



School of Economics
and Commercial Law
GÖTEBORG UNIVERSITY

Hur värderar börsföretag sitt innehav av onoterade aktier?

Magisteruppsats i företagsekonomi
Avancerad externredovisning
Höstterminen 2009

Handledare: Kristina Jonäll
Jan Marton

Författare: Johanna Krantz
Lisa Horster

Förord

Den här uppsatsen hade varit svår att färdigställa utan den värdefulla hjälp vi mottagit från våra handledare Jan Marton och Kristina Jonäll. Era synpunkter och råd har styrt oss i rätt riktning och ni har alltid funnits tillgängliga för tips och frågor. Ett stort tack till er.

Vi vill även tacka våra opponenter som hjälpt oss att förbättra vår uppsats på många sätt. Era förslag på förbättringar har varit ovärderliga.

Författarna
Göteborg 2010-01-10

Johanna Krantz

Lisa Horster

DEFINITIONER OCH FÖRKORTNINGAR

GICS – klassificeringssystem som Nordiska Listan använder för noterade företag.

IASB – International Accounting Standards Board.

IFRS – International Financial Reporting Standards.

IPEVC – står för International Private Equity and Venture Capital och är en samling riskkapitalföreningar som gått samman och skapat riktlinjer för hantering och värdering av investeringar.

Large Cap – segment i börslistan Nordiska Listan som har ett börsvärde över 1 miljard euro.

Mid Cap – segment i börslistan Nordiska Listan som har ett börsvärde mellan 150 miljoner euro och 1 miljard euro.

Nordiska Listan – gemensam nordisk börslista för börserna på de nordiska och baltiska finansmarknaderna. Etablerades 2006.

Small Cap – segment i börslistan Nordiska Listan som har ett börsvärde understigande 150 miljoner euro.

SAMMANFATTNING

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Redovisning, Magisteruppsats HT 2009

Författare: Johanna Krantz och Lisa Horster

Handledare: Kristina Jonäll och Jan Marton

Titel: Hur värderar börsföretag sitt innehav av onoterade aktier?

Bakgrund och problembeskrivning: Från och med år 2005 ska alla noterade bolag upprätta sina koncernredovisningar enligt IASBs regelverk IFRS. Redovisningen har gått från att traditionellt sett vara inriktad på anskaffningsvärde till att värdera fler tillgångar, bland annat finansiella instrument, till verkligt värde. Att värdera till verkligt värde kan vara svårt då IFRS är ett principbaserat regelverk och inga tydliga riktlinjer finns för hur värdering av exempelvis onoterade aktier ska gå till. En ny standard rörande verkligt värde är på ingång men än så länge har företagen stor frihet i sin redovisning av denna metod. Författarna frågar sig i den här undersökningen hur de börsnoterade företagen värderar sitt innehav av en slags finansiell tillgång, närmare bestämt onoterade aktier. Vidare undersöks om värderingen av denna post har något samband med bransch- och/eller storlekstillhörighet eller med anlita revisionsbyrå.

Syfte: Uppsatsen syftar till att undersöka hur bolag på OMX Nordic Exchange Stockholm, hädanefter Stockholmsbörsen, värderar innehav av aktier där ingen aktiv marknad finns. Vidare är syftet att undersöka om det finns ett samband mellan hur bolagen värderar de onoterade aktierna och deras storlek, branschtillhörighet eller anlita revisionsbyrå.

Metod: Undersökningen genomfördes med hjälp av ett kvantitativt arbetssätt. Årsredovisningar från samtliga svenska börsnoterade företag granskades med avsikten att undersöka hur dessa företag beräknar verkligt värde på onoterade aktier och om skillnader existerar med avseende på företagets storlek och branschtillhörighet. Hypoteser ställdes upp och testades för att på det sättet svara på problemformuleringen.

Slutsatser: Inget fastställt statistiskt samband kunde påvisas mellan värderingssätt och storlekstillhörighet. Detta förvånade författarna en aning då tidigare studier hade visat att företags redovisningsval till stor del beror på storlekskategori. Inte heller kunde ett samband påvisas mellan värderingssätt och branschtillhörighet då alla företag ingick i testet. Då endast gruppen med de minsta företagen testades med variabeln bransch påvisades däremot ett samband. Anledningen till detta kan vara att små företag är mer benägna att påverkas av varandra och av branschstandarderna. Ett signifikant samband mellan värderingssätt och val av revisionsbyrå kunde inte skönjas. Tidigare studier var något ambivalenta vad gäller revisionsbyråernas påverkan på ett företags redovisningsval, och i denna undersökning kunde ett sådant samband inte heller bevisas.

Förslag till fortsatt forskning: Ett annat sätt att undersöka hur företag värderar sitt innehav av onoterade aktier är att titta närmare på varje enskilt företag genom exempelvis intervjuer och därigenom skapa en större förståelse för hur deras värderingsmodeller används i praktiken. En ytterligare variant av denna studie hade varit att undersöka och jämföra hur utförliga företagen är i sina årsredovisningar vad gäller innehav av onoterade aktier eller något annat finansiellt instrument. Detta skulle kunna kopplas till bransch- eller storlekskaraktäristika. Slutligen skulle en studie gjord över tid vara intressant och se hurvida företag håller fast vid sina värderingsmetoder eller om det finns någon tendens att det ena värderingssättet blir vanligare än ett annat, exempelvis vid lågkonjunktur.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Frågeställning.....	3
1.4 Syfte	3
1.5 Fortsatt disposition.....	3
2 REFERENSRAM.....	5
2.1 Finansiella instrument.....	5
2.1.1 Definition	5
2.1.2 Värdering och kategorisering	6
2.2 Onoterade aktier	7
2.2.1 Värdering av onoterade finansiella instrument	7
2.3 Verkligt värde	8
2.3.1 Verkligt värde/anskaffningsvärde	9
2.3.2 Aktuell debatt kring verkligt värde och finansiella instrument.....	9
2.4 Kvalitativa egenskaper	11
2.4.1 Tillförlitlighet.....	11
2.4.2 Relevans	11
2.4.3 Jämförbarhet	12
2.4.4 Nyttan och kostnad	12
2.5 Vad styr redovisningsbesluten.....	12
2.5.1 Påverkande faktorer	12
2.5.2 Institutionell teori.....	14
3 METOD.....	15
3.1 Val av metod.....	15
3.2 Tillvägagångssätt	15
3.3 Population och urval	16
3.3.1 Bortfall	17
3.4 Datainsamling	17
3.5 Studiens giltighet	18
3.6 Källkritik.....	18
3.7 Kruskal-Wallis.....	19
3.8 Val av hypoteser	19
3.9 Koder	20
4 RESULTAT OCH ANALYS	22

4.1 Värdering av onoterade aktier	22
4.2 Påverkande faktorer	22
4.2.1 Sambandet mellan bransch och värdering av onoterade aktier	23
4.2.2 Sambandet mellan anlita revisionsbyrå och värdering av onoterade aktier	26
4.2.3 Sambandet mellan företagets storlek och värdering av onoterade aktier	28
4.3 Sammanfattning av empirin	30
5 SLUTDISKUSSION	31
5.1 Slutsats	31
5.2 Förslag till fortsatt forskning	33
KÄLLFÖRTECKNING	34
BILAGOR	37
Bilaga 1	37
Bilaga 2	39

TABELLFÖRTECKNING

Tabell 1: Kategorisering och värdering av finansiella instrument	6
Tabell 2: Kodning av insamlad data	20
Tabell 3: Kodning av insamlad data med sammanslagna branscher	21
Tabell 4: Samband mellan värderingsmetod och bransch	24
Tabell 5: Samband mellan värderingsmetod och bransch med sammanslagna branscher	24
Tabell 6: Samband mellan värderingsmetod och bransch på small cap	25
Tabell 7: Samband mellan branschtillhörighet och värderingsmetod för sammanslagna branscher på small cap	26
Tabell 8: Samband mellan anlita revisionsbyrå och värderingsmetod	27
Tabell 9: Samband mellan anlita revisionsbyrå och värderingsmetod på large cap	28
Tabell 10: Värderingsmetod uppdelad på storlek	28
Tabell 11: Samband mellan företagets storlek och värderingsmetod	29

DIAGRAMFÖRTECKNING

Diagram 1: Undersökta företag uppdelade i branscher	22
Diagram 2: Värderingsmetod uppdelad i branschtillhörighet	23
Diagram 3: Värderingsmetod uppdelad i branschtillhörighet inom small cap	25

1 INLEDNING

I det inledande kapitlet ges en inblick i problematiken kring redovisning av finansiella instrument till verkligt värde, vilket mynnar ut i problemdiskussionen och problemformuleringen. Vidare redogörs för syftet med studien och slutligen presenteras den fortsatta dispositionen.

1.1 Bakgrund

Redovisningen har tidigare utformats och reglerats på nationell nivå vilket inneburit stora skillnader mellan ländernas redovisning. En ökad handel mellan företag i olika länder har dock medfört att efterfrågan av en mer jämförbar redovisning ökat. År 2002 kom slutligen ett beslut från EU-kommissionen som innebär att alla noterade bolag från och med år 2005 ska upprätta sina koncernredovisningar i enlighet med International Accounting Standards Boards (IASB) regelverk.¹ Detta innebär inte bara en ökad harmonisering av redovisningen inom EU utan även mellan EU och USA, eftersom IASBs standarder är influerade av den amerikanska motsvarigheten FASB.²

Införandet av IASBs regelverk IFRS, International Financial Reporting Standards, medförde en förändring av värdering av tillgångar, vilket kommit att bli en omdebatterad fråga inom redovisningen. Redovisningen har gått från att traditionellt sett vara mer inriktad på anskaffningsvärdet till att värdera fler och fler tillgångar, bland annat finansiella instrument, till verkligt värde.³ Verkligt värde definieras enligt följande av IASB:⁴

Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras, mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.

