



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Upplysningar och avkastningskravet på eget kapital

[Hur påverkas avkastningskravet på eget kapital av
upplysningsnivån i årsredovisningar respektive delårsrapporter]

Magisteruppsats i företagsekonomi

Externredovisning

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Vårterminen 2011

Handledare: Emmeli Runesson och Jan Marton

Författare: John Lyrebrant, 83

Daniel Larin, 88

Förord

Den här uppsatsen behandlar upplysningar i årsredovisningar samt delårsrapporter och dess påverkan på avkastningskravet på eget kapital. Avsikten är att studera om en högre upplysningsnivå i de finansiella rapporterna leder till ett sänkt avkastningskrav från investerare och följaktligen till lägre kapitalkostnader för företag. Studien omfattar samtliga företag vars aktie för närvarande är noterad på Nasdaq OMX Stockholm och sträcker sig mellan perioden 2005 till 2009.

Uppsatsen riktar sig till alla som har ett intresse för redovisning och finansiell ekonomi i allmänhet och aktiehandel i synnerhet men riktar sig även till de som vill lära sig mer om ämnet. Vidare är uppsatsen skriven utifrån en nivå som erfordrar grundläggande kunskaper inom ämnet ekonomi och dess tillhörande terminologi.

Vi vill också inledningsvis rikta ett varmt tack till våra handledare Emmeli Runesson och Jan Marton, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, för att de under uppsatsprocessen bidragit med idérika synpunkter och varit behjälpliga vid frågor.

Göteborg, maj 2011

.....

John Lyrebrant

.....

Daniel Larin

Sammanfattning

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,
Externredovisning, Magisteruppsats, VT 2011**

Författare: John Lyrebrant och Daniel Larin

Handledare: Emmeli Runesson och Jan Marton

Titel: Upplysningar och avkastningskravet på eget kapital - Hur påverkas avkastningskravet på eget kapital av upplysningsnivån i årsredovisningar respektive delårsrapporter?

Bakgrund och problem: De upplysningar som företag lämnar utgörs av flera olika informationskällor. En betydande del av dessa utgörs av årsredovisningar och delårsrapporter. På grund av rådande reglering och olika incitament för frivilliga upplysningar skiljer sig omfattningen mellan rapporterna betydligt. Det är därför angeläget att studera vad en ökad upplysningsnivå medför för företagens kapitalkostnad.

Syfte: Syftet är att identifiera eventuella samband mellan avkastningskravet på eget kapital och upplysningsnivån i företagets årsredovisningar och delårsrapporter. Vidare syftar studien till att utröna i vilken finansiell rapport som upplysningsnivån har störst påverkan på kostnaden för eget kapital.

Avgränsningar: Studien avgränsas till företag som för närvarande är noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Vidare avgränsas studien till de år som IFRS varit de redovisningsstandarder som ska tillämpas av svenska börsnoterade företag. Följaktligen avses perioden 1 januari 2005 till 31 december 2009.

Metod: Datainsamlingen bestod av 1050 årsredovisningar och 3953 delårsrapporter vilka utifrån den teoretiska referensramen har analyserats med hjälp av korrelations- och regressionsmodeller. De variabler som användes var antal sidor och utvalda nyckelord i de finansiella rapporterna samt bid-ask spread för den dag rapporten utgavs.

Resultat och slutsatser: Ett negativt samband mellan upplysningsnivån och kostnaden för eget kapital har kunnat identifieras på en generell nivå för både årsredovisningar och delårsrapporter samtidigt som upplysningsnivån under perioden ökat. Vi kan vidare konstatera att upplysningarna i delårsrapporter har en något större påverkan på kostnaden för eget kapital jämfört med årsredovisningarna.

Förslag till fortsatt forskning: Vidare studier skulle kunna fokusera på vad olika intressentgrupper anser vara relevanta upplysningar. Vi uppfattar att studier av sådant slag skulle vara av stor vikt för det fortsatta arbetet med att studera upplysningars påverkan på kapitalkostnaden.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Problemformulering	4
1.4 Syfte.....	4
1.5 Avgränsning	4
1.6 Disposition	5
2. Teoretisk referensram	6
2.1 Upplysningar.....	6
2.1.1 Informationsasymmetri.....	6
2.1.2 Vad som påverkar nivån av upplysningar.....	7
2.1.3 Problem relaterade till en ökad upplysningsnivå	8
2.2 Kostnad för eget kapital	9
2.3 Upplysningsnivåns påverkan på aktiemarknaden.....	10
2.4 Hypoteser	13
3. Metod	14
3.1 Val av undersökningsmetod	14
3.2 Datainsamling.....	15
3.3 Studiens genomförande	17
3.3.1 Val av nyckelord.....	17
3.3.2 Val av kapitalkostnadsmodell.....	19
3.3.3 Statistiskt test	20
4. Empiri	23
4.1 Inledande presentation	23
4.2 Upplysningar.....	24
4.2.1 Antalet sidor	24
4.2.2 Nyckelord.....	26
4.3 Bid-ask spread	27
4.4 Sambandet mellan upplysningar och kostnad för eget kapital.....	29
4.4.1 Årsredovisningar.....	29

4.4.2 Delårsrapporter	32
5. Analys	35
5.1 Analys av korrelationsmodellerna	35
5.2 Analys av regressionsmodellerna	37
6. Slutsatser	40
6.1 Slutsats	40
6.2 Förslag till vidare forskning	41
Referenser	43
Tryckta källor	43
Vetenskapliga artiklar	44
Elektroniska källor	46

Figurförteckning

Diagram 1: Årsredovisningarnas omfattning per år	24
Diagram 2: Antalet sidor i delårsrapporter fördelat på kvartal och år	25
Diagram 3: Antalet nyckelord i årsredovisningar per år	26
Diagram 4: Nyckelordens utveckling i delårsrapporterna över tid	27
Diagram 5: Bid-ask spread för de undersökta tidpunkterna	28
Diagram 6: Bid-ask spread för de tre segmenten	28
Tabell 1: Beskrivande statistik för årsredovisningar	29
Tabell 2: Korrelationsmatris för variablerna avseende årsredovisningar	30
Tabell 3: Regression med SIDOR för årsredovisningarna	30
Tabell 4: Regression med SÖKORD för årsredovisningarna	31
Tabell 5: Regression med SIDOR och SÖKORD för årsredovisningarna	31
Tabell 6: Beskrivande statistik för delårsrapporter	32
Tabell 7: Korrelationsmatris för variablerna avseende delårsrapporter	32
Tabell 8: Regression med SIDOR för delårsrapporterna	33
Tabell 9: Regression med SÖKORD för delårsrapporterna	33
Tabell 10: Regression med SIDOR och SÖKORD för delårsrapporterna	34

Appendix

Appendix: Samtliga bolag i urvalet under perioden 2005-2009

1. Inledning

I kapitlet ges läsaren en inledande beskrivning av uppsatsens ämnesområde. Initialt presenteras bakgrund, vilken leder till en problemdiskussion som utmynnar i vår problemformulering. Vidare beskrivs syfte och avgränsningar. Slutligen presenteras en kapiteldisposition.

1.1 Bakgrund

För att besvara frågan om ett företags finansiella ställning och resultat är det nödvändigt att få tillgång till ekonomisk information från företaget. Arvidson et al. (2007) beskriver hur informationen sedermera kan användas för att ge svar på hur stora skulder bolaget åtagit sig, vilken lönsamhet bolaget uppvisar, om det finns likvida medel i företaget med mera. Vid en djupare analys kan användaren av den ekonomiska informationen även besluta om denne ska sälja eller köpa aktier i bolaget, om det finns möjlighet till utdelning från verksamheten eller om bolaget behöver be om riskkapital genom en nyemission inom en nära förestående framtid. Vidare har tidigare studier visat att ju mer information investerare och analytiker får tillgång till desto mer kvalificerad och samlad bedömning kan de göra av ett företags framtidsutsikter (se exempelvis Lang & Lundholm, 1993; Adhikaric et al., 2008).

Det har i flertalet akademiska studier, däribland Botosan (1997), påvisats att det finns ett samband mellan den information ett företag delger marknaden och företagets kostnad för eget kapital. Enligt Epstein (2009) kan ett företags kostnad för eget kapital förklaras som den förväntade avkastning investerare och analytiker har på företaget. Följaktligen sjunker företagets kostnad för eget kapital i samma takt som avkastningskravet från investerare och analytiker revideras ner. Vidare menar Botosan & Plumlee (2002) att en lägre kostnad för eget kapital kan uppnås genom att minska informationsasymmetrin mellan företag och investerare. En mer generös upplysningsnivå kan därför bidra till att minska informationsasymmetrin vilket också konstaterats bland annat i en studie av Healy & Palepu (2001).

För att ett samband mellan upplysningsnivå och kostnad för eget kapital ska föreligga krävs en fungerande marknad där olika aktörer kan mötas. Ur ett aktiemarknads-perspektiv sker detta vanligtvis på en reglerad marknad eller en handelsplattform. Healy & Palepu (2001) beskriver hur informationsgivningen från företagets sida är avgörande för att marknaden ska fungera effektivt. Den information som företag lämnar består delvis av finansiell information som är reglerad i lag men även av andra upplysningar vilka kan vara till nytta för ett företags intressenter. För att företagen ska kunna ge intressenterna någorlunda likvärdig information krävs lagar och regler kring hur informationsgivningen ska ske. Dessutom erfordras en harmoniserad redovisning som

bidrar till ökad jämförbarhet företagen emellan samt återspeglar en rättvisande bild av företagets finansiella ställning.

I takt med den ökade globaliseringen beskriver Marton et al. (2010) hur behovet av ökad harmonisering och samordning inom redovisningen växte fram. Framförallt förelåg en problematik kring jämförelsen av finansiell information från företag hemmahörande i olika länder. Detta kan enligt Epstein (2009) bidra till en ökad kapitalkostnad för företaget på grund av den osäkerhet främmande redovisningsregler innebär för en utländsk investerare. Som ett svar på problematiken argumenterar Epstein (2009) för en världsomfattande redovisningsstandard vilket följaktligen skulle eliminera den bristande förståelse olika redovisningsregler kan innebära för utländska investerare.

Idag utgörs internationell redovisning främst av två globala aktörer vilka har till uppgift att ge ut redovisningsstandarder. US GAAP ges ut av den amerikanska normsättaren FASB, vars geografiska räckvidd begränsas till Nordamerika. Dess betydelse är dock väsentlig då en stor del av den globala ekonomin kan hänföras dit. Den andra aktören utgörs av den internationella organisationen IASB vilka ger ut sina standarder i form av IFRS och tidigare IAS (Marton et al., 2010).

Sedan 2005 ska samtliga börsnoterade företag inom EU följa av EU antagna IFRS i sin koncernredovisning (IASB, 2009). Förutom IFRS ska noterade företag i Sverige även tillämpa vissa tilläggsupplysningar i form av RFR 1 – Kompletterande redovisningsregler för koncerner (FAR SRS, 2009). I samband med att IFRS antogs ökade också kravet på upplysningar och följaktligen måste mer information lämnas i de finansiella rapporterna än vad som tidigare var fallet med den nationella normgivningen (Daske, 2006). Utöver det ökade kravet på obligatoriska upplysningar från IFRS har de senaste åren också uppvisat en stark trend avseende frivilliga upplysningar (Peterson & Plenborg, 2006).

Knutson (1992) hävdar att av alla de upplysningar ett företag delger marknaden är årsredovisningen den absolut primära källan till information. Enligt Knutson (1992) är årsredovisningen den informationskälla som analytiker värdesätter mest av allt. Vidare beskrivs hur all övrig information kan betraktas som underordnad alternativt ett komplement till årsredovisningen. Ett sådant påstående står dock inte oemotsagt. Gröjer (2002) hävdar att årsredovisningens värder relevans befinner sig i en fallande trend. Detta, menar Gröjer (2002), delvis kan förklaras av att mycket av den ekonomiska informationen redan är känd när årsredovisningen offentliggörs.

1.2 Problemdiskussion

En av de primära anledningarna till att bolag väljer att gå från privatägt till publikt är anskaffning av kapital (Röell, 1996). Vidare torde en målsättning vara att erhålla riskkapital till en så låg kostnad som möjligt. Botosan (1997) med flera menar att detta uppnås genom att tillämpa en policy som innebär en generös informationsgivning till marknaden.

I samband med att företag väljer att notera sina aktier på en reglerad marknad kommer detta innebära en omfattande ökning av informationsgivning till marknaden. Inom EU ska samtliga företag som är noterade på en reglerad marknad upprätta sin koncernredovisning i enlighet med av EU antagna IFRS (IASB, 2009). För börsnoterade företag i Sverige omfattas de bolag som har värdepapper upptagna till handel på Nasdaq OMX Stockholm och Nordic Growth Market (Nasdaq OMX, 2011:1; NGM, 2011). För en notering på Nasdaq OMX Stockholm krävs en omfattande informationsplikt från företaget. Utöver den årliga koncernredovisningen krävs även att delårsrapporter ges ut i enlighet med IFRS, dessa rapporter ska offentliggöras kvartalsvis (Nasdaq OMX, 2011:1).

Utöver vad som anges i IFRS samt de krav som respektive börs begär består rapporteringen även av frivilliga upplysningar. Omfattningen av de frivilliga upplysningarna, vilka företagen återger i sina finansiella rapporter, följer således inga fastställda riktlinjer. Detta torde innebära att graden av upplysningar kan skilja sig betydligt mellan bolag beroende på hur mycket frivilliga upplysningar de anser nödvändiga. Dessutom finns ett inslag av frivillighet inom ramen för obligatoriska upplysningar. Både IAS 1 *Utformning av finansiella rapporter* och IAS 34 *Delårsrapportering* anger att syftet med standarderna är att ange minimikraven för innehållet i de finansiella rapporterna (IASB, 2009). Det finns följaktligen inget hinder mot att utvidga den information som anges i standardernas riktlinjer.

Elliot & Jacobson (1994) och Gröjer (2002) menar att en följd av den ökade upplysningsnivån innebär en ökad kostnad, för företagen vid framställandet av sådan information. Följaktligen är det relevant att väga kostnaden mot nyttan av den information företagen delger sina intressenter. Nyttan kan i sin tur enligt Botosan (1997) leda till ett minskat avkastningskrav på företagen då högre upplysningsnivå bidrar till minskad osäkerhet, lägre transaktionskostnader och en ökad efterfrågan på företagens värdepapper.

En relevant diskussion kan följaktligen vara att se till vilken nytta en ökad upplysningsnivå innebär för företagen. Följaktligen är det intressant att undersöka hur företagens kostnad för eget kapital, det vill säga avkastningskravet, påverkas av upplysningsnivån i årsredovisningar och delårsrapporter. Detta med beaktande av Gröjers (2002) resonemang om att aktiemarknaden redan tagit hänsyn till mycket av den information som ges ut i årsredovisningen. En förklaring till detta torde enligt oss vara att årsredovisningar ges ut med relativt lång fördröjning vilket innebär en tidsfrist upp till fyra månader efter räkenskapsårets utgång (Ds 2006:6). Delårsrapporter måste däremot enligt IAS 34, ta hänsyn till kravet på snabb information och ska ges ut med en tidsfrist om senast 60 dagar efter delårsperiodens slut (IASB, 2009). Detta medför att företag kan välja att tillhandahålla information i mindre omfattning i delårsrapporter än i årsredovisningen (IASB, 2009). Delårsrapporter behöver endast innehålla finansiella rapporter i sammandrag och vissa upplysningar i noter och ska främst spegla

omständigheter hänförliga till delårsperioden (IASB, 2009). Det finns följaktligen en betydande skillnad i omfattning och informationskrav i årsredovisningar gentemot delårsrapporter. Vad detta i praktiken innebär är av intresse att studera. Vidare är det relevant att begränsa undersökningen till när IFRS blev gällande för svenska börsnoterade företag eftersom införandet medförde en ökad upplysningsplikt.

Undersökningar som syftar till att studera sambandet mellan företags upplysningsnivå och kostnaden för eget kapital har, vilket framgår ovan, tidigare studerats. Gemensamt för dessa är att de, med vissa undantag (exempelvis Leuz & Verrecchia, 2000; Hail 2002; Petersen & Plenborg, 2006), ämnat undersöka den amerikanska aktiemarknaden. På grund av detta har US GAAP varit den redovisningsstandard som de finansiella rapporterna utformats efter. Vidare har de flesta undersökningar likställt upplysningsnivå med vad som framgår av årsredovisningen och ej beaktat övrig information, såsom delårsrapporter. Botosan & Plumlee (2002) utgör dock ett undantag där deras urval tog en bredare utgångspunkt.

1.3 Problemformulering

Med utgångspunkt i ovanstående problemdiskussion avses följande problemformulering studeras:

- ***Hur ser sambandet ut mellan avkastningskravet på eget kapital och upplysningsnivån i årsredovisningar respektive delårsrapporter?***

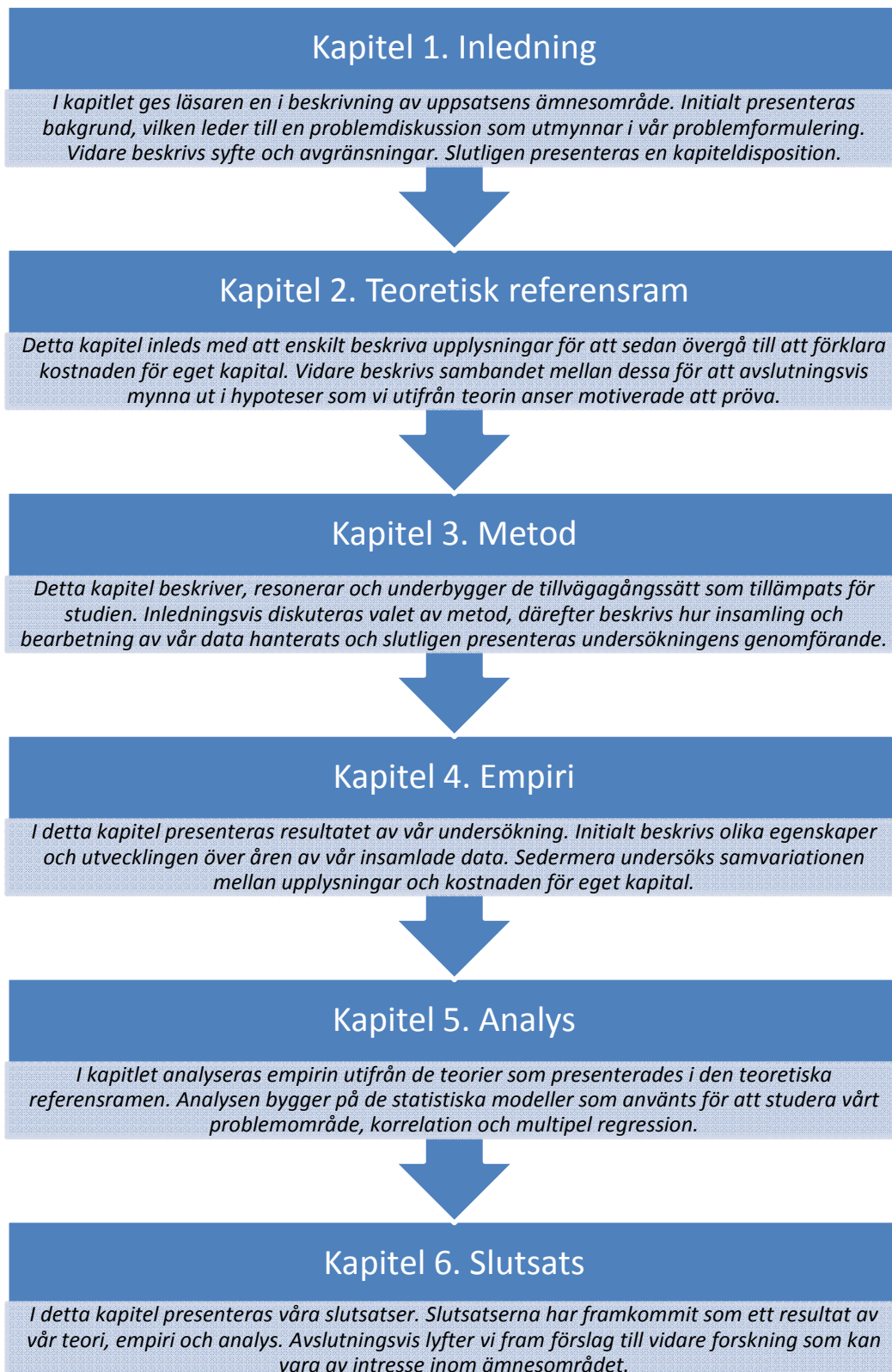
1.4 Syfte

Syftet är att identifiera eventuella samband mellan avkastningskravet på eget kapital och upplysningsnivån i företagets årsredovisningar och delårsrapporter för alla företag i Sverige vars aktie är upptagen till handel på Nasdaq OMX Stockholm. Vidare syftar studien till att utröna i vilken finansiell rapport som upplysningsnivån har stort påverkan på kostnaden för eget kapital.

