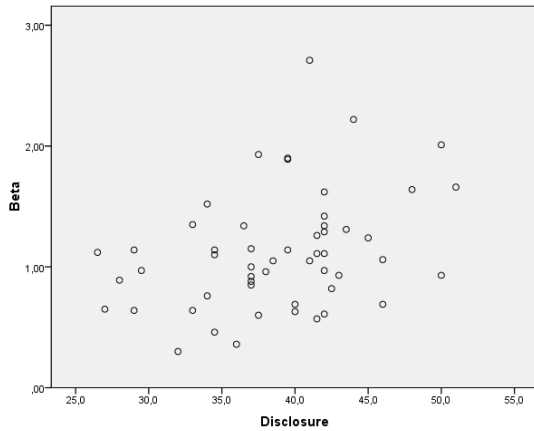
Volatilitet – Disclosure, Small Cap



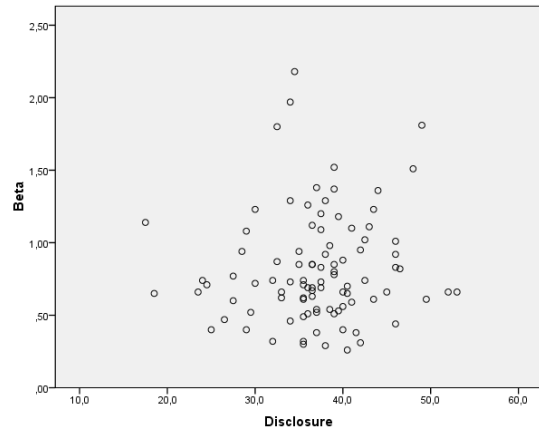
Beta – Disclosure, Large Cap



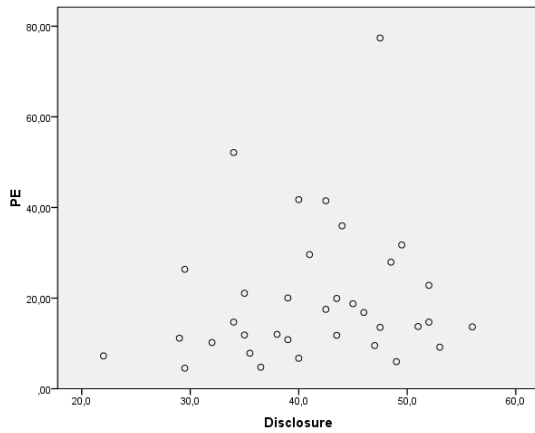
Beta – Disclosure, Mid Cap



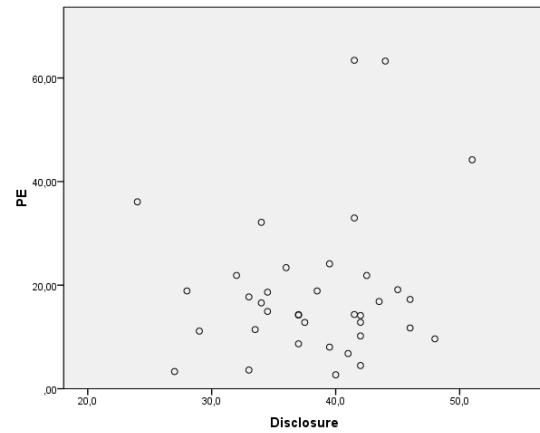
Beta – Disclosure, Small Cap



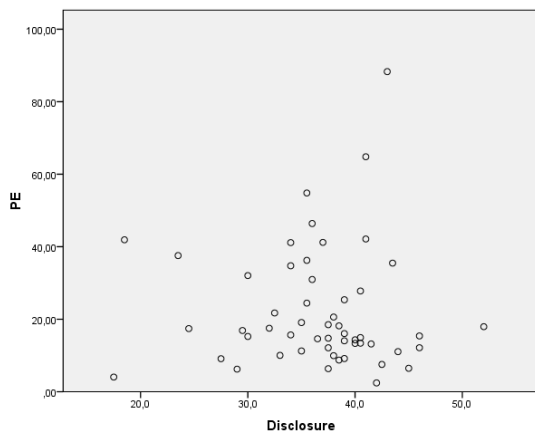
P/E – Disclosure, Large Cap



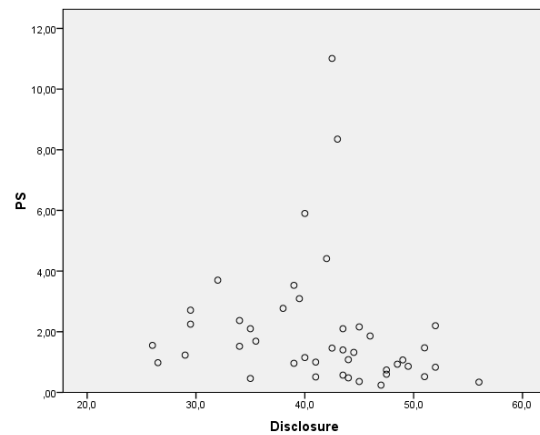
P/E – Disclosure, Mid Cap



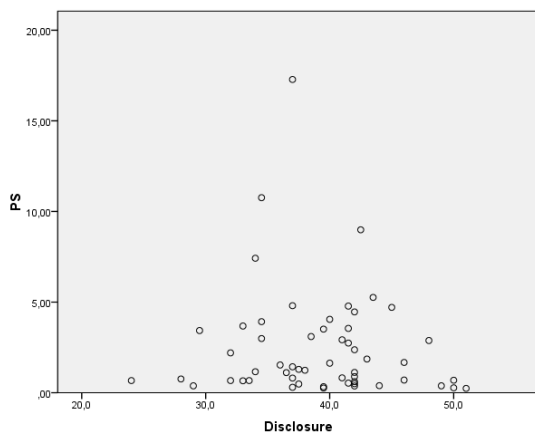
P/E – Disclosure, Small Cap



P/S – Disclosure, Large Cap



P/S – Disclosure, Mid Cap



P/S – Disclosure, Small Cap