Det finns svårigheter med värdering till verkligt värde men också en nytta. Aktieägarna, de primära användarna av redovisningen enligt IASBs Föreställningsram, får tillgång till mer relevant information vilken lämpar sig bättre som underlag för beslut.⁵ Anhängare av värdering till verkligt värde anser att företag bör ta hänsyn till den bästa informationen som finns tillgänglig för tillfället eftersom det ökar jämförbarheten mellan företagen då alla redovisar tillgångar till samma värde oavsett när de införskaffats. Förespråkare av redovisning av tillgångar till dess anskaffningsvärde anser däremot att den metoden innebär en mer objektiv redovisning då det finns en faktisk, verifierbar transaktion. Vidare anser de att marknadsvärdet på en tillgång inte utgör ett mer verkligt värde än anskaffningsvärdet eftersom vinsten eller förlusten inte realiserats förrän tillgången säljs. Nackdelar med värdering till anskaffningsvärdet kan dock vara att tillgången införskaffats då marknadsvärdet varit lågt, vilket medför att den fortsättningsvis kommer att vara undervärderad i balansräkningen.⁶

¹ Marton, J. et al. (2008)

² Smith, D. (2006)

³ Marton, J. et al. (2008)

⁴ IAS 39. (2009)

⁵ Marton, J. (2008)

⁶ Artsberg, K. (2005)

Anledningen till att redovisningen av finansiella instrument har blivit en alltmer uppmärksam fråga är utvecklingen på de finansiella marknaderna under den senaste tiden. Utvecklingen har gått mot mer komplexa finansiella instrument och avancerade strategier för finansiell riskhantering har möjliggjorts. Strategierna utgår numer från de verkliga värdena, vilket innebär en skillnad för användarna av redovisningen som numer kan ta del av vad som sker i företagen till skillnad från förut då anskaffningsvärden användes.⁷

1.2 Problemdiskussion

IASB publicerade våren 2009 ett exposure draft med målsättningen att skapa en särskild standard som rör verkligt värde.⁸ I nuläget är rekommendationerna för hantering och värdering av verkligt värde utspridda över ett flertal standarder. I USA pågår ett liknande arbete, något som ytterligare för de europeiska och amerikanska redovisningsstandarderna närmare varandra. Verkligt värde är därmed ett aktuellt ämne och omgett av många åsikter, både från standardsättarna och från användarnas sida. En artikel publicerad i *Accounting in Europe* så sent som i december 2009 påpekar att värderingsfrågor inom redovisning är något som är ständigt aktuellt.⁹ En annan artikel, publicerad i *Accounting, Organizations & Society* i oktober 2009 nämner att förfarandet med värdering till verkligt värde har blivit beskyllt för att ha orsakat – eller åtminstone förvärrat – den pågående finanskrisen.¹⁰ Många röster har höjts för att få till stånd en tillbakagång till värdering till anskaffningsvärde. Författarna kommer därför, förutom att försöka utröna vad verkligt värde egentligen innebär, diskutera vilka olika värderingsmöjligheter som finns.

Författarna har valt att undersöka en del av verkligt värde, närmare bestämt värderingen av aktier som inte handlas på en aktiv marknad. IFRS är ett principbaserat regelverk där utrymme lämnas för egna bedömningar. För onoterade aktier där ingen aktiv marknad finns får det verkliga värdet räknas fram genom värderingstekniker.¹¹ I de fall marknadspris saknas består värdet till högre grad av subjektiva bedömningar, vilket minskar redovisningens tillförlitlighet. Det är en avvägning mellan tillförlitlighet och relevans i redovisningen av finansiella tillgångar till verkligt värde, särskilt i de fall då ingen aktiv marknad finns. Det kan vara svårt att bestämma ett verkligt värde för dessa tillgångar, varför det i vissa fall är tillåtet att redovisa dem till anskaffningsvärde. Det kan därför vara intressant att undersöka hur svenska företag tolkar dessa möjligheter, det vill säga hur många som med hjälp av olika värderingstekniker räknar fram ett verkligt värde för dessa tillgångar och om det finns de som väljer att värdera till anskaffningsvärdet, då den möjligheten fortfarande finns. Det är enligt IAS 39 tillåtet att värdera till anskaffningsvärdet då det verkliga värdet inte kan räknas fram på ett tillförlitligt sätt.¹²

Enligt IFRS Föreställningsram ska nyttan av informationen vara större än kostnaden att framställa den.¹³ Med tanke på avvägningen mellan nytta och kostnad och det faktum att IFRS inbjuder till egna bedömningar finns möjligheten att vissa företag väljer att värdera sina

⁷ Marton, J. et al. (2008)

⁸ Exposure Draft ED/2009/5 Fair Value Measurement – International Accounting Standards Board

⁹ Schmidt, M. (2009)

¹⁰ Leuz, C. (2009)

¹¹ IAS 39 (2009)

¹² IAS 39 (2009)

¹³ IASBs Föreställningsram p. 44

onoterade aktier till anskaffningsvärdet med hänvisning till att det inte går att räkna fram ett tillförlitligt verkligt värde.¹⁴

Flera studier såsom Trombley¹⁵ visar på att bakomliggande faktorer såsom storleken på företagen, bransch och bonusprogram påverkar företags redovisningsval. En tänkbar anledning till att mindre företag inte gör samma val som de större kan vara att det inte riktas lika mycket uppmärksamhet mot de mindre företagen och de blir inte granskade av analytiker i samma utsträckning som de större företagen på marknaden. De mindre företagen är inte heller lika beroende av externa finansiärer. Det skulle även kunna vara så att större företag lägger ner mer resurser på redovisningen och har en annan möjlighet att exempelvis räkna fram det verkliga värdet för sina finansiella instrument. En anledning till varför företag inom samma bransch gör liknande val anser Dimaggio och Powell¹⁶ vara att de vill uppfattas som legitima, vilket de tror sig uppnå genom att efterlikna legitima och framgångsrika företag inom samma bransch.

1.3 Frågeställning

Studiens problemdiskussion leder fram till följande frågeställning:

Hur värderar bolag på OMX Nordic Exchange Stockholm onoterade aktier?

Finns det bakomliggande incitament/faktorer som påverkar valen?

1.4 Syfte

Redovisning av onoterade aktier är ett komplext område där bedömningar krävs. De onoterade aktierna ska värderas till verkligt värde då det kan beräknas på ett tillförlitligt sätt. Uppsatsen ämnar därför undersöka hur bolag på OMX Nordic Exchange Stockholm, hädanefter Stockholmsbörsen, värderar innehav av aktier där ingen aktiv marknad finns. Vidare är syftet att undersöka om det finns ett samband mellan hur bolagen värderar de onoterade aktierna och deras storlek, branschtillhörighet eller anlita revisionsbyrå.

1.5 Fortsatt disposition

Kapitel 2 – I referensramen presenteras de teorier och klagöranden som ligger till grund för tolkningen av undersökningen. Främsta fokus ligger på IAS 39 och värdering till verkligt värde. Även teorier som förklarar vilka faktorer som kan påverka företagens redovisningsval presenteras.

Kapitel 3 – I metodavsnittet redogörs för den valda metoden, vilka val som gjorts under studiens genomförande samt vilka konsekvenser detta får. En diskussion förs rörande rapportens giltighet i termer av validitet och reliabilitet. Avslutningsvis presenteras hur det insamlade materialet kodats och de hypoteser som den statistiska undersökningen utgår ifrån.

¹⁴ IAS 39, p. 46 c

¹⁵ Trombley, M.A. (1989)

¹⁶ Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

Kapitel 4 – I resultat- och analysavsnittet redogörs för resultatet av studien med utgångspunkt från de hypoteser som ställts upp. Detta analyseras med hjälp av teorier inom området som tagits upp under kapitel 2.

Kapitel 5 – I det avslutande kapitlet besvaras frågeställningarna och slutsatserna presenteras. Avslutningsvis ges förslag på vidare forskning inom området.

2 REFERENS RAM

I kapitlet presenteras de teorier och klargöranden som sedan ligger till grund för tolkningen av undersökningen. Inledningsvis redogörs för de kvalitativa egenskaper som anses vara av relevans för studien. Vidare redogörs för IASBs reglering inom området finansiella instrument och de fördelar, nackdelar och problem som finns vid värdering till verkligt värde. I slutet av kapitlet ges förslag på faktorer som kan påverka företags redovisningsval.

2.1 Finansiella instrument

2.1.1 Definition

Enligt IAS 32¹⁷ definieras ett finansiellt instrument som:

Varje form av avtal som ger upphov till en finansiell tillgång i ett företag och en finansiell skuld eller ett egetkapitalinstrument i ett annat företag.

Vidare är en finansiell tillgång varje tillgång i form av:

- kontanter
- egetkapitalinstrument i ett annat företag
- avtalsenlig rätt att:
 - erhålla en finansiell tillgång från ett annat företag, eller
 - förmånligt byta finansiell tillgång eller skuld med ett annat företag
- avtal som kommer att eller kan komma att regleras i företagets egna egetkapitalinstrument.¹⁸

En finansiell skuld är varje skuld i form av

- avtalsenlig förpliktelse att:
 - erlægga kontanter eller annan finansiell tillgång till ett annat företag, eller
 - byta en finansiell tillgång eller finansiell skuld med annat företag under villkor som kan vara oförmånliga för företaget
- avtal som kommer eller kan komma att regleras i företagets egna egetkapitalinstrument.¹⁹

Egetkapitalinstrument definieras i samma punkt som:

Varje form av avtal som innebär en residual rätt i ett företags tillgångar efter avdrag för alla dess skulder.