1.5 Avgränsning

Studien avgränsas till de åren som IFRS har varit de redovisningsstandarder som ska tillämpas av svenska börsnoterade företag. Följaktligen avses perioden 1 januari 2005 till 31 december 2009. Anledningen till att finansiella rapporter avseende år 2010 inte har beaktats i denna undersökning beror på att samtliga årsredovisningar för 2010 inte fanns tillgängliga. Dessutom avgränsas studien till att endast omfatta bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Med detta avses listorna Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Således omfattas ej börsen Nordic Growth Market och övriga handelsplattformar i Sverige.

1.6 Disposition



2. Teoretisk referensram

Detta kapitel inleds med att enskilt beskriva upplysningar för att sedan övergå till att förklara kostnaden för eget kapital. Vidare beskrivs sambandet mellan dessa för att avslutningsvis mynna ut i hypoteser som vi utifrån teorin anser motiverade att pröva.

2.1 Upplysningar

Healy & Palepu (2001) beskriver hur information från företag såsom finansiella rapporter och övriga upplysningar är en central del av företagets kommunikation med marknaden. Dessutom menar författarna att företagets informationsgivning är avgörande för hur väl och effektivt kapitalmarknaderna fungerar. Healy & Palepu (2001) redogör för hur aktörerna på varje marknad söker efter en optimal fördelning mellan riskvilligt kapital och nya investeringar. Nya entreprenörer och befintliga företag ser gärna att hushållens och olika institutioners sparande investeras i just deras affärsidéer. Även om båda parter, investerare och företag, är intresserade av att göra affärer med varandra föreligger en matchningsproblematik. Anledningen kan hänföras till den informationsasymmetri som föreligger parterna emellan. Företagen kan sägas ha ett informationsövertag gentemot investerare då de rimligtvis har bättre kunskap om de projekt som pågår inom företaget. Vidare uppstår en principal-agent problematik när utomstående investerare inte har för avsikt att aktivt delta i styrningen av bolaget vilket föranleder ett behov av insyn i företaget.

Healy & Palepu (2001), Kothari et al. (2009) menar att det finns goda skäl att anta att informationsasymmetrin och konflikten mellan agenter och principaler ligger till grund för en ökad efterfrågan på finansiella rapporter och övriga upplysningar. För övrigt beskriver Healy & Palepu (2001) att det krävs normgivare, tillsynsmyndigheter och andra mellanhänder såsom revisorer och finansanalytiker vilka granskar den informationen som ges ut av företagen för att den ska anses trovärdig.

2.1.1 Informationsasymmetri

Akerlof (1970) menar att det uppstår ett problem när båda parter inte har tillgång till likvärdig information. Informationsasymmetrin leder enligt Akerlof (1970) till mindre effektiva marknader alternativt till att marknaden upphör att existera. Problematiken kan klagöras genom en exemplifiering. Pondera att en investerare står inför valet att investera i två olika företag¹. Investeringen i företag A antas vara lönsam medan investeringen i företag B antas vara olönsam. Parterna kommer värdera investeringen utifrån den information som finns att tillgå. Om det, givet den information som finns att tillgå, inte går att skilja investeringarna åt ur ett värderingsmässigt och rationellt perspektiv, kommer investeringarna värderas lika utifrån en genomsnittlig nivå. Utifrån exemplet leder det till att vissa lönsamma investeringar genomgående kommer att

¹ I George A. Akerlofs berömda artikel *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* används bilmärknaden som exempel för att illustrera problematiken kring asymmetrisk information.

undervärderas och andra, olönsamma investeringar, genomgående övervärderas givet bristen på information.

För att motverka osäkerheten argumenterar Akerlof (1970) för olika åtgärder. Vid köp av produkter nämns garantier och värdet av ett starkt varumärke som medel för att skilja bra produkter från dåliga. I fallet med kapitalmarknader nämner Healy & Palepu (2001) olika former av reglering för att komma åt problemen. På grund av informationsasymmetrin finns dessutom ett behov av mellanhänder, vilka kan vara behjälpliga vid bedömningen av en investering. Som exempel nämner Healy & Palepu (2001) finansanalytiker och värderingsinstitut.

Ytterligare argument för att intressenter behöver tillgång till information kan enligt Healy & Palepu (2001) hänföras till principal-agent problematiken. Vanligtvis har investerare (principal) inte för avsikt att spela en aktiv roll i ett företags styrning. När investeringen väl är genomförd överlämnas ansvaret vanligen till företagets ledning (agenten). Följaktligen uppstår risken att agenten använder pengarna till annat än vad som var avsett. Healy & Palepu (2001) nämner exempel som att pengarna används till omotiverat höga ersättningar eller till investeringar som är riskfyllda och riskerar att vara skadliga för principalen.

Jensen & Meckling (1976) menar att så länge avtalen mellan principalen och agenten inte är utformade så att båda har en maximal nytta av det kommer problemen kvarstå. Båda parter kommer då försöka finna sätt att maximera sin egen personliga vinning. Att agenten, utan incitament, skulle sträva efter att maximera principalens nytta är inte rimligt att anta. Detta ger upphov till vad Jensen & Meckling (1976) beskriver som agentkostnader. Generellt kan agentkostnaderna sammanfattas som summan av de kostnader som är förenade med att agenten och principalens intressen skiljer sig åt.

Som en del i övervakningen av agenten beskriver Godfrey et al. (2006) hur principalen löpande kräver information av agenten i form av finansiella rapporter för att bedöma prestationen från agentens sida och kontrollera att denne har agerat i enlighet med principalens intressen. Healy & Palepu (2001) anger också att styrelsens uppgift består i att granska att agenterna agerar efter principalernas uppsatta mål. Vidare utförs övervakningen även av ett antal mellanhänder. Healy & Palepu (2001) menar att finansanalytiker har att ta ställning till om agenten kan påstås ha missbrukat företagets resurser.

2.1.2 Vad som påverkar nivån av upplysningar

Tidigare studier har också undersökt vad som styr informationsgivningen hos olika företag. Ahmed (1995) har analyserat 23 studier för att identifiera egenskaper hos företag som är avgörande för den mängd upplysningar som lämnas. Ahmed (1995) kommer fram till fyra avgörande egenskaper som positivt korrelerar med upplysningsmängden. Den första egenskapen som anges är företagets storlek. Lang & Lundholm (1993), vilka också har identifierat storleken på företaget som en viktig

egenskap för upplysningsnivån, förklarar detta med att större företag också omfattas av ett mer omfattande regelverk. Exempelvis menar Lang & Lundholm (1993) att stora respektive små företag vanligtvis har olika normsättare som anger riktlinjerna för de obligatoriska upplysningarna. Den andra egenskapen, identifierad av Ahmed (1995), hänförs till vilken börs företaget är noterat på. Följaktligen anges att upplysningsmängden är större om aktien handlas på en välrenommerad börs. Ett sådant utfall överensstämmer också med Botosan (1997) vilket ger ett liknande resultat. Som tredje och fjärde egenskap anger Ahmed (1995) revisionsbyråns storlek respektive vilken kapitalstruktur företaget har. Dessutom menar Botosan (1997) att upplysningsnivån också varierar mellan olika branscher. Som exempel nämns hur läkemedelsindustrin vanligtvis redovisar mycket omfattande information kring deras forskning och utveckling av olika produkter.

Vidare menar Lang & Lundholm (1993) att upplysningsnivån i årsredovisningar också kan hänföras till mängden upplysningar som rapporteras i andra sammanhang. Deras studie finner ett samband mellan omfattningen på årsredovisningarna och den mängd information företagen lämnar genom övriga informationskanaler. Även detta resonemang kan delvis förklaras av företagets storlek. Lang & Lundholm (1993) beskriver hur kostnaden för att sprida information är högre för små företag eftersom affärsmedia är mer benägna att rapportera om stora företag samt att analytiker i större utsträckning väljer att närvara på de stora företagens informationsmöten. Dessutom konstaterar Previts et al. (1994) att investerare som efterfrågar information från mindre företag ofta får förlita sig på egna bedömningar av de finansiella rapporterna, då övriga upplysningar i regel är svårt att tillgå. Enligt Botosan (1997) leder detta till att mindre företags årsredovisningar utgör en betydande del av deras totala upplysningsmängd och spelar således en avgörande roll i kommunikationen med marknaden.

Ytterligare en aspekt som visat sig betydelsefull för upplysningsmängden kan hänföras till nyemissioner. Lang & Lundholm (2000) har undersökt hur omfattningen av upplysningarna förändras vid nyemissioner. Studien visar att företagen då tenderar att förändra sin informationspolicy. Lang & Lundholm (2000) identifierar en avsevärd ökning av upplysningar med början sex månader före emissionen av aktier.

2.1.3 Problem relaterade till en ökad upplysningsnivå

Med hänvisning till den teoretiska forskningen och de studier som genomförts tidigare visar en betydande del en gynnsam effekt av en ökad informationsgivning. Dock belyser Elliott & Jacobson (1994) att det även finns nackdelar associerade med en mer omfattande informationsgivning som måste beaktas. Elliott & Jacobson (1994) nämner tre kostnader som stiger i takt med en ökad informationsgivning från företagets sida. En av kostnaderna utgörs av framställningen av informationen. Elliott & Jacobson (1994) menar att denna kostnad främst består av insamling, bearbetning, granskning samt publicering av informationen. Det är dock viktigt att skilja på kostnader förenad med

intern information, vilket ändå skulle tagits fram för den löpande verksamheten, och kostnader för information som adresseras till externa intressenter. Dessutom menar Lang & Lundholm (1993) att en viss skillnad hänförlig till företagets storlek också kan belysas. Större företag får i högre grad mer publicitet i affärsmedia och genom analytiker vilket således utgör information som de själva inte producerar. Följaktligen beskriver Lang & Lundholm (1993) att kostnaderna för att sprida informationen till olika intressenter kan vara högre för små företag.

Vidare beskriver Elliott & Jacobson (1994) hur en ökad informationsgivning kan leda till kostnader som är förenade med rättstvister och stämningar. Detta kan uppkomma när företag ger ut ytterligare information i form av kommentarer och prognoser om framtiden. Något som investerare senare kan komma att missbedöma och stämma företaget för att ha publicerat vilseledande information. Emellertid poängterar Elliott & Jacobson (1994) att dessa kostnader inte är vanligt förekommande och närmast står i kontrast till antagandet om att antalet stämningar minskar i takt med att företag ger ut ytterligare information. Dessutom menar Plenborg & Petersen (2006) att denna form av rättsliga kostnader är vanligare i USA än i många andra länder.

Den tredje nackdelen med att tillhandahålla mer omfattande information betecknar Elliott & Jacobson (1994) som konkurrensskäl. Författarna beskriver hur publicering av viss information kan skada ett företags framtida intjäningsförmåga genom att informationen kan gynna företagets konkurrenter. De kategorier av information som främst kan skapa konkurrensnackdelar ifall den publiceras är enligt Elliott & Jacobson (1994) information om teknologi, innovationer och strategier. Ett av författarnas exempel på detta är om ett företag publicerar information om nya potentiella marknader så kan detta leda till att konkurrenter etablerar verksamhet där. Främst är det tidpunkten för informationens publicering som är avgörande för om informationen kan anses skada bolaget. Till exempel kan ett företags strategier visa sig genom handlingar och information om strategin kan då ej längre leda till konkurrensnackdelar eftersom de numera är kända av marknaden.

2.2 Kostnad för eget kapital

Enligt Ross et al. (2008) kan ett företags kostnad för eget kapital likställas med den förväntade avkastning som investerare och analytiker har på företaget. Avkastningskravet på företaget motsvarar således den kompensation investerare begär i ersättning för att investera i företaget och därmed bära den risk som är associerad med ägandet. Vidare beskriver Elliot & Jacobson (1994) att avkastningskravet är en sammantagen uppskattning av de risker en investerare utsätts för i samband med köp och innehav av ett företags aktier. Den sammantagna risken investerare exponeras för beror i sig på ett antal olika delkomponenter.

Elliot & Jacobson (1994) redogör för hur kostnaden för eget kapital utgörs av tre olika riskkomponenter. Den första riskkomponenten är den riskfria räntan vilket vanligtvis

definieras som avkastningen på statsobligationer. Enligt en årlig undersökning gjord av PwC (2011) använde sig 79 procent av de tillfrågade respondenterna av räntan på 10-åriga svenska statsobligationer som referensränta till den riskfria räntan vid fastställandet av avkastningskravet på aktier. Den andra riskkomponenten enligt Elliot & Jacobson (1994) är den ekonomiska risken. Den ekonomiska risken utgörs av företagets affärsrisk och finansiella risk. Denna riskkomponent är högst beroende av vilken typ av verksamhet företaget driver och hur företagets kapitalstruktur är uppbyggd. Följaktligen kan den ekonomiska risken skilja sig avsevärt mellan företag beroende på vilka grunder investerare bedömer företaget utifrån. Den tredje riskkomponenten är enligt Elliot & Jacobson (1994) informationsrisken vilket följer av att investerare kräver ersättning på grund av det informationsunderläge de har gentemot företaget. Denna risk grundar sig i problematiken kring informationsasymmetri.

Dessutom argumenterar Epstein (2009) för ytterligare en riskkomponent vilken benämns redovisningsrisk. Redovisningsrisken utgörs av risken att investerare kan ha svårt att tillgodogöra sig informationen i de finansiella rapporterna i de fall företag använder sig av, för investerare, främmande redovisningsstandarder. Grunden till denna riskpremie kan enligt Epstein (2009) förklaras av globaliseringen av de finansiella marknaderna där problemet utgörs av avsaknaden av en världsomfattande redovisningsstandard.

De riskkomponenter som beskrivits utöver den riskfria räntan kan med ett samlingsnamn benämnas marknadsriskpremie. I PwCs (2011) studie angavs marknadsriskpremien, utifrån respondenternas svar, till 4,5 procent. Vidare uppgick den riskfria räntan vid perioden till räntan 3,3 procent, vilket utgörs av räntan på 10-åriga svenska statsobligationer. Följaktligen uppgår det genomsnittliga avkastningskravet för aktier noterade på Nasdaq OMX Stockholm till 7,8 procent. Tidigare års undersökningar visar på att marknadsriskpremien varierar mellan 4,3 till 5,3 procent för perioden 2005-2009. Studien visar också på att respondenterna anger olika marknadsriskpremier beroende på vilken storlek, mätt som börsvärde, företaget har. Noterbart är att respondenterna fått utgå från ett betavärde om 1 vid beräkningarna (PwC, 2011).

Att exakt mäta ett företags kostnad för eget kapital kan dock vara svårt då de enligt Francis et al. (2005) är ett mått på förväntad avkastning snarare än realiserad vilket innebär att måtten har ett högt inslag av uppskattningar och bedömningar. Följaktligen är den förväntade avkastningen ett resultat av den bästa bedömningen som kan göras för tillfället.

2.3 Upplysningsnivåns påverkan på aktiemarknaden

Easley & O'Hara (2004) beskriver hur en central del av ett företags beslutsfattande idag utgörs av metoder för att sänka avkastningskravet på företaget. Vidare menar Lambert et al. (2007) att kopplingen mellan redovisningsinformation och kapitalkostnaden är ett av de mest fundamentala sambanden inom redovisning. Detta har föranlett en rad olika

principer för att hjälpa företagen sänka kostnaden för eget kapital. Exempelvis beskriver Masulis & Shivakumar (2002) hur marknadsstrukturer på olika börser inverkar på kapitalkostnaden för företag². Ett företags aktiekurs anpassar sig följaktligen snabbare till ny information på börser med mer effektiva handelssystem. Ytterligare tillvägagångssätt är exempelvis införandet av en enhetlig redovisningsstandard. Epstein (2009) argumenterar för att en global redovisningsstandard skulle komma att leda till sänkta avkastningskrav från investerare och analytiker. Epstein (2009) hävdar även att investerare accepterar en lägre avkastning när osäkerheten kring investeringen är lägre. En ökad förståelse, som en världsomfattande redovisningsstandard skulle bidra till, skulle följaktligen minska osäkerheten som främmande redovisningsregler är behäftade med och således sänka avkastningskravet. En stor del av sambandet har dock visat sig kunna hänföras till de upplysningar ett företag lämnar till marknaden och nivån på kostnaden för eget kapital.

Kothari et al. (2009) menar att sambandet mellan upplysningar och ett företags kostnad för eget kapital har påvisats genom mångårig teoretisk forskning. Kothari et al. (2009) beskriver hur tidigare litteratur presenterar två olika förklaringar till varför upplysningar påverkar kostnaden för eget kapital. Vidare redogör bland annat Botosan (1997) för hur de två förklaringsmodellerna utgör grunden för upplysningars påverkan på avkastningskravet.