De flesta fordringar och skulder är således finansiella instrument. Den vanligaste formen av egetkapitalinstrument är aktier.²⁰

¹⁷ IAS 32, p.11

¹⁸ IAS 32, p.11

¹⁹ IAS 32, p.11

²⁰ Marton, J. et al. (2008)

2.1.2 Värdering och kategorisering

Tre värderingsmöjligheter används inom IFRS. Dessa är anskaffningsvärde, omvärdering och verkligt värde. Anskaffningsvärde är det som traditionellt har använts inom redovisningen. När tillgången anskaffas redovisas den till anskaffningsvärde och därefter sker avskrivningar och nedskrivningar om tillgången har en begränsad nyttjandeperiod eller om värdeförändringar sker. Omvärdering sker vid bokslut då det redovisade och det verkliga värdet skiljer sig från varandra. En tillgång kan även värderas till sitt verkliga värde.²¹

Vid anskaffningstillfället värderas finansiella tillgångar och skulder till verkligt värde.²² Vid efterföljande värderingar klassificeras de finansiella instrumenten i fyra kategorier som värderas på olika sätt. Den första kategorin innehåller finansiella tillgångar och skulder som värderas till verkligt värde via rapporten över totalresultat. Dessa innehas för handel med ett syfte att generera avkastning på kort sikt eller som vid första redovisningstillfället identifieras som en post som värderas till verkligt värde via rapporten över totalresultat. Den andra kategorin, investeringar som hålls till förfall, är tillgångar med fastställbara betalningar och löptid som företaget har för avsikt att behålla till förfall. Lånefordringar och kundfordringar utgör den tredje kategorin. Båda dessa poster värderas till upplupet anskaffningsvärde genom effektivräntemetoden. Den sista kategorin utgörs av finansiella tillgångar som kan säljas men inte kan delas in i någon av de tre andra kategorierna.²³

Tabellen nedan syftar till att förtydliga kategoriseringen och värdeförändringen av finansiella tillgångar och skulder.

KATEGORI	VÄRDERING I BALANSRÄKNINGEN	VÄRDEFÖRÄNDRING
Finansiell tillgång värderad till verkligt värde	Verkligt värde	Via rapporten över totalresultat
Investeringar som hålls till förfall	Upplupet anskaffningsvärde	
Lånefordringar och kundfordringar	Upplupet anskaffningsvärde	
Finansiella tillgångar som kan säljas	Verkligt värde	Direkt till eget kapital
Finansiell skuld värderad till verkligt värde via rapporten över totalresultat	Verkligt värde	Via rapporten över totalresultat
Övriga finansiella skulder	Upplupet anskaffningsvärde	

Tabell 1: Kategorisering och värdering av finansiella instrument
Källa: IAS 39 och Marton et. Al (2008)

²¹ Marton, J. et al. (2008)

²² IAS 39, p.43

²³ IAS 39, p. 9 och 45

2.2 Onoterade aktier

Onoterade aktier är aktier som inte är marknadsnoterade och alltså inte går att handla med på en officiell handelsplats som exempelvis Stockholmsbörsen. Bolag med onoterade aktier är ofta under uppbyggnad och behöver kapital till exempelvis produktutveckling. Dessa företag behöver inte följa de regler som är uppsatta för företagen som handlas på Stockholmsbörsen och behöver bland annat inte producera kvartalsrapporter.²⁴ Ett motiv till att vissa bolag väljer att förbli onoterade sägs ibland vara att ledningen behöver fokusera på det operativa arbetet och vill lägga mindre tid och energi till processfrågor.²⁵

En möjlighet för de företag som är onoterade men som ändå vill ha en marknadsplats är att ansluta sig till Alternativa aktiemarknaden, där handel sker 4 – 12 gånger per år, beroende på företagets storlek och antal aktieägare. Anslutningen till Alternativa aktiemarknaden är kostnadsfri och finansieringen av handeln sker genom att investerarna betalar courtage på 1 % av värdet på affären. Alternativa aktiemarknaden grundades 2003 och lyder under Finansinspektionens krav på värdepapperhandel.²⁶

Onoterade aktier finns ofta i riskkapitalföretag och därför har dessa aktier en tendens att vara vanligt förekommande i investmentbolag. Investmentbolag nämner ofta i sina noter att de använder sig av värderingsmodeller enligt IPEVCs riktlinjer. IPEVC står för International Private Equity and Venture Capital och är en samling riskkapitalföreningar som gått samman och skapat riktlinjer för hantering och värdering av investeringar. De uppsatta normerna är även uppsatta för att skapa homogenitet i branschen samt överensstämna med både IFRS och US GAAP.²⁷

2.2.1 Värdering av onoterade finansiella instrument

För finansiella instrument som inte är noterade på en aktiv marknad, vilket är fallet för onoterade aktier, fastställs det verkliga värdet genom värderingstekniker. Värderingsteknikerna innefattar:

- Nyligen genomförda transaktioner mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och har ett intresse av att transaktionen genomförs.
- Aktuellt värde på ett liknande finansiellt instrument.
- Diskonterade kassaflöden.
- Optionsvärderingsmodeller.²⁸

Det finns andra faktorer på instrumentets marknad att beakta vid användning av värderingstekniker för att värdera onoterade aktier såsom; pengars tidsvärde, kreditrisk, priser i utländsk valuta, råvarupriser, aktiekurser, volatilitet, risk för förtida lånebetalningar och uppsägningsrisk samt förvaltningskostnader för en finansiell tillgång eller finansiell skuld.

Syftet med att använda sig av värderingstekniker är att se vad priset på transaktionen hade varit om en aktiv marknad funnits tillgänglig. Marknadens bedömningar bör användas i så

²⁴ www.aktiefondtips.se

²⁵ www.aktiespararna.se

²⁶ www.alternativa.se

²⁷ www.privateequityvaluation.com

²⁸ IFRS 7, p. 28

stor utsträckning som möjligt medan företagsspecifika uppgifter bör undvikas vid tillämpning av värderingsteknikerna.²⁹ Ett lämpligt alternativ är undersöka vad övriga aktörer använder sig av för metoder för att se vilka värderingstekniker som är vanligt förekommande på marknaden och ger tillförlitliga uppskattningar av faktiska priser.³⁰

När onoterade aktier inte kan värderas till verkligt värde på ett tillförlitligt sätt ska anskaffningsvärde användas istället. Det verkliga värdet kan beräknas om variationen inom intervallet med rimliga värden inte är betydande för instrumentet eller sannolikheten för de olika uppskattningarna i intervallet kan bedömas på ett rimligt sätt och användas vid uppskattningen av verkligt värde.³¹

2.3 Verkligt värde

Definitionen på verkligt värde är enligt IASB:

Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras, mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.

Problemet med denna definition är att det ibland inte finns några kunniga eller villiga köpare till en viss tillgång. Företaget kan då istället få ta hjälp av värderingsmodeller som kanske inte ger ett helt korrekt värde.

Enligt IAS 39³² är det bästa uttrycket för verkligt värde noterade priser på en aktiv marknad. Om en sådan marknad inte existerar görs värdering till verkligt värde med hjälp av olika värderingstekniker som nämndes ovan, vilka tar hänsyn till marknadsinformation till den grad det är möjligt. Företag ser dessutom till verkligt värde för andra instrument som är liknande det som ska värderas.

IASB strävar efter att införa verkliga värden i redovisningen. De områden som för tillfället faller under verkligt värde-kategorin är finansiella instrument, fastigheter samt biologiska tillgångar. Gemensamt för dessa områden är att det verkliga värdet kan fastställas på ett säkert sätt, till skillnad från till exempel materiella anläggningstillgångar eller varulager.³³ Att fastställa en tillgångs verkliga värde kan vara problematiskt. Normalt görs beräkningen med hjälp av nuvärdet av de framtida betalningsflöden som kan kopplas till den specifika tillgången. Även marknadsvärden kan användas för att få fram det verkliga värdet.³⁴

Värderingshierarkin enligt IASB ser ut på följande sätt:

- Först och främst används noterade marknadspriser.
- Om noterade priser på en aktiv marknad saknas används priser för liknande tillgångar.
- I sista hand används diverse värderingsmodeller.³⁵

²⁹ IAS 39, p. 48 a

³⁰ IAS 39, VT 74

³¹ IAS 39, VT 80

³² IAS 39, p. 48 a

³³ Marton, J. et al. (2008)

³⁴ Marton, J. et al. (2008)

³⁵ Marton, J. et al. (2008)

2.3.1 Verkligt värde/anskaffningsvärde

Sedan 1980-talet har både FASB och IASB systematiskt ersatt kostnadsbaserade mått med marknadsbaserade mått. I Sverige har det länge funnits en tradition av att använda sig av historiska anskaffningsvärden men det har även här börjat läggas fokus på värdering till verkligt värde och det som gäller vid bokslutsögonblicket istället för historiska värden.³⁶ Värdering till verkligt värde är idag det huvudsakliga måttet för finansiella instrument och blir allt vanligare även bland icke finansiella tillgångar.³⁷

Förespråkare för verkligt värde menar att ett värde som avspeglar de aktuella ekonomiska förhållandena och uppdaterade förväntningar om framtiden resulterar i mer användbar information som kan ligga till grund för beslut.³⁸ Värdering till verkligt värde ger värdefull information till investerare eftersom de får tillgång till aktuell finansiell information. Nivån på informationen påverkas av graden av mätningsfel och källan till bedömningen. Det är extra svårt att bedöma tillförlitligheten av värderingen av finansiella instrument utan en aktiv marknad. Det är ständigt en avvägning mellan de två kvalitativa egenskaperna tillförlitlighet och relevans. Risken för investerare vid värdering till verkligt värde av finansiella instrument där ingen aktiv marknad finns är att värderingen kan vara påverkad av ledningen som vill manipulera företagets finansiella ställning. Värdering till verkligt värde innebär en högre volatilitet än vid tillämpningen av anskaffningsvärde. Vid värdering till anskaffningsvärde redovisas inte förluster löpande och påverkar således inte nyckeltal såsom soliditet.³⁹

Motståndare till verkligt värde ifrågasätter främst tillförlitligheten hos denna mätmetod och då i synnerhet när värderingstekniker används. Vidare menar motståndarna att orealiserade vinster påverkar resultatet. Fördelar med anskaffningsvärdet är att det motsvarar en inträffad och verifierad händelse i företagets verksamhet och att användandet av denna metod eliminerar arbetet med redovisningsjusteringar. Anskaffningsvärdet i sig riskerar dock att vara övervärderat om tillgången anskaffades i en period med höga marknadspriser vilket innebär att hänsyn inte tas till försiktighetsprincipen. Fördelen med att använda sig av verkligt värde är att det mest aktuella värdet används, vilket ger en högre relevans. Det finns också ofta tillförlitliga marknadspriser att tillgå vilket gör att objektiviteten bibehålls. Nackdelen är dock att merarbete krävs för att upprätthålla en aktuell värdering. Detta ökar risken för manipulation och resultatet riskerar då att fluktuera mycket eftersom varje förändring går genom resultaträkningen.⁴⁰

2.3.2 Aktuell debatt kring verkligt värde och finansiella instrument

Verkligt värde är ett kontroversiellt ämne i stora delar av redovisningsvärlden. Den senaste tiden har värderingen till verkligt värde målats ut som syndabock i skapandet av den nuvarande finanskrisen. I augusti 2009 publicerades en artikel i Accountancy Magazine⁴¹ där författaren Lucian Samuel uppmärksammar det faktum att standardsättarna inom redovisning nu blir beskyllda för de rådande finansiella omständigheterna. Orsaken till detta är bestämmelserna vad gäller verkligt värde-bedömningar av finansiella instrument och särskilt användandet av dessa instrument inom bankvärlden. När bankerna var tvungna att justera sina tillgångar mot de fallande marknadspriserna försämrades deras möjlighet att låna ut pengar.

³⁶ Artsberg, K. (2005)

³⁷ Hitz, J.M. (2007)

³⁸ Barth, M. E. (2006)

³⁹ Landsman, W.R. (2007)

⁴⁰ Artsberg, K. (2005)

⁴¹ Samuel, M. (2009)

När bankerna får det svårare att låna ut försämras automatiskt ekonomin. Problemet med IAS 39 och finansiella instrument anses i artikeln vara att standardsättarna möjliggjort för företagen att välja bland ett flertal redovisningsval och att företagen självklart gör de val som genererar högst avkastning.

En annan artikel, publicerad i Harvard Business Review i november 2009, ifrågasätter även den verkligt värde-bestämmelserna och deras inverkan på den finansiella krisen.⁴² Robert C. Pozem beskriver att det kan ha varit det faktum att banker använde sig av verkligt värde som gjorde att de till slut var oförmögna att låna ut pengar. Denna teori har gjort att politiker i USA och Europa försöker driva på en tillbakagång till användandet av värdering till anskaffningsvärde. Förespråkarna av verkligt värde menar dock att med marknadsvärdering framkommer oegentligheter som annars hade kunnat ignoreras. Verkligt värde är alltså inte orsaken till problemen, utan de menar att detta redovisningssätt möjliggör kommunikation av dessa problem ut till användarna.

I samma artikel beskriver Pozem även hur IASB under hösten 2008 frångick sitt ordinarie tillvägagångssätt vad gäller förändring av en standard. I oktober 2008 bad EU att IASB skulle tillåta europeiska banker att tillfälligt få omklassificera sina tillgångar. De ville ha möjlighet att lägga sina finansiella tillgångar som kan säljas i hålls till förfall-kategorin. På så sätt kunde dessa tillgångar värderas till sina historiska anskaffningsvärden istället för till verkligt värde. IASB frångick sitt normala förfarandesätt med godkännande av flera instanser och lade till ett tillägg till IAS 39 som sa att under speciella omständigheter kunde banker värdera obligationer och marknadsblån till historiskt anskaffningsvärde. Detta tillägg hade stor inverkan på den europeiska ekonomin. Artikeln nämner som exempel att Deutsche Bank undvek en förlust på 600 miljoner euro under tredje kvartalet 2008 och istället visade en vinst på 93 miljoner euro, tack vare att de slapp skriva ner sina obligationer och marknadsblån.

Exposure draft

IASB publicerade i maj 2009 ett exposure draft med avseende att försöka skapa en särskild standard för tillåten eller tvingande värdering till verkligt värde.⁴³ I dagsläget är verkligt värde med definitioner och tillämpningsområden spridda över flera standarder.

I sitt exposure draft beskriver IASB tre värderingstekniker som kan användas; marknadsansatsen, inkomstansatsen samt kostnadsansatsen. Marknadsansatsen använder som namnet antyder marknadsinformation som exempelvis jämförelser med transaktioner med liknande tillgångar. I inkomstansatsen beräknas ett nuvärde av de framtida inbetalningarna och i kostnadsansatsen tar man hänsyn till den kostnad man tror skulle krävas för att ersätta tillgången. Den värderingsteknik som anses passande för den specifika situationen skall användas. Den föreslagna IFRS-standarderna inför ingen ytterligare beräkning av verkligt värde utan syftet är som tidigare nämnts att samla all information inom en standard för att på så sätt göra värderingsreglerna mer överskådliga.

IASBs arbete att ta fram ett exposure draft som rörde problemet med värdering till verkligt värde skedde i princip samtidigt som IASBs amerikanska motsvarighet FASB tog fram ett liknande förslag. Eftersom den ekonomiska situationen såg ut som det gjorde under senare delen av 2008 höjdes allt fler röster som ville sätta stopp – åtminstone tillfälligt – för

⁴² Pozem, R.C. (2009)

⁴³ Exposure Draft ED/2009/5 Fair Value Measurement – International Accounting Standards Board

värdering till verkligt värde.⁴⁴ Detta gällde särskilt värdering av tillgångar på inaktiva marknader. Tillgångar på sådana marknader riskerade att undervärderas och detta skulle därför förvärra den nedåtgående spiralen då nedskrivningar var tvungna att göras. FASB skapade ett tillägg till regelverket som sa att verkligt värde kunde värderas olika under olika marknadslägen. När marknaden är inaktiv och marknadsvariablerna som vanligtvis skulle användas i värderingen avviker väsentligt från sitt normala tillstånd kan redovisarna istället välja att använda antaganden som inte är relaterade till marknaden.

De här förändringarna i redovisning till verkligt värde inom både IFRS och US GAAP innebär att marknadspriser blir mindre viktiga, särskilt vad gäller marknader som inte är aktiva.⁴⁵

2.4 Kvalitativa egenskaper

När finansiella rapporter upprättas enligt IASBs principer används Föreställningsramen som vägledning för exempelvis revisorer, normgivare och upprättare av finansiella rapporter. I Föreställningsramen anges de kvalitativa egenskaper som gör informationen i de finansiella rapporterna användbara för läsarna. Nedan redogörs för de kvalitativa egenskaper som anses vara av relevans för uppsatsen.

2.4.1 Tillförlitlighet

Enligt Föreställningsramen⁴⁶ är informationen tillförlitlig då den inte innehåller väsentliga felaktigheter eller är vinklad. Användarna av redovisningen måste kunna lita på att informationen återger det som sker i företaget på ett korrekt sätt. Det finns en avvägning mellan relevans och tillförlitlighet. Informationen kan anses vara relevant men så osäker att de finansiella rapporterna skulle vara vilseledande om den togs med. Mycket tillförlitlig information är inte nödvändigtvis särskilt relevant om det dröjer lång tid innan den publiceras. För investerare, de primära användarna av de finansiella rapporterna, är redovisning som avspeglar de ekonomiska händelserna relevant. Det betyder att verkligt värde bör användas vid värdering av tillgångar och skulder. Det kan dock vara svårt att beräkna verkligt värde, då det innebär en låg tillförlitlighet i redovisningen. IASB förespråkar värdering till verkligt värde i redovisningen och strävar mot att införa det på de områden där det kan beräknas på ett tillförlitligt sätt.⁴⁷

2.4.2 Relevans

Informationen i de finansiella rapporterna måste vara relevant för att vara en bra grund för användarna vid beslut. Den är relevant om den underlättar för användaren vid bedömning av inträffade, aktuella och framtida händelser. Väsentlighet, som är en del av relevansen, påverkar informationens betydelse. Det är dock mer fråga om en tröskelnivå än en grundläggande kvalitativ egenskap. Det krävs att företagen gör en bedömning av vad som är väsentligt att ta med i redovisningen. Informationen i de finansiella rapporterna anses vara

⁴⁴ Cheng, K. (2009)

⁴⁵ Lai, C & Yee, A. (2009)

⁴⁶ IASBs Föreställningsram, p. 31-34

⁴⁷ Marton, J. et al. (2008)

väsentlig om den påverkar användarens beslut då den innehåller felaktigheter eller helt utelämnas.⁴⁸

2.4.3 Jämförbarhet

För att användarna ska kunna jämföra företagens redovisning, dels mellan företag men även över tid, måste företagen presentera och värdera likartade händelser på ett likformigt sätt. Företagen ska möjliggöra detta genom att presentera de redovisningsprinciper som rapporterna upprättats efter, ändringar av dessa samt vilka effekter ändringarna får. Detta utesluter inte att företagen ska anta nya förbättrade standarder som innebär en högre tillförlitlighet och relevans.⁴⁹ Standardisering är en förutsättning för att öka jämförbarheten. En ökad jämförbarhet leder i sin tur till lägre transaktionskostnader och en effektiv marknad.⁵⁰

2.4.4 Nyttan och kostnad

IASBs regler gäller samtliga bolag noterade på börsen vilket innebär att alla dessa måste följa IFRS. Mindre företag måste lämna upplysningar i samma utsträckning som de större och drabbas därmed av liknande kostnader. Större företag verkar vanligtvis i en mer komplex miljö än sina mindre konkurrenter och därför är det ofta dyrare att framställa de större företagens finansiella information.⁵¹ I IASBs föreställningsram för utformning av finansiella rapporter står att nyttan av informationen ska vara större än kostnaden att framställa den och att kostnaderna inte alltid faller på den som har den största nyttan av informationen.⁵²

2.5 Vad styr redovisningsbesluten

Det finns en rad studier som visar på att faktorer såsom vilken bransch eller storlekskategori företagen tillhör påverkar företagens redovisningsval. Det finns även studier som sett ett samband mellan anlita revisionsbyrå och gjorda redovisningsval även om det finns orsaker som talar emot att ett sådant samband skulle föreligga. Nedan redogörs för de påverkande faktorer som undersöks i studien.