Den första förklaringsmodellen hävdar att en ökad upplysningsnivå minskar den osäkerhet som är förknippad med att bedöma en tillgångs avkastning. Kothari et al. (2009) beskriver hur mer information hjälper investerare att minska osäkerheten vid bedömningen av ett företags avkastningspotential vilket i sin tur sänker kostnaden för eget kapital.

Vidare bygger den andra förklaringsmodellen på att en ökad upplysningsnivå leder till en ökad likviditet på aktiemarknaden som därmed minskar kostnaden för eget kapital. Detta sker antingen genom att reducera transaktionskostnaden eller genom att öka efterfrågan på företagets aktier (Botosan, 1997). Ross et al. (2008) beskriver att en allmänt etablerad uppfattning är att det finns ett negativt samband mellan kapitalkostnad och likviditet. En hög likviditet leder således till lägre kapitalkostnader. Vidare definierar Ross et al. (2008) en likvid aktie som en aktie vilken är billig att handla med, det vill säga har en låg transaktionskostnad. Transaktionskostnaden utgörs av courtage, bid-ask spread och market impact cost. Courtage är den avgift en aktiemäklare tar ut för att köpa alternativt sälja aktier å en klients vägnar. Bid-ask spread består av differensen mellan köp- och säljkurs på aktien. Desto lägre denna differens är ju lägre blir kostnaden för att handla med aktien. Den sista komponenten menar Ross et al. (2008) utgörs av market impact cost vilket innebär den risk som är förknippad med köp

² Studien visade på att Nasdaqs handelssystem var särskilt snabbt och effektivt i förhållande till övriga handelsplatser i undersökningen.

och försäljning av stora börsposter. Om avslutskursen ligger nära bid-ask spreads medelvärde innebär det att market impact cost är låg då aktien är lätt att omsätta och således anses likvid.

Den senare förklaringsmodellen stöds främst genom forskning av Amihud & Mendelson (1986) och Diamond & Verrecchia (1991). Amihud & Mendelson (1986) menar att företag vars aktier har en större bid-ask spread också har en högre kostnad för eget kapital eftersom investerare kräver kompensation för den ökade transaktionskostnad detta medför. Resonemanget stöds även av Welker (1995) vars studie visade på ett negativ samband mellan mängden upplysningar och ett företags bid-ask spread. Vidare hävdar Diamond & Verrecchia (1991) att en ökad mängd upplysningar minskar informationsasymmetrin mellan företag och investerare. En minskad informationsasymmetri, vilken leder till lägre osäkerhet, kommer innebära en större efterfrågan på företagets värdepapper vilket förklaras av en ökad likviditet i aktien.

För att beräkna informationsasymmetrin hävdar Leuz & Verrecchia (2000) att bid-ask spread kan användas som en approximation. Leuz & Verrecchia (2000) undersökte hur kostnaden för eget kapital påverkades vid övergången från nationella redovisningsregler till IFRS/IAS eller U.S. GAAP. Urvalet omfattade tyska bolag vilka tidigare hade redovisat i enlighet med tyska redovisningsregler där upplysningskraven i förhållande till IFRS/IAS och U.S. GAAP var relativt låga. Studien visade att företagets bid-ask spread minskade i samband med övergången från nationella till internationella redovisningsstandarder.

I en senare studie av den tyska marknaden undersökte Daske (2006) hur kostnaden för eget kapital påverkades av övergången från tyska redovisningsregler till IFRS/IAS eller U.S. GAAP. Daske (2006) fann dock inga empiriska bevis som gav stöd åt antagandet att redovisning med internationella redovisningsstandarder skulle medföra en lägre kostnad för eget kapital. Detta är tvärt emot vad Epstein (2009) argumenterar för då en global redovisningsstandard borde leda till att öka förståelsen för redovisningen för utomstående investerare och därmed minska osäkerheten.

Botosan (1997) undersökte i sin studie om en högre upplysningsnivå i företagens årsredovisningar bidrog till en lägre kostnad för eget kapital. Resultatet visade sammantaget på att det fanns ett negativt samband mellan upplysningsnivån och kostnaden för eget kapital. Botosan (1997) identifierade dock ett antal viktiga skillnader i det urval som användes. För större företag tenderade upplysningsmängden i årsredovisningarna vara av lägre betydelse för avkastningskravet än för mindre företag. Som förklaring menar Botosan (1997) att årsredovisningen för mindre företag utgör en betydande del av den totala kommunikationen med marknaden. Undersökningen studerade amerikanska företag i en sektor under ett enskilt år.

I en senare studie av Botosan & Plumlee (2002) utökades urvalet till att även inkludera andra informationskanaler utöver företagets årsredovisning. Studien tog bland annat

hänsyn till företagens delårsrapporter. Tvärtemot vad Botosan & Plumlee (2002) förväntade sig ledde en hög upplysningsnivå i delårsrapporterna till en högre kostnad för eget kapital. Resultatet står enligt författarna i motsats till vad teorin förutspår där omfattande upplysningar torde leda till lägre avkastningskrav. Orsaken menar Botosan & Plumlee (2002) kan hänföras till argumentationen om att en intensivare rapportering leder till en högre volatilitet i aktien och därmed stiger också kostnaden för eget kapital. Studien omfattade 668 företag fördelade på 43 sektorer under en tidsperiod om 10 år.

Vidare har Petersen & Plenborg (2006) visat att sambandet mellan upplysningsnivå och kostnaden för eget kapital även kan appliceras på mindre marknader. Studien omfattade bolag noterade på Copenhagen Stock Exchange och uppvisade liknande resultat som tidigare studier gjort på större börser. Även Petersen & Plenborg (2006) använde bid-ask spread som en approximation på informationsasymmetrin vilket utgör en komponent i avkastningskravet. I studien undersöktes 36 företag inom en sektor under fyra år.

Ytterligare en studie som tillämpat bid-ask spread som approximation för informationsasymmetrin utgörs av Welker (1995). Welker (1995) undersökte hur relationen mellan bid-ask spread och upplysningar förändrades beroende på vilken kvalitet upplysningarna var av. Studien visade att företag med de mest omfattande upplysningarna erhöll en bid-ask spread som var 50 procent lägre än företag med de minst omfattande upplysningarna. Urvalet bestod av 427 företag fördelade på 28 olika sektorer under perioden 1983-1990.

I en studie av Hail (2002) avgränsades upplysningsnivån till att endast omfatta frivilliga upplysningar. Urvalet utgjordes av 73 företag noterade på Swiss Exchange och studerades under ett enskilt år. Även när undersökningen avgränsades till att enbart innefatta frivilliga upplysningar var resultatet i linje med tidigare studier. Företag med en högre grad av frivilliga upplysningar sänkte sin kostnad för eget kapital med mellan 1,8 till 2,4 procent i förhållande till de med lägst nivå av frivilliga upplysningar (Hail, 2002).

2.4 Hypoteser

Med utgångspunkt i den teoretiska referensram som presenterats ovan och med beaktande av vår problemdiskussion har vi utformat två hypoteser för att besvara frågeställningen. Då vi avser att undersöka skillnaden mellan årsredovisningar och delårsrapporter kommer vi använda oss av separata hypoteser för dessa. Följande hypoteser är motiverade att pröva:

H₁: *Det föreligger ett negativt samband mellan upplysningsnivån i företagens årsredovisningar och kostnaden för eget kapital.*

H₂: *Det föreligger ett negativt samband mellan upplysningsnivån i företagens delårsrapporter och kostnaden för eget kapital.*

3. Metod

Detta kapitel beskriver, resonerar och underbygger de tillvägagångssätt som tillämpats för studien. Inledningsvis diskuteras valet av metod, därefter beskrivs hur insamling och bearbetning av vår data har hanterats och slutligen presenteras undersökningens genomförande.

3.1 Val av undersökningsmetod

Genomförandet av en undersökning förutsätter att information samlas in, analyseras, tolkas och presenteras. Om den insamlade informationen kan uttryckas i siffror, antal och mängd anses den kvantitativ medan ord, text och bilder symboliseras som kvalitativ (Christensen et al. 2001). Vår insamlade information har olika egenskaper då den består av både siffror och ord. Christensen et al. (2001) beskriver vidare att gränsdragningen är svår att göra eftersom det är fullt genomförbart att räkna antalet ord i ett datamaterial, det vill säga kvantifiera det kvalitativa. Av detta består en av våra undersökningsvariabler i studien. Det är således, enligt Christensen et al. (2001), relevant att se till hur det insamlade datamaterialet används och vad det avser att representera för att bestämma valet av metod.

En kvantitativ metod avser enligt Bjereld et al. (2009) att kvantifiera det insamlade materialet för att om möjligt utröna mönster mellan olika kategorier, vilket är i linje med vår avsikt. Vidare beskriver Christensen et al. (2001) hur den kvantitativa metoden främst är inriktad mot statistiska beräkningar vilka syftar till att mäta, fastställa och upptäcka samband. Det är emellertid viktigt att betona att gränsdragningen mellan kvantitativ och kvalitativ metod inte är okomplicerad vilket beskrivs av Bjereld et al. (2009, s. 119): *"Varje enskild kvantitativ studie bygger på icke-kvantitativa eller kvalitativa antaganden"*. Då vi avser att kvantitativt räkna antalet sidor i årsredovisningar och delårsrapporter utgår vi från grundantagandet att antalet sidor i de finansiella rapporterna korrelerar med kvaliteten i rapporterna. Så är naturligtvis inte fallet i varje enskild observation men då studien avser att dra generaliserande slutsatser utgår vi från att sambandet föreligger på en övergripande nivå. Vi finner också stöd för vårt antagande då Botosan (1997) menar att flertalet forskare är överens om att kvantitet och kvalitet positivt korrelerar med hänseende till upplysningar i de finansiella rapporterna. Beretta & Bozzolan (2004) menar däremot att kvantiteten inte är en tillfredsställande approximation för kvaliteten eftersom det endast visar på hur mycket information som publiceras och inte besvarar vad som informeras och hur det presenteras. I motsats poängterar Botosan (2004) att värdera kvaliteten i upplysningarna på ett annat än kvantitativt vis, bygger på subjektiva bedömningar från den som granskar rapporterna. Det leder i sin tur till att den som bedömer kvaliteten utgår från att alla intressenter har likartade preferenser vilket är ett antagande som inte visat sig stämma. Botosan (1997) belyser i sin studie hur analytiker och privata investerare värdesätter upplysningar olika. Exempelvis efterfrågar analytiker i högre

grad historiska siffror medan privata investerare mer intresserar sig för prognoser från företagets ledning. Diskussionen belyser en del av de svårigheter och den problematik som är behäftad med kvalitet kontra kvantitet i upplysningarna. I denna studie kommer vi följaktligen utgå från att kvalitet är en funktion av kvantitet och att dessa positivt korrelerar.

Genom att kvantitativt studera företagens finansiella rapporter, delvis genom att räkna antalet sidor, har vi i det avseendet inte subjektivt värderat innehållet i rapporterna. Följaktligen har vi inte tagit hänsyn till vilken information de olika sidorna i årsredovisningen och delårsrapporterna utgörs av. En problematiserande faktor med en sådan ansats är att delar av vårt datamaterial kommer bestå av brus såsom reklam för företagets produkter och tjänster. Det senare har även belysts av Gröjer (2002) som liknar årsredovisningen vid ett marknadsföringsinstrument. Vi har dock utgått från att genom att tillämpa ett omfattande urval kommer vi ändå kunna identifiera underliggande trender. Därutöver består vår andra undersökningsvariabel av att kvantitativt beräkna ett antal utvalda nyckelord vilket i det hänseendet ger ett inslag av subjektivitet i studien.

3.2 Datainsamling

En studie som avser att undersöka företag över en tidsperiod benämns enligt Christensen et al. (2001) tidseriestudie. Befring (1994) beskriver hur tidseriestudier inte endast refererar till en enskild tidpunkt utan till flera. Vår studie syftar till att återkommande, det vill säga vid varje rapportperiod, samla in information om samtliga företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm under tidsperioden 2005-04-11³ till 2011-01-27⁴. För att få tillgång till nödvändig information har en förutsättning varit att de undersökta företagen varit noterade på Nasdaq OMX Stockholm vid studiens genomförande⁵. Däremot har vi inte ansett det nödvändigt att bolagen ska varit noterade under hela undersökningsperioden. Följaktligen har ett antal företag tillkommit under åren på grund av nyintroduktioner, listbyten och avknoppningar. Urvalet har gjorts med beaktande av att samtliga företag på Nasdaq OMX Stockholm ska redovisa i enlighet med av EU antagna IAS/IFRS (Nasdaq OMX 2011:1). Det är vidare en allmän uppfattning att kravet på upplysningar ökade i samband med införandet av IASBs redovisningsstandarder (Daske, 2009). Vi anser det därför motiverat att använda det år som IAS/IFRS infördes som utgångspunkt för studien.

Vid insamlandet av data har vår undersökning uteslutande bestått av sekundärdata. Studien har inte motiverat behovet av primärdata då all nödvändig information funnits tillgänglig genom extern sekundärdata. Till en början bestod vår insamling av information till den teoretiska referensramen vilket inhämtades främst från

³ Tidpunkten för den första IFRS-baserade delårsrapporten.

⁴ Tidpunkten för den i undersökningen sist utgivna delårsrapporten.

⁵ april/maj 2011.

vetenskapliga artiklar. För detta användes fulltextdatabaser såsom Science Direct, Wiley och JSTOR vilka publicerar artiklarna i sin helhet. Initialt användes sökord som cost of capital, cost of equity, disclosure och bid-ask spread. Vidare fann vi information genom att orientera oss igenom referenser till de vetenskapliga artiklar vi inledningsvis tog del av. Dessutom använde vi oss av möjligheten att söka efter de artiklar som ofta hade referats till i andra studier inom ämnet vilket säkerställde att många av de källor som använts får anses tillförlitliga då de i litteraturen återkommande refererats till dem.

Datainsamlingen till vår empiriska undersökning startade initialt genom att inhämta en lista över samtliga bolag, vid tidpunkten noterade på Nasdaq OMX Stockholm, vilket uppgick till 251 stycken. För detta användes Nasdaq OMX hemsida vilken utgör primärkälla till informationen. På detta sätt kunde hela vår målpopulation samlas in utan risk för bortfall i urvalet (Nasdaq OMX, 2011:2). Vidare sorterades bolagen in efter vilket segment de tillhör, vilka utgår från börsvärdet⁶ samt vilken sektor de delas in efter, i enlighet med GICS-standard⁷. Därefter samlades alla årsredovisningar, som gick att få tag i, in elektroniskt. Detta skedde uteslutande genom företagets hemsidor vilket var lämpligt då Nasdaq OMX kräver att företagen publicerar finansiell information minst fem år tillbaka i tiden (Nasdaq OMX, 2011:1). Vanligtvis valde även företagen att tillhandahålla rapporter via hemsidan vilka var äldre än fem år. För de bolag som inte redovisade information för fem år tillbaka i tiden innebar det att ett antal observationer saknades gentemot vår målpopulation. Dessutom skedde ytterligare bortfall då vissa företag hade såpass begränsad historik på börserna att någon årsredovisning tillsammans med delårsrapporter inte hade offentliggjorts under tidsperioden. Sammanlagt insamlades 1 050 årsredovisningar fördelade på 228 bolag in till vår empiri. Avseende delårsrapporterna samlades även dessa in i elektronisk form genom företagets hemsidor. Delårsrapporterna uppgick till 3 953 till antalet. Gentemot vår målpopulation innebar detta ett bortfall om 22 årsredovisningar och 213 delårsrapporter vilket resulterade i en insamlingsfrekvens på drygt 95 procent. Vidare nödvändiggör vår undersökning att vi kartlägger tidpunkten för när samtliga årsredovisningar och delårsrapporter offentliggjordes till marknaden. För detta ändamål använde vi oss av Stockwatch⁸ vilket möjliggör att se tidpunkten för samtliga pressmeddelanden utgivna av företagen för den tidsram vi är intresserade av (Stockwatch, 2011). På så sätt fick vi tillgång till datum för när samtliga delårsrapporter och en övervägande del av årsredovisningarna i undersökningen offentliggjordes. För de 16 procent av årsredovisningarna som inte kunde fastställas på detta sätt tillämpade vi datumet då dokumentet skapades. Detta visade sig genom stickprov vara relativt tillförlitligt. Nästa

⁶ Large Cap > 1 miljard euro, Mid Cap mellan 150 miljoner euro till 1 miljard euro, Small Cap < 150 miljoner euro. Segmenten revideras två gånger per år.

⁷ GICS, Global Industry Classification Standard är utvecklad av Morgan Stanley Capital International och Standard & Poor's. GICS-standard⁷ är ett globalt klassificeringsverktyg som innefattar 10 sektorer.

⁸ Initialt kontaktades Nyhetsbyrån Direkt och SIX AB vilka inte hade sådan statistik tillgänglig.

steg bestod i att samla in bid-ask spread, det vill säga vilken köp- och säljkurs företagets aktier stängde till under de dagar de finansiella rapporterna offentliggjordes. För detta ändamål användes databasen Thomson Reuters Datastream. Genom Datastream fick vi även tillgång till information om företagets storlek, beräknat som börsvärde, samt betavärdet för de noterade aktierna vid de aktuella åren. Varför detta är av intresse beskrivs senare i detta kapitel.

Då vårt urval enbart omfattar företagets finansiella rapporter, det vill säga årsredovisningar och delårsrapporter, kommer studien inte fånga in upplysningar som lämnas genom andra informationskanaler. Healy & Palepu (2001) beskriver hur företag utöver de ovan angivna obligatoriska upplysningarna även kan delge marknaden information i form av evenemang såsom kapitalmarknadsdagar, pressmeddelanden, information genom företagets hemsidor och övriga rapporter utgivna av bolagen. Dessutom kan intressenter få information från andra källor såsom finansanalytiker, branschexperter och media. Vi anser dock att vårt urval ändå kommer ge en viss vägledning kring hur företagets totala upplysningsgrad förhåller sig. Detta med beaktande av Lang & Lundholm (1993), Petersen & Plenborg (2006) vars studier visar på att om företagen är generösa avseende informationsmängden i årsredovisningen är detta också applicerbart på den övriga kommunikationen med marknaden.

3.3 Studiens genomförande

Då vår studie bygger på två olika undersökningsvariabler, vilka ska tillämpas mot samtliga årsredovisningar och delårsrapporter under den valda undersökningsperioden, är det nödvändigt att formulera ett antal val som upprättats. Vad gäller sidantalet i de finansiella rapporterna kommer dessa, som tidigare nämnts, att beaktas på ett objektivt sätt där inga värderingar av sidornas innehåll påverkar antalet. Vår andra variabel bygger däremot på ett antal utvalda nyckelord vilka ämnar ge en fingervisning om företagets ambitionsnivå vad gäller genomlysningen i de finansiella rapporterna. Nyckelorden har delvis valts utifrån egna preferenser men även litteraturen har varit vägledande i våra val.