2.5.1 Påverkande faktorer

Redovisningssätt kan väljas utifrån två olika synsätt; antingen tas det beslut som anses vara bäst för företagets framtid eller så väljer ledningen att maximera sin egen vinst.⁵³ IASBs standarder ger ibland olika redovisningsmöjligheter för ett visst redovisningsområde. Oavsett vad beslutet till slut blir så ska det förmedlas till intressenterna på något sätt och de finansiella rapporterna blir en viktig kommunikationskälla mellan företaget och dess intressenter. I rapporterna kommunicerar företaget sitt ekonomiska ställningstagande, varför ledningen vill påverka det budskap som sänds ut i rapporterna. IFRS ger utrymme för detta då det är ett principbaserat regelverk där möjligheter finns för subjektiva bedömningar, vilket innebär att redovisningsprinciper såsom de ovan nämnda ska vara vägledande vid redovisningsval.⁵⁴ Fördelen med ett principbaserat redovisningssystem är att det kan anpassas till den specifika

⁴⁸ IASBs Föreställningsram, p. 30

⁴⁹ IASBs Föreställningsram, p. 39-42

⁵⁰ Marton, J. et al. (2008)

⁵¹ Watts, R.L & Zimmerman, J.L. (1978)

⁵² IASBs Föreställningsram p. 44

⁵³ Kuo, H-C. (1993)

⁵⁴ Watts, R.L & Zimmerman, J.L. (1978)

situationen medan den risk som medföljer är att harmoniseringen påverkas då redovisningsvalen behandlas olika av företagen. Företag i olika länder och branscher påverkas fortfarande av de tidigare redovisningstraditionerna, vilket medför att de inte konsekvent följer de nya reglerna.⁵⁵ Tidigare studier såsom Trombley⁵⁶ visar på att andra omständigheter, såsom företagens storlek, skuldsättning, bonusprogram och risk kan vara bakomliggande faktorer till företagets redovisningsval. En variabel som Trombley menar påverkar redovisningsvalen mer än de andra är företagsstorlek. Även Watts och Zimmerman⁵⁷ menar att det finns ett samband mellan företagsstorlek och hur ledningen väljer att redovisa och att det kan finnas både politiska och skattemässiga skäl till detta.

Det finns flera orsaker till att stora och små företag redovisningsval ser ut på olika sätt. Enligt Trombley⁵⁸ är det bland annat inte lika många investerare och analytiker som följer de mindre företagen. De har färre intressenter och därmed inte lika många användare av deras finansiella rapporter. Vidare ser deras ersättningsystem för chefer ofta annorlunda ut och de finansieras i mindre utsträckning av externa finansiärer som då vill ha en god inblick i deras redovisningsval. Det finns ett större allmänt intresse för stora företag, de blir granskade i större utsträckning och högre krav ställs från olika grupper av intressenter. Ytterligare skäl till att skillnader mellan små och stora företag existerar menar Trombley kan vara på grund av det faktum att mindre företag ofta är mer utsatta för risk. Chefer i sådana företag tenderar därför att vara mer toleranta för risker än chefer i större företag. De optimala redovisningsvalen för företag av olika storlek kan därför skilja sig åt.

Skillnad i företagsstorlek påverkar ofta hur utförliga företagen är i sina årsredovisningar. Kuo⁵⁹ menar att små företag många gånger har banker och andra kreditgivare som främsta intressenter och att det därför kan vara viktigt för dessa företag att uppvisa en bra finansiell ställning. Beroendet av att hålla kreditgivarna nöjda påverkar därmed redovisningsvalen i mindre företag till en större grad än när det gäller större bolag.

Dimaggio och Powell⁶⁰ menar att människor som utbildas enligt samma discipliner och arbetar i liknande miljöer tenderar att dela tankar om vad som är normalt eller inte. Exempelvis kan en viss kultur utvecklas inom en revisionsbyrå och de får ett likartat synsätt på redovisningsval såsom värdering av onoterade aktier. Trombley⁶¹ menar att när en beslutsfattare står inför ett visst val som inte ger direkta ekonomiska konsekvenser görs ofta valet att redovisa på det sätt som övriga inblandade i processen anser vara passande. Om bolagets revisor har en förkärlek för att redovisa något på ett visst sätt tas ofta beslutet att följa detta. Detta kan även vara anledningen till att olika företag med revisorer från olika byråer redovisar ett område på olika sätt. Påverkan från revisorer gäller, menar Trombley, då revisorerna är inblandade i det faktiska redovisningsförfarandet och inte bara granskar räkenskaperna i efterhand. Dessutom nämns möjligheten att sambandet mellan anlita revisionsbyrå och ett företags redovisningsval kan bero på att revisionsbyrån attraherar, eller själva aktivt letar efter, företag vars redovisningspolicy överensstämmer med de som revisionsbyrån föredrar.

⁵⁵ Lundqvist, P. et al. (2008)

⁵⁶ Trombley, M.A. (1989)

⁵⁷ Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. (1978)

⁵⁸ Trombley, M.A. (1989)

⁵⁹ Kuo, H-C. (1993)

⁶⁰ Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

⁶¹ Trombley, M.A. (1989)

2.5.2 Institutionell teori

Dimaggio och Powell⁶² menar att företag inom samma bransch till en början gör olika val men att de med tiden tenderar att bli mer homogena med andra företag inom samma område även om det inte innebär att de blir mer effektiva. Företag har en benägenhet att ta efter framgångsrika företag inom samma bransch. Detta kan förklaras med att företag vill anses som legitima av sin omgivning vilket de tror sig kunna uppnå genom att efterlikna företag som anses vara framgångsrika och respekterade inom samma område. Dimaggio och Powell kallar den process där organisationer som verkar efter samma förutsättningar efter tid tar efter varandra för isomorfism.

Enligt Dimaggio och Powell⁶³ finns det tre typer av isomorfism, nämligen efterliknande, påtvingande och normativ isomorfism. När det råder osäkerhet från omgivningen eller inom ett område, exempelvis redovisningsområdet, försöker företag övervinna detta genom att efterlikna andra företag. När organisationer anställer personer som tidigare arbetat för andra företag inom branschen är det lätt att de börjar efterlikna dessa och inspireras av deras idéer. Påtvingande isomorfism kan komma från andra organisationer de samverkar med, samhället eller myndigheter. Den sista typen av isomorfism, normativ, står de anställda för. När företag anlitar personer med en viss utbildning har dessa personer institutionaliserats i ett visst tankesätt. Exempelvis ekonomer har ett visst tankesätt som de för över på de företag de anställs i.

⁶² Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

⁶³ Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

3 METOD

I metodavsnittet beskrivs vald metod och vad den får för konsekvenser för studien. Vidare redogörs för population och de företag som kommit att ingå i studien. En diskussion förs rörande rapportens giltighet i termer av validitet och reliabilitet. Avslutningsvis förklaras hur materialet samlats in och kodats och de valda hypoteserna motiveras.

3.1 Val av metod

Det finns i huvudsak två inriktningar vad det gäller metod; kvalitativ och kvantitativ. Den kvalitativa metoden syftar till arbetssättet där en population och dess handlingar undersöks och analyseras. En sådan undersökning omfattas oftast av en mindre population än vid en kvantitativ utgångspunkt.⁶⁴ En kvantitativ studie utgörs av insamlade data som sammanställs statistiskt och vars utfall testas mot hypoteser. Data samlas in från urvalsgrupper som representerar en större grupp eller befolkning. Från resultatet kan utläsas huruvida det finns några samband i den undersökta gruppen. I praktiken används ofta en blandning av dessa två metoder för att få en större vetenskaplig tyngd i studien.⁶⁵

Studiens huvudfrågeställning är hur företag på Stockholmsbörsen värderar sina onoterade finansiella instrument. Vidare undersöks om företagets storlek, bransch eller anlitad revisionsbyrå kan vara förklarande faktorer till vald värderingsmetod. För att kunna besvara frågeställningen och visa på vilka samband som finns krävdes att information från företagets årsredovisningar samlades in. Med utgångspunkt från detta valdes en kvantitativ ansats. Detta tillvägagångssätt ger en större bredd och därmed en bättre generaliserbarhet än vad en mindre omfattande, kvalitativ undersökning ger. Det positiva med att granska årsredovisningar är att det finns en distans till företagen, vilket medför att de själva inte kan påverka studiens resultat. Det finns en risk för att intervjuer speglar respondenternas personliga uppfattning om ett visst område och till mindre del är representativt för det som ämnas undersökas. Genom personliga intervjuer nås dock ofta en djupare förståelse för företagets val men bredden på studien blir lidande. Då denna uppsats inte strävar efter att undersöka personliga åsikter, passar analys av årsredovisningar väl in på syftet av studien.

3.2 Tillvägagångssätt

För att få en känsla för hur det valda studieområdet hanteras i verkligheten påbörjades arbetet med att titta närmare på den allmänna debatten rörande finansiella instrument och värdering till verkligt värde. Vad som relativt snabbt visade sig var att ämnet är kontroversiellt. De flesta poster som innebär bedömningar är överhuvudtaget omdebatterade då det ligger i sakens natur. När det inte finns konkreta och detaljerade regler gör människor bedömningar efter eget tycke, vilket ofrånkomligen leder till debatter om vilket sätt som är det korrekta.

Efter att ha fått en bild av hur den offentliga debatten ser ut läste författarna in sig på teorier rörande verkligt värde och dess värderingsproblematik. Även IAS 39 finansiella instrument – redovisning och värdering, IFRS 7 finansiella instrument – upplysningar och IAS 32 finansiella instrument - klassificering studerades noga, då dessa standarder är grunden till redovisningen av finansiella instrument.

⁶⁴ NE Kvalitativ metod

⁶⁵ NE Kvantitativ metod

För att kunna definiera vilka olika värderingstekniker som används av företagen genomfördes först en pilotstudie av tio företag. Detta för att få en klar bild av vad som skulle undersökas så att inte information skulle gå förlorad eller studien behöva göras om. Det upptäcktes ganska snart att många företag inte beskriver vilken värderingsteknik de använder vid värdering av noterade aktier till verkligt värde.

SWECO⁶⁶ beskriver exempelvis på följande sätt hur de värderar sina noterade aktier:

Verkligt värde på noterade finansiella tillgångar fastställs genom marknadsvärdering, till exempel nyligen genomförda transaktioner, pris på liknande instrument och diskonterade kassaflöden.

Efter denna upptäckt gjordes valet att endast titta på om företagen värderar sina noterade aktier till anskaffningsvärde eller till verkligt värde med hjälp av någon av värderingsteknikerna. Den beroende variabeln blev nu dikotom, vilket innebär att den endast kan anta två olika värden. Variabeln kvantifierades sedan med hjälp av dummy-variabeln där anskaffningsvärde = 1 och värdering till verkligt värde med hjälp av värderingstekniker = 0.⁶⁷ Eftersom företagen är så pass otydliga i sin beskrivning av värdering av noterade aktier var det inte möjligt att göra en uppdelning av de olika värderingsteknikerna, vilket var den ursprungliga tanken med studien.

En annan möjlighet hade varit att jämföra hur företagen presenterar informationen om värdering av noterade aktier och hur utförliga de är i presentationen av detta. Det hade då blivit en annan typ av studie där fokus istället skulle legat på företagets upplysningar om noterade aktier, vilket inte var syftet med undersökningen.

Vid genomgång av årsredovisningarna hämtades informationen till stor del från den första eller andra noten där informationen om hur värdering av noterade aktier vanligen lämnades. För att inte missa viktig information, som ibland redovisades på andra ställen, sökte författarna på ord som exempelvis: noterad, aktiv marknad, finansiella instrument, verkligt värde i årsredovisningarna. Det kan dock inte uteslutas att information inte uppmärksammats på grund av den mänskliga faktorn.

De oberoende variablerna bransch, storlek och anlita revisionsbyrå kodades även dessa med siffror för att det skulle vara möjligt att testa informationen i statistikprogrammet SPSS. Hur informationen kodades redogörs för nedan i avsnittet 3.9 Koder. Inom exempelvis small cap finns inte alla revisionsbyråer representerade vilket medförde att de revisionsbyråer som anlitas där fick kodas om för att en körning i SPSS skulle vara möjlig. Storleksindelningen är Stockholmsbörsens egen indelning av företag noterade på börsen, liksom indelningen av de undersökta företagen i branscher. Informationen om vilken revisionsbyrå respektive företag anlitar hämtades från revisionsberättelsen.

3.3 Population och urval

Tanken var från början att undersöka 90 svenska årsredovisningar för att se hur dessa värderade sina noterade aktier. Företagen delades först upp i de tre olika storleksstrata som

⁶⁶ SWECOs årsredovisning

⁶⁷ Körner, S & Wahlgren, L. (2006)

existerar på Stockholmsbörsen, det vill säga large cap, mid cap och small cap. Därefter delades dessa stratum upp i mindre strata efter bransch. Även här följdes den klassificering som Nordiska Listan använder, GICS.⁶⁸ GICS består av de tio kategorierna industri, energi, sällanköp, dagligvaror, material, finans, IT, telekom, hälsovård och kraftförsörjning. Inom branschgruppen gjordes ett urval som skulle vara representativt för hela populationen. En slumpgenerator användes för att välja ut företag inom varje branschkategori. Under närmare studier av företagen i urvalet gjordes upptäckten att det var för få företag som redovisade något om noterade aktier varför studien utökades till att omfatta samtliga företag på Stockholmsbörsen.

På Stockholmsbörsen finns 255 företag. Av dessa beskriver 105 stycken uppdelade i nio branscher hur de värderar sina noterade aktier. Inom den tionde branschen kraftförsörjning finns inget företag som redovisar hur de värderar sina noterade aktier, vilket gör att den inte kan ingå i undersökningen. De företag som ingår i studien är jämnt fördelade mellan de tre storlekskategorierna enligt följande small cap = 34, mid cap = 36 och large cap = 35. Däremot är uppdelningen mellan branscherna inte lika jämn vilket bör beaktas när resultatet analyseras.

3.3.1 Bortfall

Författarna utgick från Stockholmsbörsen den 22 november 2009 när företagen valdes ut till undersökningen. Eftersom tanken var att undersöka hur företag som följer IFRS värderar noterade aktier uteslöts företag som inte följer IFRS eller inte skrev något om hur de värderar noterade aktier i sin årsredovisning. Av de 255 undersökta företagen beskriver 105 stycken hur de värderar noterade aktier. Dessa 105 företag var de som slutligen kom att ingå i studien.

3.4 Datainsamling

Då diskussionen kring verkligt värde ständigt är aktuell ansåg författarna att det var viktigt att spegla det i den teoretiska referensramen. Det utgör dock inte hela teoridelen utan ska ses mer som ett komplement till den ordinarie genomgången av vedertagen litteratur. Större delen av materialinhämtningen skedde från tryckt litteratur och vetenskapliga tidskrifter. Även tidigare uppsatser granskades för att se vilken vinkel problemställningen kunde tänkas ta. Om något ansågs vara extra utmärkande diskuterades detta av de båda författarna för att komma fram till en gemensam tolkning. I uppsatsarbetet användes framförallt de berörda standarderna, tidskrifter, böcker, rapporter och artiklar hämtade från Business Source Premier och Far Komplet. Sökord som användes för att finna lämpliga artiklar inom området var exempelvis: IAS 39, fair value, financial instruments. I vissa fall hittades nya intressanta artiklar i de andra artiklarnas referenser.

Informationen till studien samlades in från företagens årsredovisningar för senaste räkenskapsåret publicerade på respektive företags hemsida. Fokus lades huvudsakligen på hur företagen i noterna uppger att de värderar sina noterade aktier. De olika värderingssätten noterades för att det efter insamlandet skulle kunna gå att skönja eventuella mönster i redovisningsvalen. Mest intressant var huruvida företags bransch, storlek och/eller anlitade revisionsbyrå hade något samband med deras sätt att värdera de noterade aktierna.

⁶⁸ NASDAQ OMX

3.5 Studiens giltighet

Eftersom all forskning syftar till att producera giltiga och hållbara resultat bör forskningsresultatet inneha en hög reliabilitet och validitet. En hög reliabilitet innebär att det är troligt att samma resultat uppvisas om undersökningen upprepas.⁶⁹ Resultatet av undersökningen ska med andra ord inte bero på tillfälligheter. För att försäkra sig om en hög reliabilitet gäller att observatörerna är tränade och väl medvetna om vad de ska undersöka.⁷⁰

Reliabilitet hänger ihop med validitet. God validitet handlar om att man verkligen undersöker det man ämnar undersöka.⁷¹ Även hur pass generaliserbara resultaten från undersökningen är omfattas av termen validitet, det vill säga hur tillämbart resultatet är på andra situationer än just den undersökta.⁷²

Författarna anser att reliabiliteten i den här uppsatsen är hög då undersökningen grundas på ett stort antal börsbolag. Det som möjligtvis sänker reliabiliteten är det faktum att det är bedömningar som observeras och tolkningar som ska göras av dessa bedömningar. Validiteten bedöms även den vara relativt god av samma anledning som tidigare nämnts, att antalet undersökta objekt är stort. Resultatet bör således vara någorlunda generaliserbart. En mall upprättades innan insamlingen från årsredovisningarna började och det bestämdes hur informationen skulle kodas vilket gör det troligare att resultatet skulle bli detsamma om undersökningen genomfördes på nytt. Då det finns en risk för slarvfel vid hantering av en stor mängd data och kodning med siffror gick författarna igenom materialet var för sig för att upptäcka eventuella slarvfel.

3.6 Källkritik

Då man som uppsatsförfattare riskerar att skapa bekantskap med källor som inte är så pass trovärdiga som man skulle kunna önska gäller det att man hela tiden förhåller sig kritisk till det man läser. Detta gäller möjligen till ännu större grad de publikationer man finner på Internet. På Internet kan i princip vem som helst skriva vad som helst och för den som inte är så insatt i ämnet kan det vara svårt att bedöma källans tillförlitlighet. Med denna problematik i bakhuvudet gjordes det medvetna valet att lägga större vikt på den tryckta litteraturen och vetenskapliga artiklar, vilket varvades med material publicerat på Internet. Författarna har även försökt att gardera sig mot felaktigheter genom att använda sig utav flera källor.

En fördel med att informationen kommer från företagets årsredovisningar är att författarna får distans till företagen och dessa kan inte själva påverka studiens resultat. Författarna anser även att det kan vara en fördel att det inte blir ett bortfall av företag på grund av att de inte kan ställa upp på intervju. Sedan kan det som nämnts tidigare uppstå ett bortfall av andra anledningar.