3.3.1 Val av nyckelord

Tidigare studier, vilka ämnar bedöma innehållet i de finansiella rapporterna, har upprättat särskilda upplysningsindex (se exempelvis Botosan, 1997; Kristandl & Bontis, 2007; Cheung et al., 2010). Indexen fungerar som ett ramverk på centrala områden vilka enligt författarna utgör relevant information vid bedömningen av företagen. Botosan (1997) använder sig av fem övergripande ämnen i sitt index. Dessa kan i korthet beskrivas som bakgrundsinformation om företaget, summering av historiska resultat, statistik över icke-finansiell information, prognoser om framtiden och företagsledningens diskussioner och analyser. Inom varje ämne har sedan ett antal undergrupper formulerats vilka syftar till att mer djupgående studera innehållet i de finansiella rapporterna.

Vår bedömning vilar på enskilda ord i delårsrapporterna och årsredovisningarna men vi har i möjligaste mån beaktat ovanstående upplysningsindex vid valet av nyckelord. Vi anser det dock inte möjligt att helt undvika personliga preferenser vid valet av nyckelord vilket innebär en obestridlig subjektivitet till undersökningen. Detta menar Kristandl & Bontis (2007) inte är möjligt att undvika vid denna form av studier. Vidare har vi valt att inte låta nyckelorden ha olika stor betydelse i summeringen av antalet ord. Detta i enlighet med Kristandl & Bontis (2007) vilka menar att ett vägt index tillför ytterligare brus och subjektivitet till studien. Dessutom har vi, i möjligaste mån, försökt undvika alltför företags- alternativt branschspecifika nyckelord vilket skulle gynna vissa företag framför andra. Ett sådant exempel, skulle enligt oss, kunna vara FoU vilket rimligtvis borde vara en ansevärd del av exempelvis läkemedelsföretags upplysningar då deras kortsiktiga överlevnad många gånger vilar på att nya patent godkänns medan exempelvis andra företag vilka köper in sina produkter från Asien kan vara mer beroende av framtida råvarupriser. Vi har också strävat efter att de valda nyckelorden ska utgöra en balans mellan positivt och negativt laddade ord. Balansen kan dock vara svår att utröna då orden lyfts ut ur sitt sammanhang och avsikten med dem följaktligen inte kan bestämmas. Det är också viktigt att vi väljer ut nyckelord som är ett kortare uttryck för den innebörd vi vill komma åt. Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001, s. 79) beskriver detta som en stipulativ definition och exemplifierar genom termen "*brottsling*" vilket åsyftar "*en person dömd till bötes- eller fängelsestraff vid svensk domstol*".

Botosan (1997) beskriver i sin studie hur ett företag sänkte sin kostnad för eget kapital avsevärt genom att utförligt diskutera framtida *hot* och *möjligheter* som företaget stod inför, lämna *prognoser* om framtiden samt redovisa en sammanfattning av *historiska* resultat. Vi anser alla dessa termer applicerbara på vår undersökning. Prognoser om framtiden respektive historiska resultat har enligt Botosan (1997) visat sig vara efterfrågade av investerare respektive analytiker vid deras bedömning av företaget. Hot och möjligheter kan vidare kompletteras med *styrkor* och *svagheter*. I och med det inkluderas samtliga begrepp som utgör en SWOT-analys, vilket enligt oss beskriver en stor del av kärnan i det vi vill att företagen informerar sina intressenter om. Enligt Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001) beskriver SWOT-analysen ett företags långsiktiga lönsamhet genom att skildra hot och möjligheter i den miljö företaget verkar samt styrkor och svagheter i förhållande till konkurrenter och dessutom redogör för *strategier* och *mål*. Vidare är SWOT-analysen enligt Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001) en verbal modell vilken beskrivs i ord och lämpar sig därmed för vår metod. Vi anser det också motiverat att företag, vilka strävar efter att vara generösa i sin upplysningsgrad, inkluderar termer som *risk* och *analys* i de finansiella rapporterna. Risk kan i likhet med hot och svagheter belysa att företag är medvetna om och benägna att lyfta fram eventuella problem som är förknippade med verksamheten. Termen analys kan användas i både ett tillbakablickande såväl som i ett framåtblickande syfte och är enligt oss vanligtvis förknippad med en utförligare diskussion av eventuellt VD och övriga nyckelpersoner i företaget.

Sammantaget är orden valda med beaktande av att det ska innebära ett kungörande av väsentlig information till företagets intressenter. Information som annars enbart skulle innehas av personer i företagets ledning, vilket är just det som leder till informationsasymmetri och således, enligt Coller & Yohn (1997), till en högre kostnad för eget kapital.

Sammanfattningsvis är våra valda nyckelord följande; prognos, historiska/historik, hot, möjligheter, styrkor, svagheter, strategi, mål, risk och analys. På grund av risken för att ord som mål respektive hot kan förekomma i oönskade ordkombinationer såsom *föremål* och *hotell* har dessa ord inte tillåtits ingå i kombinationer utan har begränsats till de tillfällen då de förekommer separat.

3.3.2 Val av kapitalkostnadsmodell

Botosan (1997) beskriver hur ett företags kostnad för eget kapital kan beräknas med hjälp av ett flertal olika modeller. Som tidigare nämnts likställs investerares avkastningskrav på ett företag med dess kostnad för eget kapital. Muradoglu (1999) menar således att det är modeller för beräkning av investerares avkastningskrav som bör ligga till grund för beräkning av ett företags kostnad för eget kapital. Valet av en lämplig kapitalkostnadsmodell är avgörande för att vi ska kunna mäta sambandet mellan upplysningar och kapitalkostnad. Det är således centralt för att vi ska uppnå validitet och reliabilitet i vår studie, det vill säga att vi mäter det vi avser att mäta och dessutom mäter det på ett tillförlitligt vis.

En av de mest använda modellerna för att uppskatta avkastningskravet är enligt Ross et al. (2008) Capital Asset Pricing Model, CAPM. Botosan (1997) anger att CAPM definierar den förväntade avkastningen som summan av den riskfria räntan och produkten av betavärdet och marknadsriskpremien. Det som är problematiskt med CAPM, menar Botosan (1997), är att den inte tar någon hänsyn till upplysningsnivån vid beräkningen av kostnaden för eget kapital utan snarare styrs av företagets betavärde.

En annan metod för att beräkna investerares avkastningskrav är enligt Maradoglu (1999) att utgå från ett företags framtida kassaflöde. Detta kan göras genom Dividend Discount Model, DDM. Maradoglu (1999) beskriver att genom en uppskattning av ett företags framtida utdelningar och tillväxttakt kan avkastningskravet, med hjälp av företagets nuvarande börskurs, uppskattas. Vid en diskontering av framtida utdelningar till ett nuvärde återspeglas följaktligen investerarnas avkastningskrav. DDM används av Botosan & Plumlee (2002) vid deras studie av kostnaden för eget kapital i förhållande till upplysningsnivå. Maradoglu (1999) menar att en nackdel med DDM är att den bygger på prognoser och därför aldrig kan bli mer exakt än vad de bästa uppskattningarna av framtida utdelning och tillväxttakt visar.

Ytterligare en metod för att bestämma avkastningskravet är att se till ett företags akties bid-ask spread. En fördel med att använda bid-ask spread är att den tar hänsyn till

mängden upplysningar som företag delger marknaden. I studier av Coller & Yohn (1997), Leuz & Verrecchia (2000) visade det sig att bid-ask spread minskade i takt med att företag gav ut mer upplysningar. Bakgrunden är, som tidigare nämnts, att en högre grad av upplysningar minskar informationsasymmetrin mellan företag och investerare och således blir den del av avkastningskravet som är kopplad till informationsrisken lägre (Elliot & Jacobson, 1994). Utifrån detta anser vi bid-ask spread vara en bra approximation för kostnaden för eget kapital eftersom upplysningsnivån utgör en del av differensen.

För att kunna jämföra bid-ask spread mellan olika företag menar Roll (1983) att differensen mellan bid och ask uttrycks i procent för att bli relevant. Vi har baserat vår formel på artiklar från Chung et al. (1999), McInish & Wood (1992) vilka uttrycker formeln enligt följande:

$$SPREAD = \frac{(P_A - P_B)}{(P_A + P_B)/2}$$

P_A = Ask

P_B = Bid

Utifrån ovanstående formel har samtliga observationer i undersökningen beräknats vilket innebär att vi kommer kunna jämföra företagen emellan och över åren.

3.3.3 Statistiskt test

För att undersöka om en högre upplysningsgrad, utifrån ovan angivna variabler, leder till en lägre kapitalkostnad har en approximation på avkastningskravet tillämpats. Vidare har kapitalkostnaden för eget kapital ställts i relation till upplysningsgraden för att urskilja eventuella samband och till vilken grad upplysningsnivån kan förklara nivån på avkastningskravet. Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001) beskriver att när data analyseras statistiskt i syfte att söka samband mellan olika faktorer är korrelations- och regressionsanalys vanliga alternativ. En regressionsanalys används för att avgöra om det föreligger ett linjärt samband mellan variablerna (Dahmström, 2000). I vår studie kan detta uttryckas som om antalet sidor alternativt nyckelord ökar, sjunker då avkastningskravet? Då vissa samband kan förklaras av underliggande faktorer är det för oss nödvändigt att använda en multipel regression där flera oberoende variabler tas med i beräkningen för att förklara den beroende variabeln. Vi har valt, i likhet med Botosan (1997), Botosan & Plumlee (2001) och Petersen & Plenborg (2006) att inkludera företagens storlek, det vill säga marknadsvärdet samt aktiernas betavärde för att avgöra vilken roll dessa faktorer utgör i vår regression. För att mäta styrkan i ett linjärt samband mellan två variabler används enligt Dahmström (2000) korrelation. Sambandets styrka kan illustreras som hur väl samlad observationerna är runt regressionslinjen. Vidare beskrivs hur korrelationen har två extrempunkter -1 och +1. -1 antas när det föreligger ett perfekt negativt linjärt samband och +1 antas när det är ett perfekt positivt linjärt samband mellan variablerna. Skalan kan illustreras enligt följande:

$-1 \leq 0 \leq +1$. Således innebär en korrelation om noll att det inte föreligger något linjärt samband alls (Dahmström, 2000).

Vidare kommer allt vårt insamlade material mätas utifrån en kvotskala. Datamaterialet är av karaktären att samtliga variabler kan anta ett lägsta värde om noll vilket är en förutsättning för tillämpning av kvotskalan (Andersen, 1998). Mätvärdena utgörs av kvantitativa enheter vilka kan ställas i relation till varandra och exempelvis bestämma materialets medelvärde (Christensen et al., 2001). Med vår skala i beaktande kan vi dessutom bestämma vilken korrelation vi ska använda för att undersöka samvariation mellan variablerna. Om urvalen kan mätas utifrån en kvotskala kan både Pearsons och Spearmans korrelation tillämpas. Vid Pearsons korrelation krävs vidare att variablerna i vårt urval är normalfördelade (Blumberg et al., 2008).

För att genomföra vår statistiska undersökning har vi använt oss av SPSS Statistics. Den insamlade rådatan är organiserad i Microsoft Excel och har importerats till SPSS för bearbetning. Vidare har vi valt att bestämma vår signifikansnivå till 5 procent. De mest förekommande signifikansnivåerna i statistiska test är 1 procent, 5 procent och 10 procent (Aczel & Sounderpandian, 2006). Vid en signifikansnivå som understiger 5 procent kan vi påstå att resultatet med mer än 95 procent sannolikhet förklaras av variabeln. Således beror mindre än 5 procent av utfallet på slumpen.

Vidare undersökte vi i vilken omfattning vårt urval var normalfördelat eller om variablerna var snedfördelade. Att undersöka vilken typ av fördelning vårt urval har är avgörande för att bestämma vilken typ av korrelation som ska användas. Testet genomfördes genom att låta SPSS framställa ett histogram med en plottad normalfördelning över varje variabel i undersökningen för att sedan bedöma om urvalet var normalfördelat. Vårt test visade att bid-ask spread var positivt snedfördelat och hade följaktligen sin koncentration på vänstersidan. Därav har vi vid beräkningen av korrelationskoefficienterna tillämpat Spearmans one-tail korrelation eftersom Pearsons korrelation, som tidigare nämnts, fordrar att variablerna är normalfördelade.

Med avseende på regressionsanalysen är det enligt Aczel & Sounderpandian (2006) nödvändigt att den beroende variabeln är normalfördelad, vilket den i vårt fall inte är. Aczel & Sounderpandian (2006) beskriver hur variabeln då kan transformeras genom att ta den naturliga logaritmen ur variabeln. Detta har följaktligen gjorts i SPSS i syfte att den beroende variabeln, bid-ask spread, ska bli mer normalfördelad. Genom ytterligare ett histogram bekräftades att variabeln blev betydligt mer normalfördelad.

Vidare har vi testat alla våra variabler för förekomsten av multikollinearitet mellan variablerna. Multikollinearitet utgör enligt Aczel & Sounderpandian (2006) risken att regressionsmodellen ej kan skattas på grund av att de oberoende variablerna korrelerar perfekt med varandra. För att avgöra om multikollinearitet föreligger kan detta bedömas genom Variance Inflation Factor, VIF. Vidare beskrivs hur ett VIF på över fem indikerar

på en viss grad av multikollinearitet medan ett VIF på tio innebär att det med stor sannolikhet föreligger multikollinearitet mellan två variabler. Ett problem vid förekomsten av multikollinearitet är att variansen i regressionskoefficienterna blir högre och kan således ge ett missvisande resultat. Beräkning av VIF har gjorts för samtliga variabler med hjälp av SPSS och antar genomgående ett värde under tre.

4. Empiri

I detta kapitel presenteras resultatet av vår undersökning. Initialt beskrivs olika egenskaper och utvecklingen över åren av vår insamlade data. Sedermera undersöks samvariationen mellan upplysningar och kostnaden för eget kapital.

4.1 Inledande presentation

I samband med offentliggörandet av Investors delårsrapport den 11 april 2005 för tidsperioden 2005-01-01 till 2005-03-31 gick startskottet för den första finansiella rapporten upprättad i enlighet med av EU antagna IFRS. Knappt ett år senare, den 29 mars 2006, hade i och med Hennes & Mauritz delårsrapport för perioden 2005-12-01 till 2006-02-28 samtliga bolag på Stockholmsbörsen delgett marknaden den första delårsrapporten där IAS/IFRS var redovisningsstandarderna. Fem år senare, den 27 januari 2011, vilken är tidpunkten för den sist utgivna rapporten i vår studie, har de undersökta bolagen ackumulerat publicerat information i form av finansiella rapporter till en omfattning av 138 687 sidor där våra utvalda nyckelord förekommer 336 332 gånger.

De undersökta bolagen uppgår sammanlagt till 228 stycken. I och med nyintroduktioner, listbyten och avknoppningar, varierar antalet bolag över åren. För vårt första år i undersökningen, 2005, ingår 179 företag. Det andra året har 200 bolag studerats och det tredje och fjärde året uppgår antalet undersökta bolag till 212 respektive 221 stycken. Det femte året är följaktligen antalet bolag uppe i 228 stycken.

Vidare kan bolagen i vår studie delas in efter de tre segmenten; Large Cap (stora bolag), Mid Cap (medelstora bolag) och Small Cap (små bolag). Large Cap utgörs i vår studie av 53 företag, inom Mid Cap placeras sig 71 företag och till Small Cap kan 104 företag hänföras. Av Stockholmsbörsens tio sektorer finns i vårt urval bolag hänförliga till nio av dessa. Sektorn kraftförsörjning saknar därav representation. Den sektor där flest bolag ingår utgörs av industri till vilken 64 företag kan klassificeras inom. Därefter följer IT med 42 företag, finans, 38, sällanköpsvaror, 29, hälsovård, 25, material, 12, dagligvaror, 8, teleoperatörer, 6, och slutligen energi till vilken fyra bolag placeras inom.

En betydande majoritet av bolagen väljer att tillämpa kalenderår som räkenskapsår och rapporterar därefter. Endast elva företag i undersökningen redovisar efter brutet räkenskapsår. Fördelningen innebär att de ordinarie rapportperioderna blir relativt intensiva där majoriteten av företagen publicerar sina rapporter inom en tvåveckorsperiod i månadsskiftet mellan april och maj för de första tre månaderna. Den andra delårsrapporten offentliggörs vanligtvis i slutet på augusti, den tredje under första halvan av november medan räkenskaperna för fjärde och sista kvartalet publiceras under slutet av februari, början på mars. Vad gäller årsredovisningarna offentliggörs dessa med en betydligt större variation. Vår undersökning visar att den vanligaste tidsperioden för när årsredovisningen kommer ut är i mitten av april.

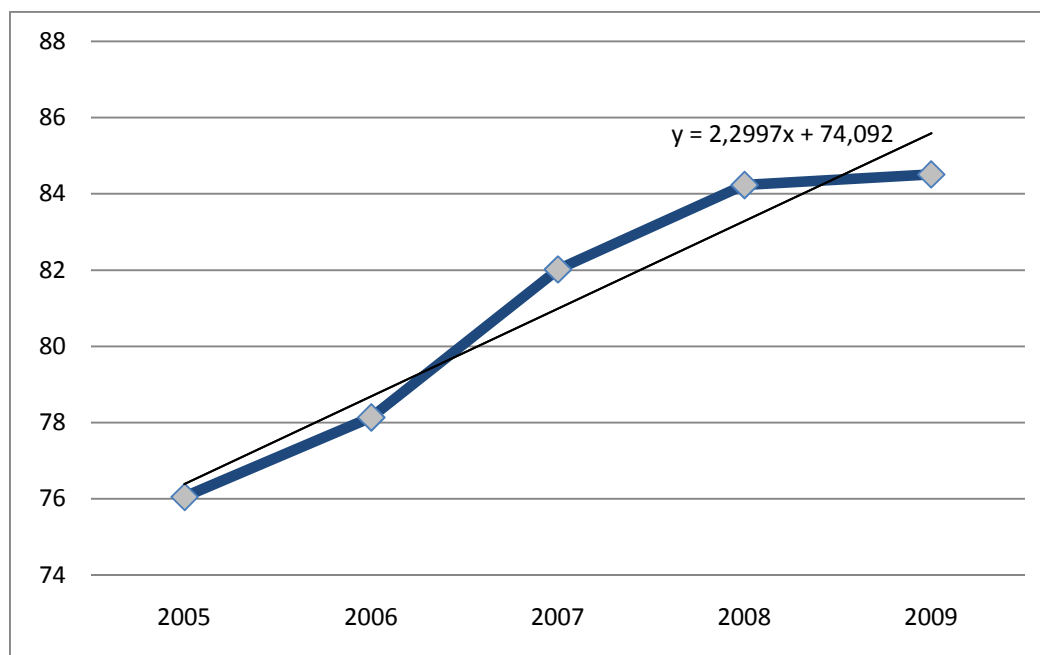
4.2 Upplysningar

Upplysningsnivån för de undersökta företagen har, som tidigare nämnts, studerats utifrån två olika perspektiv. Dels har antalet sidor i de finansiella rapporterna beaktats men vi har dessutom bedömt upplysningarna utifrån tio utvalda nyckelord. Resultatet visar på ett starkt samband mellan sidantal och nyckelord. Det vill säga, när antalet sidor ökar, stiger också frekvensen av våra utvalda nyckelord. Sambandet föreligger oavsett om det är årsredovisningar eller delårsrapporter som studeras. Undersökningen visar också att upplysningsnivån generellt sett ökat under urvalsperioden vilket beskrivs närmare nedan.

4.2.1 Antalet sidor

Årsredovisningarnas omfattning, mätt som antalet sidor, uppvisar en relativt stor variation mellan de olika bolagen. Generellt består en årsredovisning av mellan 50 till drygt 100 sidor⁹. Studiens mest omfattande årsredovisning gavs ut av Stora Enso 2006 och uppgick till 236 sidor. En stor del av förklaringen till detta grundar sig i en mycket gedigen hållbarhetsrapport från bolaget. Lägst antal sidor och följaktligen den minst omfattande årsredovisningen produceras av Fingerprint Cards vilka 2007 gav ut en rapport på 19 sidor. Bolaget har en genomgående tunn årsredovisning på mellan 19 och 36 sidor.

Diagram 1: Årsredovisningarnas omfattning per år



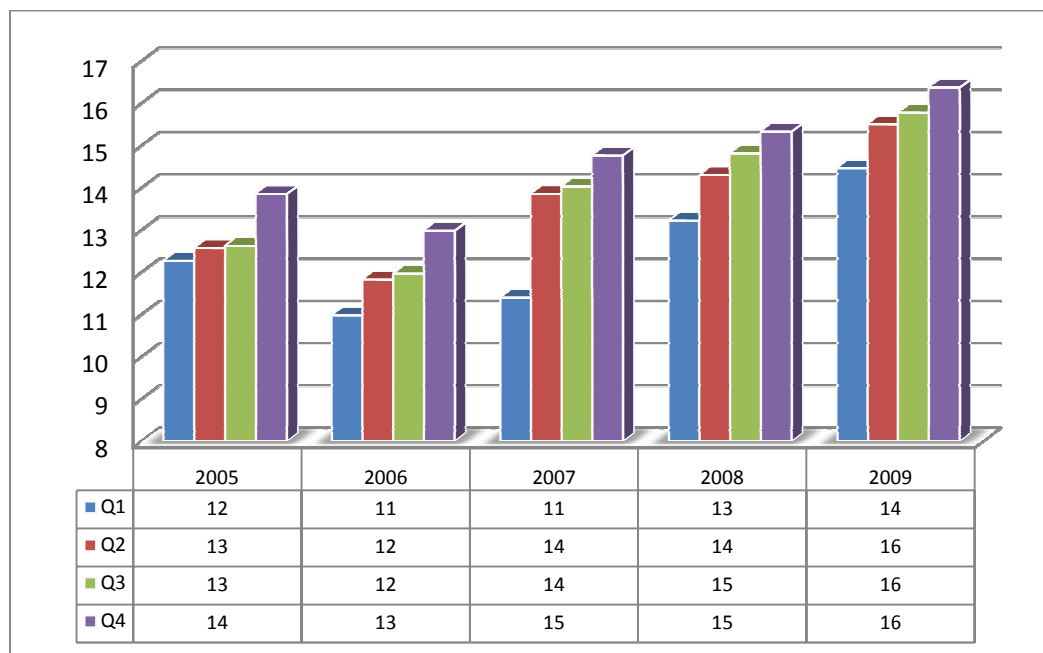
Vår undersökning visar att sidantalet i årsredovisningarna oavbrutet växer i omfattning för varje år. Diagram 1 visar årsredovisningarnas genomsnittliga utveckling under

⁹ medelvärdet ± standardavvikelsen

urvalsperioden. Som synes i diagrammet har informationsgivningen i årsredovisningen i genomsnitt ökat med ett antal sidor per år. Trendlinjen, baserat på fem års historik, prognostiserar en ökning på mellan två till tre sidor per år. Vad detta haft för effekt på avkastningskravet från investerare återkommer vi till senare i empirin.

Vid en jämförelse mellan bolagen är det påtagligt att marknadsvärdet har betydelse för de finansiella rapporternas sidantal. Bolagen inom segmentet Large Cap publicerar betydligt mer omfattande årsredovisningar och delårsrapporter i genomsnitt än bolagen inom de andra segmenten. Likväl föreligger sambandet mellan Mid Cap och Small Cap där företagen inom Mid Cap-segmentet har en årsredovisning som i medeltal är 25 procent större än bolagen inom Small Cap-segmentet. Mellan Large Cap och Small Cap är differensen uppe i 75 procent. Förhållandet skiljer sig inte nämnvärt om det istället är delårsrapporterna som studeras. Däremot finner vi, avseende sidantal, inga stora skillnader inom de olika sektorerna. Det enda utmärkande resultatet är IT-sektorn som jämfört med övriga har betydligt lägre omfattning på sina finansiella rapporter. Samtidigt är en övervägande del av bolagen inom denna sektor hemmahörande inom Small Cap-segmentet vilket kan förklara det lägre antalet sidor i genomsnitt.

Diagram 2: Antalet sidor i delårsrapporter fördelat på kvartal och år



Vad gäller delårsrapporternas utveckling över tid så är den likartad som den för årsredovisningarna, de växer i sidantal. Diagram 2 visar utvecklingen för åren 2005 till 2009. Utöver att delårsrapporterna växer över åren visar studien också på en skillnad mellan de olika kvartalen. Desto närmare bokslutet företagen kommer ju mer omfattande tenderar delårsrapporterna att bli.

Resultatet av vår studie visar att en delårsrapport för undersökningsperioden i medeltal utgörs av 14 sidor. I förhållande till årsredovisningarna innehåller följaktligen en delårsrapport informationsmässigt mindre än en femtedel än vad som ryms i årsredovisningen. Det finns emellertid delårsrapporter som utmärker sig i båda riktningar. Bland annat placerar sig de fyra storbankerna, Nordea, Handelsbanken, SEB och Swedbank genomgående i den tredje kvartilen med delårsrapporter som uppgår till cirka 40 sidor. I den andra svansen av normalfördelningen återfinns KABE, Midway och Sensys Traffic vilka emellanåt ansett det tillräckligt att delge marknaden en delårsrapport på tre sidor.

4.2.2 Nyckelord

Som tidigare nämndes uppvisar utvecklingen av nyckelord en likartad riktning som den för sidantalet. Utvecklingen är likartad oavsett om det är årsredovisningar eller delårsrapporter som studeras.

Diagram 3: Antalet nyckelord i årsredovisningar per år

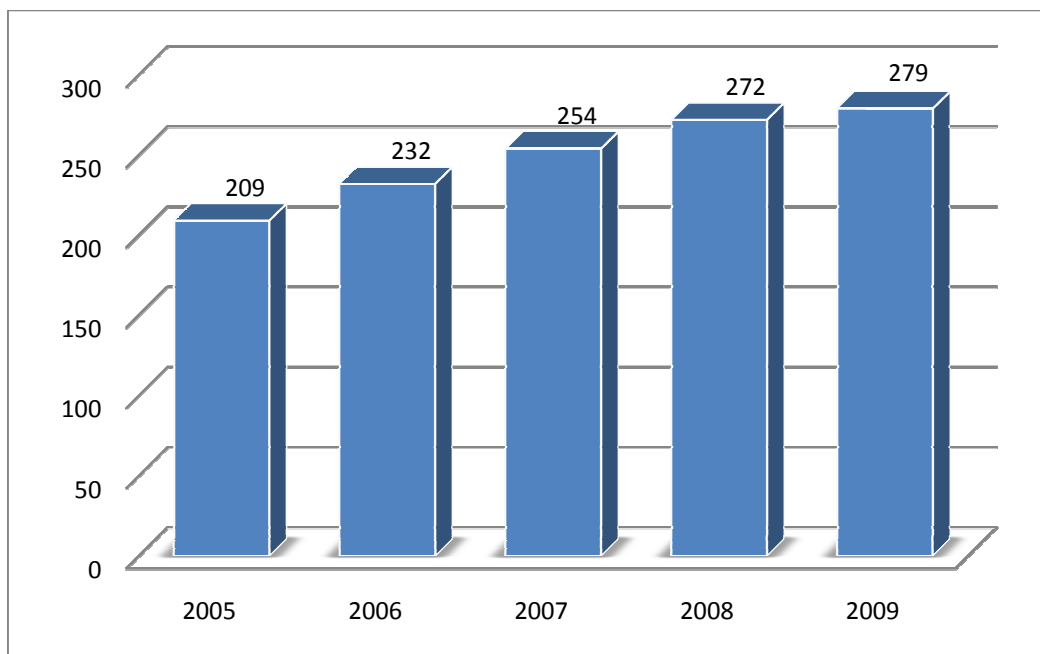


Diagram 3 illustrerar hur ofta de valda nyckelorden i genomsnitt förekommer i årsredovisningarna. Som visas i diagrammet är ökningen oavbruten över åren. Likt antalet sidor visar resultatet på stora avvikelser mellan de olika segmenten. Skillnaderna i antalet nyckelord mellan Large Cap, Mid Cap och Small Cap är till och med större än differensen avseende antalet sidor. Med andra ord förekommer våra nyckelord mer frekvent, räknat per sida, om bolaget i fråga antar ett högre marknadsvärde och därmed placeras inom Large Cap-segmentet. Ett bolag som utmärker sig i undersökningen är flygkoncernen SAS där våra nyckelord ackumulerat återfinns 3458 gånger, betydligt mer än genomsnittet. Noterbart är att SAS tidigare blivit prisbelönta för sin årsredovisning

och mottog 2009 priset för bästa årsredovisning (Aktiespararna, 2011). Även i hotellkedjan Rezidor Hotels årsredovisningar är nyckelorden vanligt förekommande. Bolaget tillhörde tidigare SAS-koncernen men avknoppades 2006.

Diagram 4: Nyckelordens utveckling i delårsrapporterna över tid

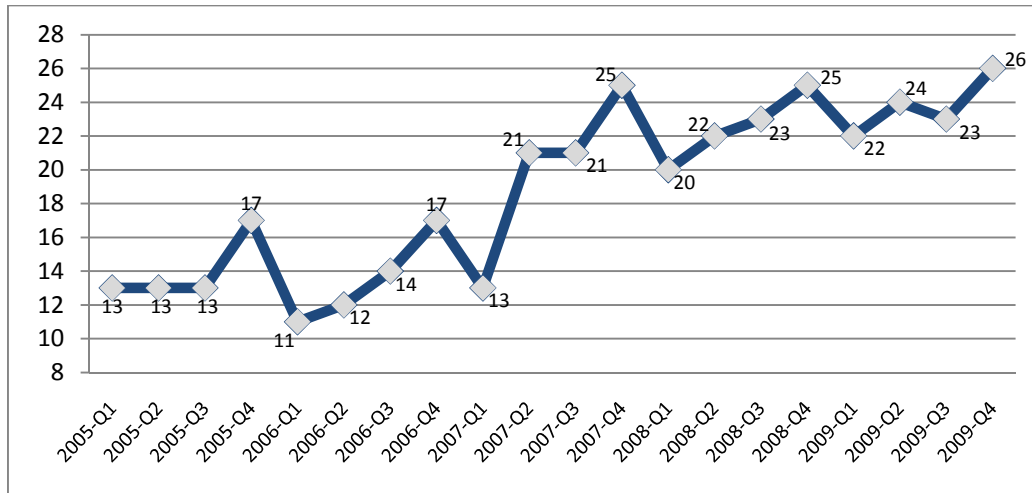


Diagram 4 visar hur nyckelorden i medeltal förändras under vår undersökningsperiod. I diagrammet kan utläsas att våra nyckelord i genomsnitt har fördubblats per rapport mellan den första och sista tidpunkten för studien. Förändringarna över tid följer även den utveckling som sker för sidantalet där nyckelorden ökar desto närmare bokslut vi rör oss.

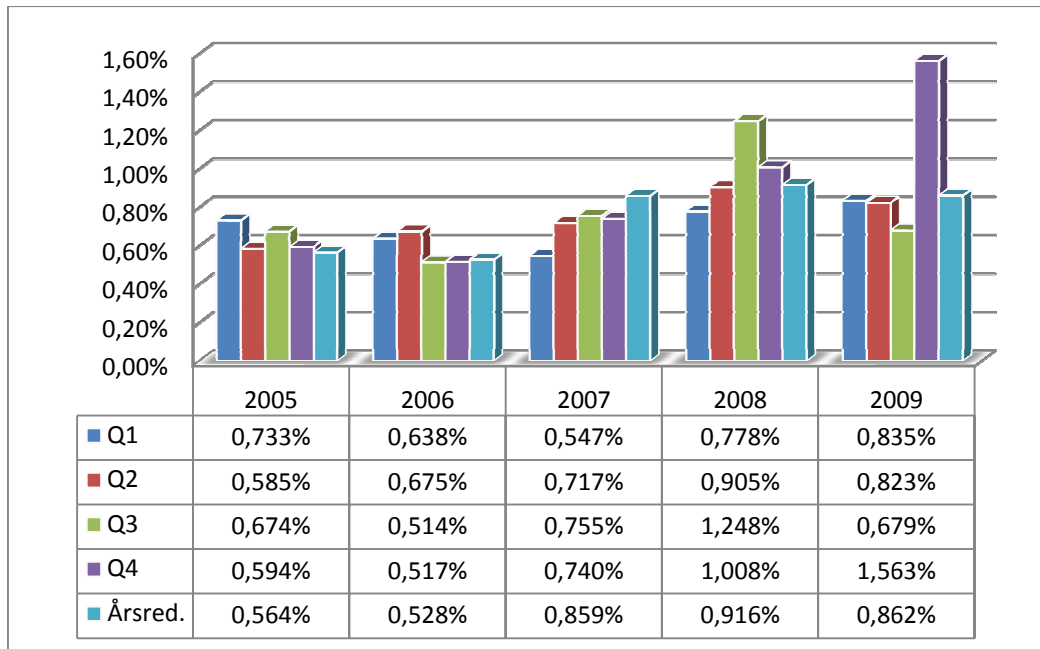
4.3 Bid-ask spread

I samband med varje offentliggjord rapport, delårsrapport som årsredovisning, har bid-ask spread för företagens aktiekurs samlats in för den dagen. För hela populationen under tidsperioden 2005 till 2009 uppgår bid-ask spread i genomsnitt till 1,23 procent. Då populationen inte visade sig vara normalfördelad utan positivt snedfördelad kan medianen lyftas fram som komplement till medelvärdet. Medianen för urvalet visar på en bid-ask spread på 0,75 procent. Detta är följaktligen vad som generellt kan uttryckas vara skillnaden mellan köp- och säljkurs för värdepapper noterade på Nasdaq OMX Stockholm för de tidpunkter då bolagen släpper sina finansiella rapporter. Den lägst observerade differensen i vår studie förekommer under 2006 då medianen av bid-ask spread uppgår till 0,54 procent. Efter 2006 stiger bid-ask spread under 2007 till 0,72 procent för att toppa under 2008 på 0,97 procent differens. Det är följaktligen under 2008 som avkastningskravet, approximerat som bid-ask spread, är som högst för de år som studerats.

Diagram 5 visar medianen av bid-ask spread för de undersökta tidpunkterna. Som synes i diagrammet är differensen som lägst under Q3 2006 medan den högsta differensen mellan köp- och säljkurs infaller under Q4 2009. Inga anmärkningsvärda skillnader kan

generellt sägas föreligga beroende på vilken tidpunkt som studeras utan resultatet varierar mellan de olika rapporttillfällena.

Diagram 5: Bid-ask spread för de undersökta tidpunkterna



Vi kan vidare identifiera en tydlig skillnad i bid-ask spread beroende på vilket segment som undersöks. Resultatet av vår studie visar en betydande skillnad avseende bid-ask spread mellan Large Cap, Mid Cap och Small Cap.

Diagram 6: Bid-ask spread för de tre segmenten

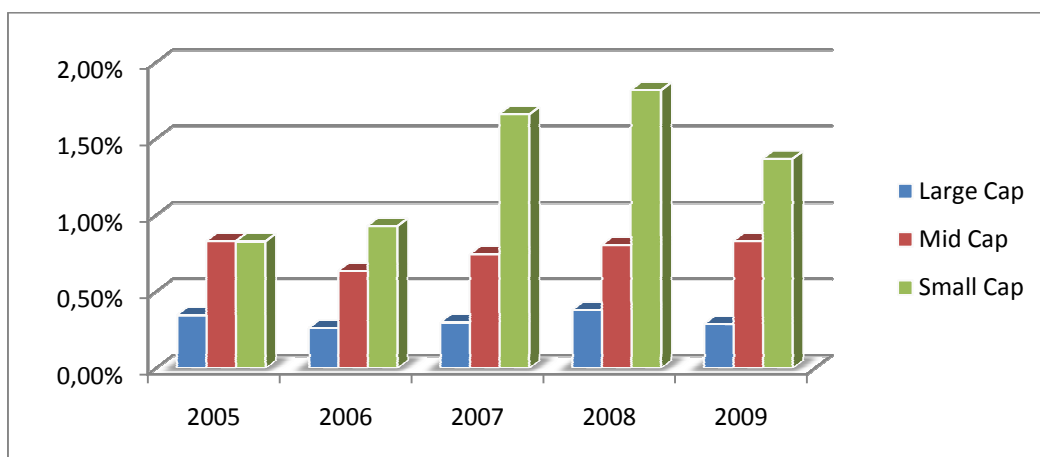


Diagram 6 illustrerar medianen för bid-ask spread över åren mellan de tre segmenten när årsredovisningarna offentliggörs. Bolag vars aktie återfinns inom Small Cap-segmentet har generellt en betydligt större differens mellan köp- och säljkurs för

aktierna än vad bolag hänförliga till Large Cap-segmentet har. Ett liknande resultat återges om det är delårsrapporter som undersöks.

4.4 Sambandet mellan upplysningar och kostnad för eget kapital

Ovan har upplysningar respektive kostnaden för eget kapital för urvalet presenterats enskilt. Vi kommer här efter redovisa det empiriska resultatet för sambandet mellan upplysningsnivå och kostnaden för eget kapital. Sambandet har studerats dels för årsredovisningarna och dels för delårsrapporterna. Vi har låtit kontrollerat både för sidor och sökord och låtit bid-ask spread vara den beroende variabeln. Genomgående har vi också kontrollerat för bolagens marknadsvärde och betavärde.