Författarna är medvetna om att de kunde ha svarat på frågeställningen genom att en mer djupgående studie genomförts, med mer avancerade analyser på varje observation. Den slutgiltiga omfattningen valdes dock med den tilldelade tidsramen i åtanke och författarna anser att det ändå går att finna en någorlunda generell slutsats.

⁶⁹ Merriam, S B. (1994)

⁷⁰ Patel, R & Davidsson, B. (1994)

⁷¹ Patel, R & Davidsson, B. (1994)

⁷² Merriam, S B. (1994)

3.7 Kruskal-Wallis

För att testa sambandet mellan den beroende och de oberoende variablerna användes ett statistiskt test. Eftersom de insamlade uppgifter från företagen inte är normalfördelade användes ett icke-parametriskt test. Det är även så att de testade variablerna kan anta fler än två värden varför valet föll på Kruskal-Wallis test. Kruskal-Wallis test är en ensidig variansanalys med rangtal. Testerna genomfördes i statistikprogrammet SPSS och en signifikansnivå på fem procent användes. Gränsen för när nollhypotesen bestäms genom signifikansnivån. Denna ska självklart vara liten men kan inte helt elimineras. Valet föll på fem procent då detta är en vanlig gräns.⁷³

3.8 Val av hypoteser

Under arbetet med referensramen växte ett antal hypoteser fram som skulle kunna användas i den statistiska undersökningen. Hypoteserna rör tre olika delar, närmare bestämt de tre oberoende variabler som ingår i undersökningen; bransch, företagsstorlek och anlitad revisionsbyrå. Hypoteserna bygger på teorierna som framkommit genom studerande av tidigare studier och aktuell debatt.

Inom området bransch gäller följande hypotes:

H₁: Värderingen är beroende av bransch

Tidigare studier som exempelvis Dimaggio och Powell⁷⁴ har visat att det finns ett samband mellan bransch och redovisningsval. Föreställningsramen för utformning av finansiella rapporter nämner under rubriken Jämförbarhet att:

Värderingsprinciperna och presentationstekniker för likartade transaktioner och andra händelser redovisas på ett likformigt sätt dels i ett och samma företag under en längre tid, dels i olika företag.⁷⁵

Författarna gjorde antagandet att företagen inom samma bransch har mycket gemensamt, vilket borde påverka värderingen av en sådan post som onoterade aktier.

Inom revisionsbyrådelen ställdes följande två hypoteser upp:

H₂: Värderingen är beroende av revisionsbyrå

samt;

H₃: Värdering till verkligt värde är vanligare hos de fyra största byråerna.

Att valet av revisionsbyrå påverkar ett företags redovisningsval visar studier som exempelvis Trombley.⁷⁶ På vilket sätt är dock omtvistat men författarna fann denna tankegång intressant och ville därför se om något samband mellan anlitad byrå och värdering av onoterade aktier kunde påvisas i denna studie. Ytterligare en hypotes ställdes upp där författarna särskiljer

⁷³ Körner, S & Wahlgren, L. (2006)

⁷⁴ Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

⁷⁵ IASBs föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, p.39

⁷⁶ Trombley, M.A. (1989)

revisionsbyråerna och ser om ett mönster kan urskiljas. Antagandet här är att revisionsbyrån ej borde påverka värderingen av onoterade aktier till någon större grad då det inte är revisionsbyrån som skriver under revisionsberättelsen som ger konsult hjälp under årets gång.

Slutligen ställdes en hypotes upp gällande värdering av onoterade aktier och ett eventuellt samband med företagsstorlek:

H₄: Värderingen är beroende av storlek

Trombley⁷⁷ bland andra har kommit fram till att företagsstorlek påverkar redovisningsval. Detta har enligt dessa studier ett flertal bakomliggande skäl, bland annat skattemässiga och politiska. Författarna ville undersöka om detta även gällde företagen på Stockholmsbörsen och hur dessa väljer att redovisa sitt innehav av onoterade aktier. Författarnas antagande vad gäller denna hypotes är att ett samband kan påvisas. Större företag har vanligtvis mer resurser och skulle därför kunna ägna mer tid åt att använda sig av värderingsmetoder medan mindre företag enligt samma tankegång torde använda sig mer av värdering till anskaffningsvärde.

3.9 Koder

I studien användes de bransch kategorier som finns på Stockholmsbörsen. Det finns även en tionde kategori som dock inte något av de företag som ingår studien tillhör varför den inte finns med i tabellen nedan. Storleksindelningen är även den densamma som på Stockholmsbörsen. Koderna från de studerade företagen matades in i Excel för att sedan kunna användas i undersökningen.

Bransch	Storlek	Revisionsbyrå	
Finans	1 Small	1 KPMG	1
Hälsovård	2 Mid	2 PWC	2
Dagligvaror	3 Large	3 Ernst & Young	3
Sällanköp	4	Deloitte	4
Energi	5	BDO	5
IT	6	SET	6
Industri	7	Grant Thornton	7
Telecom	8		
Material	9		

Tabell 2: Kodning av insamlad data

För att öka möjligheterna till signifikans i testerna med variabeln bransch slogs sedan liknande branscher ihop. Detta eftersom det blev för få företag inom dessa grupper och det blev för många grupper i förhållande till antalet företag i studien. Detta påverkar studiens resultat men eftersom branscherna liknar varandra borde det inte påverka studiens giltighet något avsevärt.

⁷⁷ Trombley, M.A. (1989)

Bransch	
Finans	1
Hälsovård	2
Dagligvaror och Sällanköp	3
IT och Telecom	4
Energi, Industri och Material	5

Tabell 3: Kodning av insamlad data med sammanslagna branscher

4 RESULTAT OCH ANALYS

I kapitlet redogörs för resultatet av den empiriska undersökningen och binder samman detta med referensramen. Analysen mynnar sedan ut i slutdiskussionen i efterföljande kapitel. Hypoteserna uppställda i metodavsnittet testas och utvärderas. Slutligen ges en kort sammanfattning av vad empirin har utvisat.

4.1 Värdering av onoterade aktier

På Stockholmsbörsen beskriver 105 av de 255 företagen hur de värderar onoterade aktier enligt IAS 39 och ingår därmed i studien. I diagrammet nedan ser ni uppdelningen av de undersökta företagen i branscher. I finansbranschen återfinns det största antalet företag, vilket kan förklaras med att denna bransch innefattar många riskkapitalföretag som investerar i onoterade aktier.

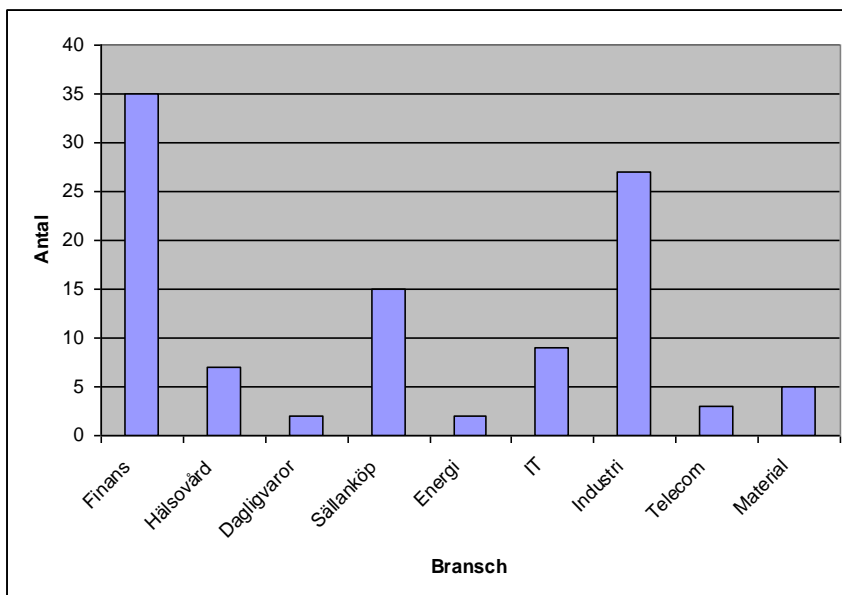


Diagram 1: Undersökta företag uppdelade i branscher

4.2 Påverkande faktorer

Nedan avses att redogöra för eventuella samband mellan värdering av onoterade aktier och de oberoende variablerna branschtillhörighet, anlitad revisionsbyrå och storlek som är de variabler som testats i studien.