4.4.1 Årsredovisningar

Tabell 1: Beskrivande statistik för årsredovisningar

Variable	SIDOR	SÖKORD	SPREAD	MVALUE	BETA
N	1038	1022	1038	1038	988
Mean	81	253	0,01231	17 316,84	0,983
Median	76	214	0,00745	1 668,15	0,850
Std. Deviation	32	161	0,01463	57 343,47	0,562
Percentiles: 1%	25	44	0,00106	58,72	0,110
25%	60	154	0,00361	530,45	0,590
50%	76	214	0,00745	1 668,15	0,850
75%	98	297	0,01533	8 100,11	1,270
99%	179	844	0,07513	313 972,09	2,940

Tabell 1 ger en överblick av det totala urvalet avseende årsredovisningar. Utöver vad som tidigare redogjorts för redovisas här statistik för marknadsvärde och betavärde för urvalet. Det genomsnittliga marknadsvärdet för bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm under perioden 2005-2009 uppgår följaktligen till 17 miljarder kr men uppvisar samtidigt en mycket stor spridning. Som jämförelse redovisas ett medianvärde på 1,67 miljarder för populationen. Vidare har en fjärdedel av bolagen ett marknadsvärde på 530 miljoner kr eller lägre. Betavärdet för de undersökta bolagen, som syns i tabellen, varierar mellan 0,11 till 2,94 och uppgår i medeltal till 0,98 vilket är väldigt nära den totala marknadens värde på 1.

I tabell 2 visas Spearmans korrelation mellan variablerna; antal sidor, antal sökord, bid-ask spread, marknadsvärde och betavärde och hur dessa enskilt samvarierar med varandra. Som syns i tabellen visas ett negativt samband mellan bid-ask spread och samtliga variabler. Starkast korrelation till variabeln SPREAD fås av kontrollvariabeln MVALUE på -0,593. Tabellen indikerar även på ett negativt samband mellan SPREAD på -0,383 för SIDOR respektive -0,314 för SÖKORD. Lägst korrelation för SPREAD genereras av BETA på -0,171. Vidare kan vi även se att samtliga korrelationer för SPREAD och variablerna visar på en signifikansnivå mindre än 0,001 vilket visar att variablerna är signifikanta.

Tabell 2: Korrelationsmatris för variablerna avseende årsredovisningar

Spearman's rho		SPREAD	SIDOR	SÖKORD	MVALUE	BETA
SPREAD	Correlation Coefficient	1,000				
	Sig. (1-tailed)	.				
	N	1038				
SIDOR	Correlation Coefficient	-,383**	1,000			
	Sig. (1-tailed)	,000	.			
	N	1038	1038			
SÖKORD	Correlation Coefficient	-,314**	,782**	1,000		
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	.		
	N	1022	1018	1044		
MVALUE	Correlation Coefficient	-,593**	,613**	,518**	1,000	
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	.	
	N	1038	1038	1018	1038	
BETA	Correlation Coefficient	-,171**	,256**	,254**	,328**	1,000
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
	N	988	988	975	988	1130

** . Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

Utöver Spearmans korrelation har vi undersökt flertalet olika regressioner för att se hur antalet sidor och sökord påverkar bid-ask spread. I vår första regressionsanalys kontrollerade vi för variabeln SIDOR. Regression genererade en determinationskoefficient, Adjusted R², på 8,4 procent. ANOVA gav in en signifikansnivå på mindre än 0,001 vilket innebär att hela vår regressionsmodell är statistiskt signifikant. För regression i tabell 3 blev koefficienten för SIDOR -9,712E-05 medan koefficienten för MVALUE blev -2,449E-08 och BETA gav ett värde på -0,002 med en konstant på 0,023. Resultatet visar att när SIDOR ökar med 1 sjunker SPREAD med motsvarande 0,0097 procentenheter. Signifikansnivån för samtliga variabler är genomgående lägre än 0,05.

Tabell 3: Regression med SIDOR för årsredovisningarna

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,023	,001		16,600	,000
	MVALUE	-2,449E-08	,000	-,096	-2,834	,005
	BETA	-,002	,001	-,096	-3,050	,002
	SIDOR	-9,712E-05	,000	-,208	-5,976	,000

Dependent Variable: SPREAD

I tabell 4 har variabeln SIDOR ersatts med SÖKORD. Detta genererade en determinationskoefficient på 6,9 procent. ANOVA var fortsatt lägre än 0,001. Koefficienten för SÖKORD är $-1,346E-05$. Kontrollvariablerna MVALUE och BETAs koefficienter var $-3,191E-08$ respektive $-0,003$. Jämfört med SIDOR så leder ett ytterligare SÖKORD i årsredovisningen till 0,0013 procentenheter lägre SPREAD. Signifikansnivån för alla variabler var lägre än 0,001.

Tabell 4: Regression med SÖKORD för årsredovisningarna

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,019	,001		17,755	,000
MVALUE	$-3,191E-08$,000	-,126	-3,655	,000
BETA	-,003	,001	-,117	-3,669	,000
SÖKORD	$-1,346E-05$,000	-,145	-4,144	,000

Dependent Variable: SPREAD

I tabell 5 har vi använt både SIDOR och SÖKORD för att se hur dessa enskilt påverkar SPREAD men i kombination med varandra. Determinationskoefficienten ökar då till 8,7 procent vilket är en ökning med 3,57 procent från SIDOR när den testades enskilt och med 26 procent från när SÖKORD testades enskilt. ANOVA gav fortsatt en signifikansnivå på mindre än 0,001. Vissa förändringar kan nu urskiljas från tidigare regressioner. Tabell 5 visar på att koefficienten för SIDOR nu är $-1,007E-04$ vilket motsvarar 0,01 procentenheter minskning av bid-ask spread för varje ytterligare sida i årsredovisningen. Viktigt att poängtera är att när denna kombination testas har SÖKORD inte längre någon signifikant påverkan på SPREAD vilket illustreras av en signifikansnivå på 1.

Tabell 5: Regression med SIDOR och SÖKORD för årsredovisningarna

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,024	,001		16,391	,000
MVALUE	$-2,403E-08$,000	-,095	-2,724	,007
BETA	-,003	,001	-,100	-3,158	,002
SIDOR	$-1,007E-04$,000	-,214	-4,452	,000
SÖKORD	$-1,732E-09$,000	,000	,000	1,000

a. Dependent Variable: SPREAD

Vidare har vi genomfört samma tester för segmenten, Large Cap, Mid Cap och Small Cap separat för att utröna skillnader i förhållande till den totala populationen. Resultatet visar bland annat att för bolag hänförliga till Large Cap-segmentet är variabeln SIDOR inte längre signifikant för förklaringen av den beroende variabeln SPREAD. Däremot

hade SÖKORD fortfarande viss betydelse för SPREAD. För bolag inom Mid Cap-segmentet gäller omvänd ordning där SIDOR tycks ha betydelse men SÖKORD har det ej. För Small Cap är varken SIDOR eller SÖKORD signifikanta för den beroende variabeln SPREAD oavsett om de studeras enskilt eller i kombination med varandra.

4.4.2 Delårsrapporter

Tabell 6: Beskrivande statistik för delårsrapporter

Variable	SIDOR	SÖKORD	SPREAD	MVALUE	BETA
N	3953	3787	3953	3893	3747
Mean	14	19	0,01365	17 316,84	0,983
Median	12	15	0,00745	1 668,15	0,850
Std. Deviation	7	18	0,01932	57 343,47	0,562
Percentiles 1%	4	2	0,00101	58,72	0,110
25%	9	9	0,00360	530,45	0,590
50%	12	15	0,00745	1 668,15	0,850
75%	17	23	0,01611	8 100,11	1,270
99%	36	101	0,09524	313 972,09	2,940

Tabell 6 ger en sammanfattning av det totala urvalet avseende delårsrapporter. Då marknadsvärde och betavärde bygger på årlig statistik avviker inte dessa från vad som redovisades för årsredovisningarna.

Tabell 7: Korrelationsmatris för variablerna avseende delårsrapporter

Spearman's rho		SPREAD	SIDOR	SÖKORD	MVALUE	BETA
SPREAD	Correlation Coefficient	1,000				
	Sig. (1-tailed)	.				
	N	3953				
SIDOR	Correlation Coefficient	-,284**	1,000			
	Sig. (1-tailed)	,000	.			
	N	3953	3953			
SÖKORD	Correlation Coefficient	-,061**	,523**	1,000		
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	.		
	N	3787	3783	3850		
MVALUE	Correlation Coefficient	-,626**	,470**	,159**	1,000	
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	.	
	N	3893	3897	3788	4152	
BETA	Correlation Coefficient	-,189**	,251**	,105**	,328**	1,000
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
	N	3747	3736	3674	3952	4520

** . Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

Vilket synes ovan i tabell 7 har Spearmans korrelation för delårsrapporter beräknats för att studera sambandet mellan de olika variablerna; antal sidor, antal sökord, bid-ask spread, marknadsvärde och betavärde. Signifikansnivån ligger genomgående under 0,001 för samtliga variabler jämfört med SPREAD. I likhet med årsredovisningarna fås det starkaste sambandet av MVALUE i förhållande till SPREAD med en korrelationskoefficient på -0,626. Resultatet avviker följaktligen inte nämnvärt från årsredovisningars MVALUE. Korrelationen mellan SIDOR och SPREAD respektive SÖKORD och SPREAD är -0,284 och -0,061. Noterbart är att SÖKORD uppvisar en betydligt lägre korrelation för delårsrapporter jämfört med den för årsredovisningar. För BETA ligger korrelationen på en liknande nivå som den för årsredovisningar.

Tabell 8: Regression med SIDOR för delårsrapporterna

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,020	,001		23,325	,000
MVALUE	-4,943E-08	,000	-,146	-8,512	,000
BETA	-,003	,001	-,096	-5,732	,000
SIDOR	-1,391E-04	,000	-,045	-2,511	,012

Dependent Variable: SPREAD

I tabell 8 visas regressionsanalysen för SIDOR som förklarande variabel. Denna modell gav en determinationskoefficient 3,7 procent. I likhet med tidigare regressioner gav ANOVA även här en signifikansnivå på 0,001. Koefficienten för SIDOR är -1,391E-04 med en signifikansnivå på 0,012 vilket fortfarande är under 0,05. Följaktligen sjunker SPREAD med 0,013 procentenheter för varje ytterligare sida i delårsrapporterna.

Tabell 9: Regression med SÖKORD för delårsrapporterna

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,019	,001		26,027	,000
MVALUE	-5,848E-08	,000	-,160	-9,560	,000
BETA	-,004	,001	-,111	-6,731	,000
SÖKORD	-2,927E-06	,000	-,003	-,153	,879

Dependent Variable: SPREAD

När vi testar hur SÖKORD påverkar SPREAD i delårsrapporter får vi liknande resultat som regressionen för SIDOR med en determinationskoefficient på 3,6 procent. Dock visar det sig, som synes i tabell 9, att SÖKORD inte längre har en signifikant påverkan på SPREAD då den har ett värde på 0,879, således överstiger den kraftigt 0,05.

Tabell 10: Regression med SIDOR och SÖKORD för delårsrapporterna

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,020	,001		22,763	,000
MVALUE	-5,375E-08	,000	-,147	-8,367	,000
BETA	-,004	,001	-,100	-5,862	,000
SIDOR	-1,619E-04	,000	-,052	-2,404	,016
SÖKORD	2,606E-05	,000	,023	1,152	,249

Dependent Variable: SPREAD

I vår tredje regression av delårsrapporter som visas i tabell 10, ingår både SIDOR och SÖKORD. Resultatet visar att det inte sker någon ökning av determinationskoefficienten jämfört med när SIDOR undersöks enskilt. Däremot syns en ökning i förhållande till SÖKORD vilket är i linje med att denna variabel inte är signifikant och följaktligen inte kan förklara SPREAD. För variabeln SIDOR är koefficienten -1,619E-04 och således sjunker bid-ask spread med 0,016 procentenheter för varje sida som adderas i rapporten.

Vidare har vi även för delårsrapporter undersökt om det föreligger anmärkningsvärda skillnader mellan de olika segmenten. När Large Cap studeras enskilt visar det sig att varken SIDOR eller SÖKORD ger en tillförlitlig förklaring till SPREAD eftersom signifikansnivån överstiger 0,05. Även för Mid Cap är resultatet liknande som det för Large Cap. Däremot visar undersökningen av Small Cap att SIDOR har en påverkan på SPREAD. Det ska dock noteras att koefficienten för SIDOR antar ett positivt värde på 3,357E-04 och således stiger SPREAD när SIDOR ökar.

5. Analys

I kapitlet analyseras empirin utifrån de teorier som presenterades i den teoretiska referensramen. Analysen bygger på de statistiska modeller som använts för att studera vårt problemområde, korrelation och multipel regression.

5.1 Analys av korrelationsmodellerna

Utöver den naturliga samvariationen mellan antalet sidor och antalet sökord i undersökningen uppvisas för årsredovisningarna starkast samband mellan antalet sidor och marknadsvärde med en korrelation på 61,3 procent. Detta är i linje med Lang & Lundholm (1993) som menar att företagens storlek och upplysningsnivån positivt korrelerar med varandra. Även vad gäller sökord, vilket är vår andra variabel för att studera upplysningsnivån, finns ett samband med marknadsvärdet med en positiv korrelation på 51,8 procent. Lang & Lundholm (1993) argumenterar i sin studie för att anledningen till att större företag är mer generösa i sin upplysningsmängd kan förklaras av att dessa vanligtvis har ett mer omfattande regelverk att förhålla sig till än vad mindre företag har. Då vår studie enbart studerat företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm har följaktligen alla bolag i urvalet haft samma regelverk och normgivare att förhålla sig till. Vi vill ändå mena på att företagens storlek tycks ha stor betydelse för vilken upplysningsmängd som presenteras till marknaden i årsredovisningarna. Även Ahmed (1995), Botosan (1997), Botosan & Plumlee (2002), Hail (2002) och Peterson & Plenborg (2006) kommer fram till liknande resultat som vårt. Det vill säga marknadsvärde och upplysningsnivå i årsredovisningar har ett positivt samband. Dessutom visar resultatet av vår studie att det föreligger ett starkt negativt samband mellan marknadsvärde och bid-ask spread på -59,3 procent vilket flertalet gånger konstaterats i tidigare studier (se exempelvis Botosan, 1997; Daske, 2006; Peterson & Plenborg, 2006; Kothari et al., 2009). Företag kan följaktligen erhålla en lägre kostnad för eget kapital i kraft av sin storlek.

Med avseende på betavärdets samvariation med bid-ask spread visar vårt resultat på ett negativt samband mellan beta och bid-ask spread på -17 procent i årsredovisningarna. Således antyder resultatet att ett högre betavärde, vilket torde innebära högre risk, korrelerar med en lägre kapitalkostnad. Detta är tvärtemot vad Botosan (1997) och Botosan & Plumlee (2002) får i sina studier där variablerna istället positivt samvarierar med varandra. Vårt resultat är således, enligt oss, både oväntat och förvånande. Peterson & Plenborg (2006) finner dock i sin studie ett resultat i linje med vårt där bid-ask spread och beta uppvisar en negativ korrelation på -24 procent. Dimson (1979) och Hail (2002) framhäver att ett lågt betavärde inte nödvändigtvis belyser en lägre risk utan kan också förklaras av att omsättningen av aktien är relativt låg. En aktie där handeln är lägre kan följaktligen få effekten att aktiens kursrörelser är mindre och således också

betavärdet¹⁰. Resonemanget förklarar till viss del resultatet i denna studie. Om Large Cap respektive Mid Cap studeras enskilt uppvisar båda segmenten en positiv korrelation mellan beta och bid-ask spread vilket är i linje med Botosan (1997) och Botosan & Plumlee (2002) medans Small Cap får ett negativt samband. Det senare ger stort utslag i vårt resultat på grund av Small Caps stora representation i vårt urval, 46 procent av det totala urvalet.

Vidare visar vårt resultat på ett negativt samband mellan bid-ask spread och sidor respektive sökord i årsredovisningarna. Det vill säga bid-ask spread sjunker när antalet sidor och sökord ökar. Korrelationen visade sig för antalet sidor i förhållande till bid-ask spread vara -38,3 procent och för sökord -31,4 procent. Peterson & Plenborg (2006) redovisar i sin studie ett negativt samband mellan bid-ask spread och upplysningar på -44 procent vid en signifikansnivå 0,01. Ett resultat som i stort inte avviker nämnvärt från vårt vid samma signifikansnivå. Peterson & Plenborg (2006) menar att utifrån deras resultat styrks hypotesen att en högre upplysningsnivå i årsredovisningarna sänker informationsasymmetrin, mätt som bid-ask spread. Följaktligen kan även vi, med vårt resultat i beaktande, styrka hypotesen att avkastningskravet sänks vid en högre informationsgivning till marknaden.

Tidigare studier har till övervägande del utgått från enbart årsredovisningar för att bestämma upplysningsnivåns förhållande till kapitalkostnaden. Botosan & Plumlee (2002) utgör här ett undantag då de väljer att inkludera övriga upplysningar vilka till övervägande del består av delårsrapporter. I likhet med årsredovisningarna finns en positiv korrelation mellan våra upplysningsvariabler, antal sidor respektive sökord, och företagets marknadsvärde. Skillnaden är att sambandet nu försvagats för antal sidor med 14 procentenheter ner till 47 procent och för antal sökord med 36 procentenheter ner till 15,9 procent. Resultatet är dock i linje med det som redovisas i Botosan & Plumlee (2002) där sambandet också försvagas när övriga upplysningar studeras i förhållande till bolagens marknadsvärde. En försvagning av samvariationen mellan våra olika variabler förekommer genomgående när delårsrapporterna studeras i förhållande till årsredovisningarna. Ett sådant utfall förekommer däremot inte i studien av Botosan & Plumlee (2002) där både kostnaden för eget kapital och betavärdet uppvisar en starkare korrelation till upplysningsmängden när övriga upplysningar undersöks istället för årsredovisningarna. Vår studie visar däremot att samvariationen mellan de olika variablerna i delårsrapporterna rör sig i samma riktning som resultatet för årsredovisningarna. Skillnaderna består främst i ett svagare samband mellan variablerna för delårsrapporter jämfört med årsredovisningar. Relationen mellan antalet sidor och bid-ask spread respektive sökord och bid-ask spread uppvisar en negativ korrelation på -28,4 procent respektive -6,1 procent, en minskning med 9,9 samt 25,3 procentenheter

¹⁰ Som exempel kan nämnas att den 18 maj 2011 utgjorde aktier inom Small Cap-segmentet 1 procent av omsättningen på Nasdaq OMX Stockholm, Mid Cap stod för 6 procent och Large Cap utgjorde resterande 93 procent. Totalt omsattes ca 12,85 miljarder SEK.

gentemot resultatet för årsredovisningarna. Delårsrapporterna uppvisar däremot inget entydigt resultat oberoende av vilket segment som studeras. I motsats till vad vi hade väntat finner vi ett positivt samband mellan bid-ask spread och sidor respektive sökord i delårsrapporterna för bolag inom Small Cap-segmentet. Resultatet står i kontrast till vad Botosan (1997) kommer fram till i sin studie. Där framhävs att mindre bolag, vilka vanligtvis följs av ett lägre antal analytiker som sedermera kommunicerar med marknaden, har en stor nytta av att öka sin upplysningsnivå för att på så sätt sänka avkastningskravet. Detta eftersom de finansiella rapporterna är en av få kanaler som mindre bolag har för att kommunicera med marknaden. Resonemanget i Botosan (1997) är däremot applicerbart när årsredovisningarna i vårt urval studeras. Där uppvisar samtliga segment en negativ korrelation mellan upplysningar och bid-ask spread.

5.2 Analys av regressionsmodellerna

I denna studie har vi noterat att koefficienten för beta genomgående är negativ på cirka -0,003 för samtliga regressioner. Enligt vår modell skulle detta innebära att en ökning av marknadsrisken, beta, leder till en minskning av bid-ask spread. Resultatet står i motsats till tidigare teorier och studier av Botosan (1997), Botosan & Plumlee (2002), Hail (2002) samt Daske (2006). Däremot visar studien av Peterson & Plenborg (2006) också på ett negativt beta i linje med vårt resultat. Problemet kan återigen hänföras till Small Cap-segmentets inverkan på urvalet då övriga segment, Large Cap och Mid Cap, ger en positiv koefficient för beta oavsett om årsredovisningar eller delårsrapporter undersöks. Small Cap-segmentets genomgående negativa betakoefficient kan enligt oss återigen förklaras av Dimson (1979) och Hail (2002) som menar att aktier med lägre omsättning kan uppvisa ett missvisande betavärde.

Koefficienten för marknadsvärde antar i alla våra regressioner ett negativt värde i förhållande i bid-ask spread. Följaktligen innebär en ytterligare enhet, 1 MSEK, en minskning av bid-ask spread med 0,000004 procentenheter. Resultatet är i linje med våra förväntningar och avviker inte från tidigare undersökningar som använt marknadsvärdet som en kontrollvariabel.

Som angavs i tabell 3 i empirin undersökte vi vad en ökning av antalet sidor i årsredovisningarna hade för effekt på bid-ask spread. Utifrån tidigare teorier och studier förväntade vi oss att koefficienten för antalet sidor skulle anta ett negativt värde vilket skulle innebära att en ökad omfattning av årsredovisningarna skulle sänka kostnaden för eget kapital, approximerat som bid-ask spread. Resultatet visade att koefficienten är negativ vilket tyder på att en mer omfattande årsredovisning leder till sänkt kapitalkostnad efter att ha kontrollerat för marknadsvärde och beta. Regressionen i tabell 3 visade att en extra sida i årsredovisningen sänkte bid-ask spread med 0,0097 procentenheter. Som redogjordes för i empirin har också företagen i vårt urval valt att öka antalet sidor över den studerade tidsperioden. Generellt har antalet sidor i årsredovisningarna ökat med 10 procent mellan 2005 och 2009. Healy & Palepu (2001),

Kothari et al. (2009) resonemang om att efterfrågan på finansiella rapporter ökat för att minska informationsasymmetrin tycks därför även kunna appliceras på vårt urval.

I tabell 4 presenterades hur våra utvalda nyckelord, benämnt sökord, påverkade bid-ask spread. Syftet var att se till hur en mer frekvent diskussion kring vissa begrepp skulle påverka kostnaden för eget kapital. Resultatet visade att koefficienten för sökorden hade en lägre påverkan på bid-ask spread jämfört med sidantalet med avseende på årsredovisningarna. Ett ytterligare sökord i en årsredovisning innebar enligt regressionen en minskning av bid-ask spread med 0,0013 procentenheter. Det tycks således vara mer fördelaktigt att öka antalet sidor jämfört med sökord i årsredovisningen. Trots detta visade vår empiri att sökorden under tidsperioden växte med 33 procent i årsredovisningarna, betydligt mer än antalet sidor.

Tidigare studier som undersökt upplysningsnivåns påverkan på kapitalkostnaden har, i likhet med vår studie, funnit att en ökad upplysningsnivå i årsredovisningarna leder till sänkt kostnad för eget kapital. Welker (1995), Leuz & Verecchia (2000) samt Peterson & Plenborg (2006) använde likt oss bid-ask spread som beroende variabel i sina studier. Peterson & Plenborg (2006) studerade bolag noterade på Copenhagen Stock Exchange, en marknad vi bedömer ha stora likheter med Stockholmsbörsen. Peterson & Plenborg (2006) undersökning resulterade i en koefficient på upplysningsnivån om -0,0014. Ett resultat som i allt väsentligt överensstämmer med vårt eget. Welker (1995), Leuz & Verecchia (2000) redovisade en koefficient på upplysningarna om -2,024 respektive -0,47, ett resultat väsentligt högre än vårt. Undersökningar av Botosan (1997), Botosan & Plumlee (2002) och Hail (2002) har vidare tillämpat en förväntad kostnad för eget kapital som beroende variabel. Detta har i huvudsak inte påverkat slutresultatet då samtliga studier visat på att en högre upplysningsnivå sänker kapitalkostnaden oavsett vilken approximation för kostnaden för eget kapital som används. Resultatet från dessa undersökningar visade på en koefficient på upplysningsgraden om -0,812 för Botosan (1997), -0,007 för Botosan & Plumlee (2002) samt -0,0188 för Hail (2002). Den förhållandevis höga spridningen mellan resultaten kan bero på att undersökningarna är gjorda på olika marknader samt att olika kontrollvariabler har använts vid studierna.

Som tidigare beskrevs har ovan nämnda studier, med undantag för Botosan & Plumlee (2002), byggt på upplysningar vilket baserats på information som publicerats i årsredovisningen alternativt en ackumulerad upplysningsmängd. Våra regressioner för delårsrapporterna är inte entydigt lika de som erhålls av årsredovisningarna. I tabell 8 studerades hur antalet sidor påverkar bid-ask spread för delårsrapporterna. Bid-ask spread minskar med 0,013 procentenheter när delårsrapporterna ökar med en sida jämfört med årsredovisningarnas minskning på 0,0097 procentenheter per adderad sida. Följaktligen kan företag minska kostnaden för eget kapital mer genom att öka antalet sidor i delårsrapporterna i förhållande till årsredovisningarna. Studien visar också att sidantalet i delårsrapporterna i genomsnitt har ökat mer än vad som är fallet för

årsredovisningarna. För den undersökta tidsperioden har sidantalet i delårsrapporterna ökat med 23 procent att jämföra med årsredovisningarnas 10 procent vilket kan tyda på att delårsrapporternas betydelse har ökat.

Vidare undersöktes till vilken grad våra utvalda nyckelord påverkar bid-ask spread i delårsrapporterna. Regressionerna i tabellerna 9 och 10 visar båda att vi med statistisk säkerhet inte kan fastställa att sökord bidrar till en lägre bid-ask spread på grund av signifikansnivån vilken är avsevärt högre än 0,05. Vi kan konstatera att frekvensen av sökord per sida är betydligt lägre i delårsrapporterna i förhållande till årsredovisningarna. Förklaringen kan eventuellt härledas till att våra sökord i huvudsak förekommer i avsnitten med frivillig information vilken kan antas utgöra en större del i årsredovisningen gentemot delårsrapporterna. På grund av den lägre omfattningen av delårsrapporterna ges således ett mindre utrymme åt frivilliga upplysningar och så även våra utvalda sökord. I IAS 34 anges att delårsrapporterna främst ska komplettera den information som lämnats vid senaste räkenskapsårets slut (IASB, 2009). Värt att poängtera är ändå att våra utvalda nyckelord har fördubblats för den studerade tidsperioden vilket är betydligt mer än vad sidorna ökat i delårsrapporterna för motsvarande period.

Som redogjordes för i empirin studerade vi även vilka eventuella skillnader som förekom mellan de olika segmenten vad gäller upplysningars påverkan på bid-ask spread. Som angavs tidigare visade sig bolagen inom Small Cap-segmentet få en motsatt effekt av en högre upplysningsnivå. Resultatet visade att när antalet sidor ökade steg även bid-ask spread. Detta står i motsats till teorin om att en högre upplysningsnivå borde leda till sänkt kostnad för eget kapital. Botosan & Plumlee (2002) kommer i sin studie fram till ett liknande resultat som vårt. Deras studie visade att koefficienten för övriga upplysningar, det vill säga delårsrapporter, blev 0,013. Som framgick av teorin kan resultatet förklaras av att en intensivare rapportering ökar aktiens volatilitet.

Slutligen anser vi med fog kunna konstatera att en ökad upplysningsmängd överlag har en positiv effekt för företagens kostnad för eget kapital. Den positiva effekten måste dock ställas i relation till Elliott & Jacobsons (1994) argumentation om att en ökad upplysningsmängd också är förenad med stigande kostnader för företagen att ta fram och producera informationen. Följaktligen måste nyttan av en lägre kapitalkostnad vägas mot kostnaden för att ta fram densamma.

6. Slutsatser

I detta kapitel presenteras våra slutsatser. Slutsatserna har framkommit som ett resultat av vår teori, empiri och analys. Avslutningsvis lyfter vi fram förslag till vidare forskning som kan vara av intresse inom ämnesområdet.

6.1 Slutsats

- **Hur ser sambandet ut mellan avkastningskravet på eget kapital och upplysningsnivån i årsredovisningar respektive delårsrapporter?**

Sambandet mellan upplysningsnivå och kostnaden för eget kapital är inom litteraturen ett omdiskuterat område. Främst med beaktande av de subjektiva inslag som är oundvikligt vid bedömningen av upplysningsnivån. Tidigare studier har dock visat på ett negativt samband mellan upplysningar och kapitalkostnaden. Bakgrunden hänför sig till den informationsasymmetri som anses föreligga mellan företagsledning och investerare. Följaktligen kräver investerare en högre avkastning vid bristfällig informationsgivning. Enligt teorin borde därför en högre upplysningsnivå leda till att investerare sänker sina avkastningskrav på grund av en minskad informationsasymmetri.

Utifrån dessa förutsättningar valde vi att studera hur sambandet ser ut mellan avkastningskravet på eget kapital och upplysningsnivån för bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Studien innefattade sammantaget 228 företag vilka gav ut 1050 årsredovisningar och 3 953 delårsrapporter. Vår studie visar att nivån på upplysningar, approximerat som antal sidor respektive utvalda nyckelord, och kostnaden för eget kapital, beräknat utifrån bid-ask spread, visar överlag på ett negativt samband. Utifrån vår studie menar vi på att företag således kan dra nytta av att öka sin upplysningsnivå. Samtidigt visar undersökningen på att företagens upplysningar genomgående har ökat under den studerade perioden, 2005 till 2009. Detta skulle följaktligen kunna förklaras av det negativa samband som vi identifierat i vår studie. Vidare är vårt resultat på en övergripande nivå i linje med tidigare studier och avviker inte från vad teorin förutspår.

Vår problemställning syftade vidare till att jämföra årsredovisningar och delårsrapporter för att utröna vilken av dessa som kan sägas ha störst påverkan på kapitalkostnaden. Studien motiverade följaktligen hypoteser för att studera sambandet. Utgångspunkten var i båda fallen, med beaktande av teorin, att det föreligger ett negativt samband.

H₁: *Det föreligger ett negativt samband mellan upplysningsnivån i företagens årsredovisningar och kostnaden för eget kapital.*

H₂: *Det föreligger ett negativt samband mellan upplysningsnivån i företagens delårsrapporter och kostnaden för eget kapital.*

Med avseende på årsredovisningarna resulterade båda approximationerna av upplysningsnivån, sidor respektive sökord, till en minskning av kostnaden för eget

kapital. Resultatet indikerade på att företag med en mer omfattande årsredovisning erhåller en lägre kapitalkostnad jämfört med företag med en mindre omfattande årsredovisning. Vår regressionsanalys visade att en extra sida i årsredovisningen sänkte bid-ask spread med 0,0097 procentenheter. Vidare resulterade våra utvalda nyckelord i en minskning av bid-ask spread med 0,0013 procentenheter per ytterligare sökord. Båda våra variabler tycks således ha en positiv effekt på kapitalkostnaden även om variabeln för antal sidor uppvisar en något större påverkan.

Delårsrapporter utkommer betydligt oftare och med en kortare tidsfördröjning gentemot årsredovisningen. Samtidigt är omfattningen betydligt lägre och utgörs främst av information hänförlig endast till rapportperioden. I motsats till årsredovisningarna finner vi endast sidantalet statistiskt signifikant när dessa studeras i förhållande till bid-ask spread. För delårsrapporter visade vår regressionsanalys att en ytterligare sida resulterade i en minskning av bid-ask spread med 0,013 procentenheter. Således tycks ett ökat sidantal i delårsrapporterna ha en högre inverkan på bid-ask spread än vad som är fallet för årsredovisningarna. Dessutom har delårsrapporternas omfattning växt i högre takt jämfört med årsredovisningarna under tidsperioden 2005 till 2009. Detta återspeglar enligt oss en ökad efterfrågan från investerare på mer omfattande delårsrapporter vilket sedermera betalar sig i ett lägre avkastningskrav.

Denna uppsats har bidragit till att styrka resonemanget om att en ökad upplysningsnivå leder till sänkt kapitalkostnad. Till skillnad mot flertalet tidigare studier utvidgar den urvalet till att inte ensidigt fokusera på årsredovisningen utan inkluderar även företagets delårsrapporter i studien. Vi kan konstatera att delårsrapporter har en något större påverkan på bid-ask spread jämfört med årsredovisningar när upplysningarna kvantifieras till att omfatta antalet sidor i de finansiella rapporterna.

6.2 Förslag till vidare forskning

Vi har under arbetets förlopp noterat att den teoretiska forskningen som avser förklara hur en högre upplysningsgrad bidrar till att sänka företagets kapitalkostnad står sig relativt väl. Uppfattningen att företag, genom att vara generösa i sin upplysningspolicy, kan sänka avkastningskravet från investerare tycks vara allmänt accepterad. Trots detta uppfattar vi att de empiriska studierna på området är relativt omdebatterade. Bakgrunden kan hänföras till de subjektiva bedömningar som ligger bakom att värdera kvaliteten på upplysningar. Vidare studier skulle följaktligen kunna fokusera på vad olika intressentgrupper anser vara relevanta upplysningar. Vi uppfattar att studier av sådant slag skulle vara av stor vikt för det fortsatta arbetet med att utröna upplysningars påverkan på kapitalkostnaden.

Vidare har vi under studiens genomförande konstaterat att omfattningen av de upplysningar vi valt att kvantifiera ökat under den undersökta tidsperioden. En rationell förklaring torde därmed vara att efterfrågan från intressenterna ökat. Tidigare forskning som vi tagit del av tycks tillskriva en stor del av ökningen som en följd av

teknisk, kulturell och social utveckling (se exempelvis Beattie et al. 2008). Utifrån vårt perspektiv och mening skulle det vara intressant att undersöka hur medvetet företagsledningar väljer att öka upplysningsnivån som ett led i att sänka kapitalkostnaden, både med avseende på kreditgivare och potentiella aktieägare. En sådan studie skulle med fördel kunna utgå från en kvalitativ forskningsansats.

Referenser

Tryckta källor

- Aczel, A. & Sounderpandian, J. (2006) *Complete Business statistics*. McGraw-Hill
International Edition: Sixth Edition. New York: McGraw-Hill
- Andersen, I. (1998) *Den uppenbara verkligheten. Val av samhällsvetenskaplig metod*.
Lund: Studentlitteratur.
- Arvidson, P., Thomasson, J., Lindqvist, H., Larson, O. & Rohlin, L. (2007) *Den nya
affärsredovisningen*. Malmö: Liber.
- Befring, E. (1994) *Forskningsmetodik och statistik*. Lund: Studentlitteratur.
- Bjereld, U., Demker, M. & Hinnford, J. (2002) *Varför vetenskap? Om vikten av problem
och teori i forskningsprocessen*. Lund: Studentlitteratur.
- Blumberg, B., Cooper D. & Schindler, P. (2008) *Business Research Methods*. Second
European Edition. Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Christensen, L., Andersson, N., Engdahl, C. & Haglund, L. (2001) *Marknadsundersökning:
en handbok*. Lund: Studentlitteratur.
- Dahmström, K. (2000) *Från datainsamling till rapport: att göra en statistisk
undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Ds 2006:6 (2006) *Informationskrav i noterade företag, m.m.* Finansdepartementet.
- FAR SRS (2009) *Samlingsvolymen 2009 Redovisning*. Stockholm: FAR SRS Förlag.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Holmes, A. & Tarca, A. (2006) *Accounting Theory*. Sixth Edition.
Australia: John Wiley & Sons
- Gröjer, J. (2002) *Grundläggande redovisningsteori*. Lund: Studentlitteratur.
- IASB (2009) *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2009*. Stockholm: FAR
SRS Förlag.
- Marton, J., Lumsden, M., Lundqvist, P., Pettersson, A. & Rimmel, G. (2010) *IFRS – i teori
och praktik*. Stockholm: Bonnier Utbildning.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. & Jordan, B. (2008) *Modern Financial Management*.
International Student Edition. New York: McGraw-Hill.
- Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L. (2006) *Att utreda forska och rapportera*. Malmö:
Liber.

Vetenskapliga artiklar

- Adhikaric, A., Hodgdon, C., Tondkar, R. & Harless, D. (2008) Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 17, p. 1-13.
- Ahmed, K. (1995) The Effect of Corporate Characteristics on Disclosure Quality in Corporate Annual Reports: A Meta-Analysis. Working Paper, *Victoria University of Wellington. New Zealand*.
- Akerlof, G. (1970) The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, p. 488-500.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986) Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, p. 223-249.
- Beattie, V., Dhanani, A. & Jones, M. (2008) Investigating Presentational Change in U.K. Annual Reports A Longitudinal Perspective. *Journal of Business Communication*, Vol. 45, p. 181-222.
- Beretta, S. & Bozzolan, S. (2004) A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, p. 265-288.
- Botosan, C. (1997) Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, Vol. 72, p. 323-349.
- Botosan, C. (2004) Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, Vol 39, p. 289-295.
- Botosan, C. & Plumlee, M. (2002) A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, p. 21-40.
- Cheung, Y., Jiang, P. & Tan, W. A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 29, p. 259-280.
- Chung, K., Van Ness, B. & Van Ness, R. (1999) Limit orders and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, Vol 53, p. 255-287.
- Coller, M. & Yohn, T. (1997) Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads. *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, p. 181-191.

- Daske, H. (2006) Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP – Have the Expected Cost of Equity Capital Really Decreased. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, p. 329–373.
- Diamond, D. & Verrecchia, R. (1991) Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol. 46, p. 1325-1359.
- Dimson, E. (1979) Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading. *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, p. 197-226.
- Elliot, R. & Jacobson, P. (1994) Cost and Benefits of Business Information Disclosure. *Accounting Horizons*, Vol. 8, p. 80-96.
- Easley, D. & O'Hara, M. (2004) Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol. 59, p.1553-1583.
- Francis, J., Khurana, I. & Pereira, R. (2005) Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review*, Vol. 80, p. 1125-1162.
- Hail, L. (2002) The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, Vol. 11, p. 741-773.
- Healy, P. & Palepu K. (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, p. 405–440.
- Jensen, M. & Meckling, W (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360
- Knutson, P. (1992) Financial Reporting in the 1990s and beyond: An Executive Summary. *Financial Analysts Journal*, Vol. 48, p. 21-23.
- Kothari, S., Li, X. & Short, J. (2009) The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. *The Accounting Review*, Vol. 84, p. 1639-1670.
- Kristandl, G & Bontis, N. (2007) The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, p. 577-594.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007) Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*. Vol, 45, p. 385-420.
- Lang, M. & Lundholm, R. (1993) Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, p. 246-271.

- Lang, M. & Lundholm, R. (2000) Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17, p. 623-662.
- Leuz, C. & Verrecchia, R. (2000) The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research* Vol. 38, p. 91-124.
- Masulis, R. & Shivakumar, L. (2002) Does Market Structure Affect the Immediacy of Stock Price Responses to News? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, p. 617-648.
- McInish, T. & Wood, R. (1992) An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spreads for NYSE Stocks. *The Journal of Finance*, Vol. 47, p. 753-764.
- Petersen, C. & Plenborg, T. (2006) Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, p. 127-149.
- Previts, G., Brioker, R., Robinson, T. & Young, S. (1994) A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports. *Accounting Horizons*, Vol. 8, p. 55-70.
- Roll, R. (1984) A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market. *The Journal of Finance*, Vol. 39, p. 1127-1139.
- Röell, A. (1996) The decision to go public: An overview. *European Economic Review*, Vol. 40, p. 1071-1081.
- Welker, M. (1995) Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, p. 801-827.

Elektroniska källor

- Aktiespararna (2011) *Holmen, SAS och Wallenstam presenterade de bästa årsredovisningarna 2009*. Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/sajt/pressrum/Pressmeddelanden/Holmen-SAS-och-Wallenstam-presenterade-de-basta-arsredovisningarna-2009/> (Hämtad: 2011-04-29)
- Epstein, J. (2009) The economic effect on IFRS adaption - investigating the expected benefits. *The CPA Journal, Mars 2009*, p. 26-31. Tillgänglig: IFRS Accountant (Hämtad: 2011-03-28)
- Muradoglu, G. (1999) The Cost of Equity. *Management Quarterly, Part 4 July 1999*, p. 17-21. Tillgänglig: Tomorrows Leaders (Hämtad: 2011-04-20)

Nasdaq OMX (2011:1) *Regelverk för emittenter*. Tillgänglig: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/71/71681_nasdaq_omx_stockholms_regelverk_for_emittenter_2011_01_01.pdf (Hämtad: 2011-03-26)

Nasdaq OMX (2011:2) *Aktier*. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> (Hämtad: 2011-04-03)

NGM (2011) *Regelverk NGM Equity - Börsregler 2010*. Tillgänglig: http://www.ngm.se/doc-archive/ngm-borsen/notering/borsregler_2010_galler_from_2010-10-01.pdf (Hämtad: 2011-03-26)

PwC (2011) *Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*. Studie mars 2011. Tillgänglig: <http://www.pwc.com/se/riskpremiestudien> (Hämtad: 2011-04-02)

Stockwatch (2011) *Pressreleaser & rapporter*. Tillgänglig: <http://www.di.se/Stockwatch/StockwatchCompanies> (Hämtad: 2011-04-04)

Appendix. Samtliga bolag i urvalet under perioden 2005-2009

Företag	Segment	Sektor (GICS)	Ins. årsred.	Ins. delårsrap.	Not.
Electrolux	Large Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Hennes & Mauritz	Large Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Husqvarna	Large Cap	Sällanköpsvaror	4	15	noterades 13 juni 2006
MTG	Large Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Axfood	Large Cap	Dagligvaror	5	20	
Hakon Invest	Large Cap	Dagligvaror	5	16	noterades 8 dec 2005
Oriflame	Large Cap	Dagligvaror	5	20	
Swedish Match	Large Cap	Dagligvaror	5	20	
Alliance Oil	Large Cap	Energi	5	20	
Lundin Petroleum	Large Cap	Energi	5	20	
Castellum	Large Cap	Finans	5	19	Q2 2008 ej tillgänglig
Fabege	Large Cap	Finans	5	20	
Hufvudstaden	Large Cap	Finans	4	16	fin. rap. 2005 ej tillgänglig
Industrivärden	Large Cap	Finans	5	20	
Investor	Large Cap	Finans	5	20	
Kinnevik	Large Cap	Finans	5	20	
Latour	Large Cap	Finans	5	20	
Lundbergföretagen	Large Cap	Finans	5	20	
Melker Schörling	Large Cap	Finans	4	13	från First North 6 dec 2006
Nordea Bank	Large Cap	Finans	5	20	
Ratos	Large Cap	Finans	5	20	
SEB	Large Cap	Finans	5	20	
Swedbank	Large Cap	Finans	5	20	
Handelsbanken	Large Cap	Finans	5	20	
AstraZeneca	Large Cap	Hälsovård	5	19	Q4 2006 ej tillgänglig
Elekta	Large Cap	Hälsovård	5	17	Q4 06/07/08 ej tillgänglig
Getinge	Large Cap	Hälsovård	5	20	
Meda	Large Cap	Hälsovård	5	20	
ABB	Large Cap	Industri	5	20	
Alfa Laval	Large Cap	Industri	5	16	Q 2005 ej tillgänglig
Assa Abloy	Large Cap	Industri	5	20	
Atlas Copco	Large Cap	Industri	5	20	
Hexagon	Large Cap	Industri	5	20	
NCC	Large Cap	Industri	5	20	
Peab	Large Cap	Industri	5	20	
SAAB	Large Cap	Industri	5	20	
Sandvik	Large Cap	Industri	5	20	
Scania	Large Cap	Industri	5	20	
Seco Tools	Large Cap	Industri	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillgänglig
Securitas	Large Cap	Industri	5	20	
Skanska	Large Cap	Industri	5	19	Q2 2005 ej tillgänglig
SKF	Large Cap	Industri	5	20	
Trelleborg	Large Cap	Industri	5	20	
Volvo	Large Cap	Industri	5	20	
Ericsson	Large Cap	Informationsteknik	5	20	
Boliden	Large Cap	Material	5	20	



Företag	Segment	Sektor (GICS)	Ins. årsred.	Ins. delårsrap.	Not.
Holmen	Large Cap	Material	5	17	Q1-Q3 2005 ej tillgänglig
SSAB	Large Cap	Material	5	20	
Stora Enso	Large Cap	Material	5	20	
SCA	Large Cap	Material	5	20	
Millicom International	Large Cap	Teleoperatörer	5	20	
Tele2	Large Cap	Teleoperatörer	5	20	
TeliaSonera	Large Cap	Teleoperatörer	5	20	
Betsson	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Bilia	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	19	Q1 2005 ej tillgänglig
Björn Borg	Mid Cap	Sällanköpsvaror	3	12	från First North 7 maj 2007
Clas Ohlson	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Duni	Mid Cap	Sällanköpsvaror	3	8	noterades 14 sept 2007
Eniro	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	19	
Fenix Outdoor	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillgänglig
JM	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
KappAhl	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	15	noterades 23 feb 2006
Mekonomen	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
New Wave Group	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Nobia	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Rezidor Hotel Group	Mid Cap	Sällanköpsvaror	4	14	noterades 21 juni 2006
SkiStar	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Unibet	Mid Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
AarhusKarlshamn	Mid Cap	Dagligvaror	4	16	noterades 11 sept 2006
Black Earth Farming	Mid Cap	Dagligvaror	1	4	från First North 26 jun 2009
PA Resources	Mid Cap	Energi	5	20	
Atrium Ljungberg	Mid Cap	Finans	5	20	
Avanza Bank	Mid Cap	Finans	5	20	
Brinova Fastigheter	Mid Cap	Finans	5	20	
Bure Equity	Mid Cap	Finans	5	20	
East Capital Explorer	Mid Cap	Finans	3	8	noterades 9 nov 2007
Fast Partner	Mid Cap	Finans	5	20	
Fastighets Balder	Mid Cap	Finans	4	19	
Heba Fastighets	Mid Cap	Finans	5	17	Q1-Q3 2005 ej tillgänglig
Klövern	Mid Cap	Finans	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillgänglig
Kungsleden	Mid Cap	Finans	5	20	
Nordnet	Mid Cap	Finans	5	20	
Sagax	Mid Cap	Finans	3	10	från First North 8 okt 2007
Säkl	Mid Cap	Finans	5	16	Q4 06-09 ej tillgänglig
Wallenstam	Mid Cap	Finans	5	20	
Wihlborgs Fastigheter	Mid Cap	Finans	5	19	Q1 2005 ej tillgänglig
Vostok Nafta	Mid Cap	Finans	3	12	noterades 4 juli 2007
Öresund Investment	Mid Cap	Finans	5	20	
Active Biotech	Mid Cap	Hälsovård	5	20	
BioInvent International	Mid Cap	Hälsovård	5	20	
Diamyd Medical	Mid Cap	Hälsovård	5	16	
Medivir	Mid Cap	Hälsovård	5	20	
Biovitrum	Mid Cap	Hälsovård	4	14	noterades 15 sept 2006
Addtech	Mid Cap	Industri	5	20	



Företag	Segment	Sektor (GICS)	Ins. årsred.	Ins. delårsrap.	Not.
B&B Tools	Mid Cap	Industri	5	20	
BE Group	Mid Cap	Industri	4	12	noterades 24 nov 2006
Beijer G & L	Mid Cap	Industri	5	20	
Beijer Alma	Mid Cap	Industri	5	20	
Fagerhult	Mid Cap	Industri	5	20	
Gunnebo	Mid Cap	Industri	5	20	
Haldex	Mid Cap	Industri	5	20	
Hexpol	Mid Cap	Industri	2	7	spi.off Hexagon 9 juni 2008
Indutrade	Mid Cap	Industri	4	17	noterades 5 okt 2005
Intrum Justitia	Mid Cap	Industri	5	20	
Lindab International	Mid Cap	Industri	3	13	noterades 1 sep 2006
Loomis	Mid Cap	Industri	2	4	spi.off Securitas 9 nov 2008
NIBE Industrier	Mid Cap	Industri	5	20	
Niscayah Group	Mid Cap	Industri	4	14	spi.off Securitas 2 okt 2006
Proffice	Mid Cap	Industri	5	20	
SAS	Mid Cap	Industri	5	20	
Sweco	Mid Cap	Industri	5	20	
Systemair	Mid Cap	Industri	3	11	noterades 12 okt 2007
Transcom WorldWide	Mid Cap	Industri	0	15	Q1 05-Q1 06, års. ej tillg.
ÅF	Mid Cap	Industri	5	8	Q1 2005-Q4 2007 ej tillg.
Axis	Mid Cap	Informationsteknik	5	20	
HiQ International	Mid Cap	Informationsteknik	5	20	
IFS	Mid Cap	Informationsteknik	5	20	
Net Entertainment	Mid Cap	Informationsteknik	1	5	från NGM 13 jan 2009
Net Insight	Mid Cap	Informationsteknik	5	20	
Nolato	Mid Cap	Informationsteknik	5	20	
Orc Software	Mid Cap	Informationsteknik	5	20	
TradeDoubler	Mid Cap	Informationsteknik	4	16	noterades 8 nov 2005
Billerud	Mid Cap	Material	5	20	
Höganäs	Mid Cap	Material	5	20	
A-Com	Small Cap	Sällanköpsvaror	5	18	Q1-Q2 2005 ej tillgänglig
Elanders	Small Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Electra Gruppen	Small Cap	Sällanköpsvaror	1	3	noterades 1 jun 2009
Hemtex	Small Cap	Sällanköpsvaror	4	18	noterades 6 okt 2005
Kabe	Small Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Metro International	Small Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
NSP Holding	Small Cap	Sällanköpsvaror	2	5	noterades 15 jan 2009
RNB Retail and Brands	Small Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Swedol	Small Cap	Sällanköpsvaror	2	7	från First North 12 jun 2008
Venue Retail Group	Small Cap	Sällanköpsvaror	5	20	
Cloetta	Small Cap	Dagligvaror	1	7	från First North 16 feb 2009
Midsona	Small Cap	Dagligvaror	5	20	
Concordia Maritime	Small Cap	Energi	5	20	
Catena	Small Cap	Finans	4	16	spi.off bilia 26 apr 2006
Dagon	Small Cap	Finans	3	12	åternoterad/observlistan
Diös Fastigheter	Small Cap	Finans	4	15	noterades 22 maj 2006
Havsfrun Investment	Small Cap	Finans	5	20	
Novestra	Small Cap	Finans	5	18	Q1-Q2 2006 ej tillgänglig



Företag	Segment	Sektor (GICS)	Ins. årsred.	Ins. delårsrap.	Not.
Svolder	Small Cap	Finans	5	20	
Traction	Small Cap	Finans	5	20	
Aerocrine	Small Cap	Hälsovård	3	0	noterades 15 juni 2007
Artimplant	Small Cap	Hälsovård	5	20	
BioGaia	Small Cap	Hälsovård	3	13	Q2, Q4 05, Q1-Q4 07 ej tillg.
BioPhausia	Small Cap	Hälsovård	5	0	Q1 2005-Q4 2009 ej tillg.
Biotage	Small Cap	Hälsovård	5	20	
Elos	Small Cap	Hälsovård	5	20	
Feelgood	Small Cap	Hälsovård	4	20	årsredovisning 2005 ej tillg.
Global Health Partner	Small Cap	Hälsovård	2	6	noterades 3 okt 2008
Karo Bio	Small Cap	Hälsovård	5	20	
LinkMed	Small Cap	Hälsovård	4	13	noterades 12 dec 2006
Orexo	Small Cap	Hälsovård	5	17	noterades 9 nov 2005
Ortivus	Small Cap	Hälsovård	5	20	
Probi	Small Cap	Hälsovård	5	20	
RaySearch Laboratories	Small Cap	Hälsovård	5	20	
Sectra	Small Cap	Hälsovård	5	20	
Vitrolife	Small Cap	Hälsovård	5	20	
ACAP Invest	Small Cap	Industri	5	19	Q1 2005 ej tillgänglig
Bong Ljungdahl	Small Cap	Industri	4	20	årsredovisning 2005 ej tillg.
BTS Group	Small Cap	Industri	5	20	
Cision	Small Cap	Industri	5	20	
Consilium	Small Cap	Industri	5	19	Q3 2006 ej tillgänglig
CTT Systems	Small Cap	Industri	5	18	Q3-Q4 2007 ej tillgänglig
Duroc	Small Cap	Industri	5	20	
Geveko	Small Cap	Industri	5	20	
Intellecta	Small Cap	Industri	5	17	Q2-Q4 2006 ej tillgänglig
ITAB Shop Concept	Small Cap	Industri	2	7	noterades 8 juli 2008
Lammhults Design	Small Cap	Industri	5	20	
Malmbergs Elektriska	Small Cap	Industri	5	20	
Midway Holding	Small Cap	Industri	5	20	
Morphic Technologies	Small Cap	Industri	2	9	noterades 4 mars 2008
Nederman Holding	Small Cap	Industri	3	11	noterades 16 maj 2007
OEM International	Small Cap	Industri	5	20	
Opcon	Small Cap	Industri	5	20	
Poolia	Small Cap	Industri	5	20	
Rederi Transatlantic	Small Cap	Industri	5	17	Q1-Q3 2005 ej tillgänglig
Rejlerkoncernen	Small Cap	Industri	4	13	noterades 18 dec 2006
Semcon	Small Cap	Industri	5	20	
SinterCast	Small Cap	Industri	5	20	
Studsvik	Small Cap	Industri	5	18	Q1 2006, Q4 2009 ej tillg.
Svedbergs	Small Cap	Industri	5	20	
Uniflex	Small Cap	Industri	4	14	noterades 1 nov 2006
VBG Group	Small Cap	Industri	5	19	Q4 2007 ej tillgänglig
Xano Industri	Small Cap	Industri	4	16	Q1-Q4, årsred. 2005 ej tillg.
Acando	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
AddNode	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Anoto Group	Small Cap	Informationsteknik	5	20	



Företag	Segment	Sektor (GICS)	Ins. årsred.	Ins. delårsrap.	Not.
Aspiro	Small Cap	Informationsteknik	5	16	Q1-Q3 2005, Q4 2006 ej tillg.
Beijer Electronics	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Connecta	Small Cap	Informationsteknik	5	19	noterades 30 maj 2005
Cybercom Group	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Digital Vision	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Doro	Small Cap	Informationsteknik	3	12	Q1 2005-Q4 2006 ej tillg.
ElektronikGruppen	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Enea	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Fingerprint Cards	Small Cap	Informationsteknik	5	19	Q4 2006 ej tillgänglig
HMS Networks	Small Cap	Informationsteknik	3	10	noterades 19 okt 2007
Intoi	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Jeeves	Small Cap	Informationsteknik	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillgänglig
Know IT	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Lagercrantz Group	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Micronic Mydata	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Mobyson	Small Cap	Informationsteknik	5	8	Q1 2005-Q4 2007 ej tillg.
MSC Konsult	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
MultiQ International	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Note	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Novotek	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
PartnerTech	Small Cap	Informationsteknik	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillgänglig
Precise Biometrics	Small Cap	Informationsteknik	5	13	Q1 2005-Q3 2006 ej tillg.
Prevas	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Pricer	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Proact IT Group	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
PSI Group ASA	Small Cap	Informationsteknik	0	7	noterades 26 aug 2008
ReadSoft	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Sensys Traffic	Small Cap	Informationsteknik	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillgänglig
Sigma	Small Cap	Informationsteknik	5	20	
Softronic	Small Cap	Informationsteknik	4	5	Q1 2005-Q3 2008 ej tillg.
Bergs Timber	Small Cap	Material	5	19	Q1 2005 ej tillgänglig
Nordic Mines	Small Cap	Material	2	6	noterades 18 juli 2008
ProfilGruppen	Small Cap	Material	5	20	
Rottneros	Small Cap	Material	5	19	Q1 2005 ej tillgänglig
Rörvik Timber	Small Cap	Material	5	16	Q1-Q4 2005 ej tillg.
AllTele	Small Cap	Teleoperatörer	1	3	noterades 15 juni 2009
DGC One	Small Cap	Teleoperatörer	2	7	noterades 16 juni 2008
Phonera	Small Cap	Teleoperatörer	5	6	Q1 2005-Q2 2008 ej tillg.