4.2.1 Sambandet mellan bransch och värdering av onoterade aktier

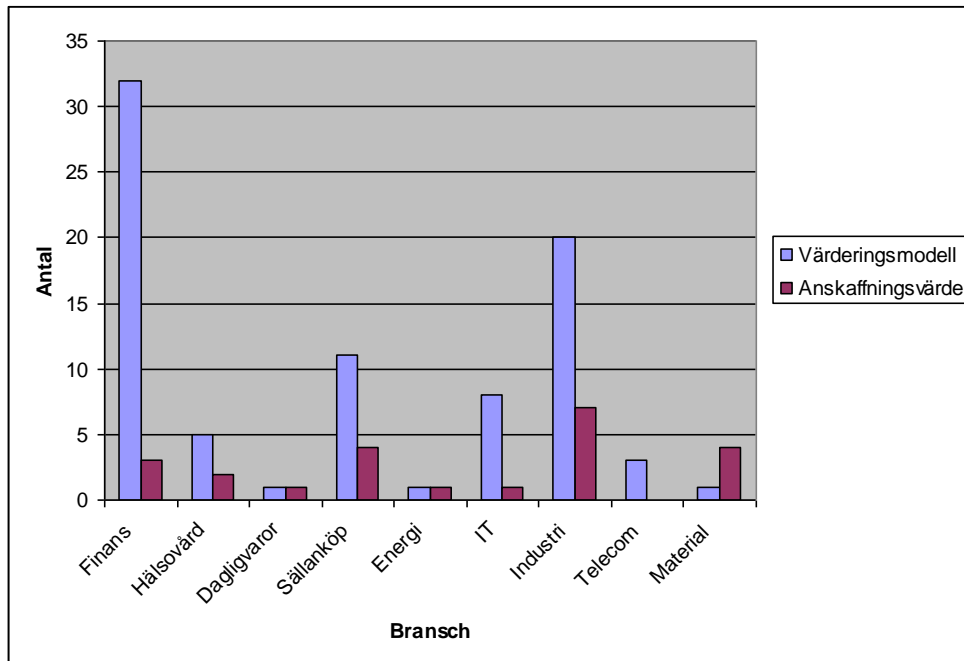


Diagram 2: Värderingsmetod uppdelad i branschtillhörighet

Ett av målen med undersökningen var att se om det finns något samband mellan branschtillhörighet och värdering av onoterade aktier. Författarna började med att konstruera ett stapeldiagram med värderingssätt fördelat på branscherna för att få en överblick. 85 företag värderar med hjälp av värderingsmodeller medan resterande 20 värderar till anskaffningsvärde. Branschfördelningen är något skev. Till exempel så ingick många gånger fler industriföretag än exempelvis företag inom dagligvaruhandeln vilket påverkar studiens resultat. I finansbranschen är det vanligare att räkna fram ett verkligt värde med hjälp av värderingstekniker än det är att använda sig av anskaffningsvärde. Med hjälp av Dimaggio & Powell⁷⁸ kan antagandet göras att det kan bero på isomorfism, att företagen tar efter de framgångsrika företagen inom branschen. Den enda branschen där det är vanligare att värdera till anskaffningsvärde än till verkligt värde är materialbranschen, även om inte marginalen är stor. Det är möjligt att företagen inom denna bransch inte anammat värdering till verkligt värde på samma sätt som de övriga branscherna på grund av andra krav från intressenter eller tidigare redovisningstradition inom branschen. Branschen kan även vara påverkad av lågkonjunkturen och vill visa en bra finansiell ställning, vilket uppnås vid värdering till anskaffningsvärde om aktierna anskaffades då värdet var högt. Det är dock för få företag inom denna bransch för att dra någon generell slutsats för alla företag inom branschen. För att få ett resultat med högre validitet görs Kruskal-Wallis test vilket ger ett $p = 0,455$. Som det ser ut nu finns det alltså inget samband mellan dessa variabler. Branschhypotesen, att det finns ett samband mellan branschtillhörighet och värderingsmetod, kan därför förkastas.

⁷⁸ Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

Bransch	N	Mean Rank
Finans	35	47,50
Hälsovård	7	58,00
Dagl.varor	2	69,25
Sällanköp	15	57,00
Energi	2	69,25
IT	9	48,83
Industri	27	56,61
Telekom	3	43,00
Material	5	53,50
Total	105	

	Värdering
Chi-Square	7,783
df	8
Asymp. Sig.	,455

Tabell 4: Samband mellan värderingsmetod och bransch

Eftersom det i vissa branscher endast finns ett fåtal företag gjordes valet att slå samman några mindre branschgrupper så det till slut återstår fem mindre grupper. Kruskal-Wallis test visar dock att inte heller detta ger ett signifikant resultat, då $p = 0,189$.

Bransch	N	Mean Rank
Finans	35	47,50
Hälsovård	7	58,00
Dagl+Sällan	17	58,44
IT+Telecom	12	47,38
Energi+ Ind+Mat	34	56,90
Total	105	

	Värdering
Chi-Square	6,137
df	4
Asymp. Sig.	,189

Tabell 5: Samband mellan värderingsmetod och bransch med sammanslagna branscher

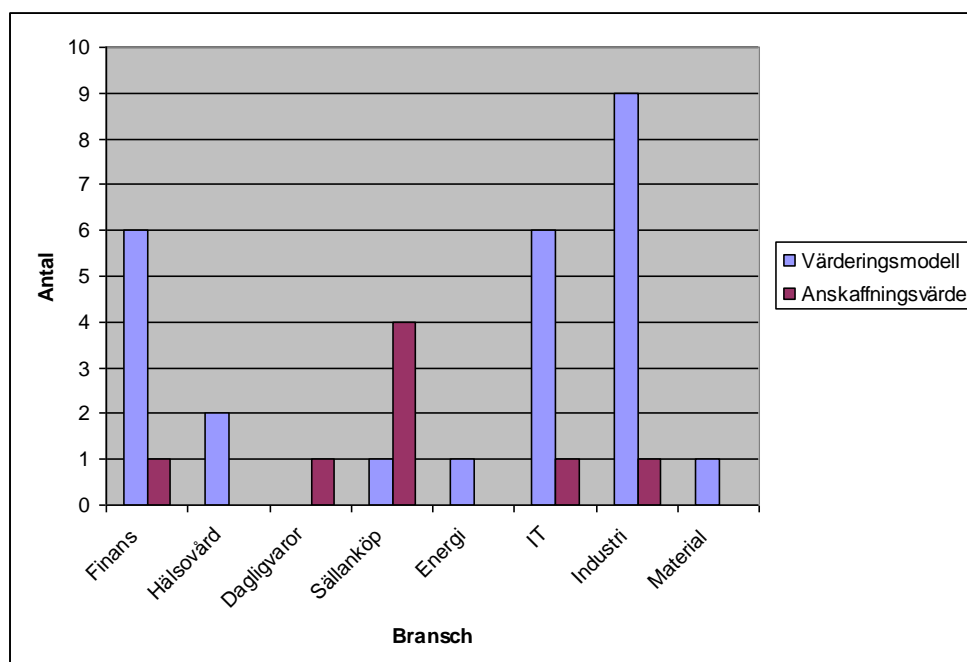


Diagram 3: Värderingsmetod uppdelad i branschtillhörighet inom small cap

Författarna valde därefter att gå tillbaka till ursprungsgrupperingen vad gäller bransch och istället bryta ner företagen i sina storleksgrupper och undersöka en storlek i taget för att se om det *inom* storleksgrupperna finns något samband mellan bransch och värderingssätt. Ett stapeldiagram på small cap visar att det inom tre branscher endast används värderingsmodeller, medan en bransch endast använder anskaffningsvärde. När Kruskal-Wallis test genomförs så ger detta $p = 0,042$, vilket understiger signifikansnivån på 0,05. Hypotesen att det finns ett samband mellan branschtillhörighet och värdering kan därför inte förkastas. Viktigt att notera är att detta gäller inom storleksgruppen small cap.

Ranks		
Bransch	N	Mean Rank
Finans	7	15,93
Hälsovård	2	13,50
Dagl.varor	1	30,50
Sällanköp	5	27,10
Energi	1	13,50
IT	7	15,93
Industri	10	15,20
Material	1	13,50
Total	34	

Test Statistics ^{a,b}	
	Värdering
Chi-Square	14,583
df	7
Asymp. Sig.	,042

Tabell 6: Samband mellan värderingsmetod och bransch på small cap

Ranks			Test Statistics ^{a,b}	
Bransch	N	Mean Rank		Värdering
Finans	7	15,93	Chi-Square	14,313
Hälsovård	2	13,50	df	4
Dagl + Sällan	6	27,67	Asymp. Sig.	,006
IT + Telekom	7	15,93		
Energi+Ind+Mat	12	14,92		
Total	34			

Tabell 7: Samband mellan branschtillhörighet och värderingsmetod för sammanslagna branscher på small cap

Eftersom vissa branscher endast innehöll ett fåtal företag och de liknade varandra slogs branscherna ihop enligt ovan vilket ledde till en signifikans på 0,006 för small cap. För mid- och large cap kunde däremot inte företagens redovisningsval förklaras med hjälp av branschtillhörighet då signifikansen för dessa var 0,119 respektive 0,15.(se bilaga 1)

Inom small cap finns det således ett samband mellan bransch och värdering av onoterade aktier. Det kan dock vara andra faktorer som påverkar detta samband men branschen är troligtvis en bidragande orsak till det samband som föreligger. Detta stöds av att företag inom samma bransch har en benägenhet att efterlikna varandra och presentera finansiell information på ett likartat sätt. Denna tendens visar sig särskilt då företag står inför ett komplext redovisningsområde, som exempelvis redovisning av finansiella instrument kan vara. Även i IAS 39⁷⁹ ges förslag till företag att se till vilka väl fungerande värderingstekniker andra företag använder sig av vid värdering av aktier där ingen aktiv marknad finns. Företag tar gärna efter framgångsrika företag som verkar inom samma bransch och när det gäller redovisningsfrågor görs inget undantag. Det kan vara så att företag inom small cap är mer osäkra på sina redovisningsval då de inte har tillgång till samma resurser som de större företagen vilket medför att de studerar företag de anser vara framgångsrika.

4.2.2 Sambandet mellan anlita revisionsbyrå och värdering av onoterade aktier

Hypotesen att det skulle finnas ett samband mellan anlita revisionsbyrå och värdering av onoterade aktier stöds av Dimaggio och Powell⁸⁰ som menar att människor som arbetar inom en viss miljö tenderar att utveckla ett gemensamt synsätt på vad som är rätt och fel. Trombley⁸¹ menar att företaget som står inför ett val som inte ger några större ekonomiska konsekvenser vanligtvis följer revisorns råd i frågan, vilket kan vara fallet för flera företag när det gäller redovisning av onoterade aktier då innehavet av dessa i många fall inte är en stor del av de totala tillgångarna. Det som talar emot att det skulle föreligger ett samband mellan

⁷⁹ IAS 39, VT 74

⁸⁰ Dimaggio, P & Powell, W. (1983)

⁸¹ Trombley, M.A. (1989)

KAPITEL 4 – RESULTAT OCH ANALYS

anlitad revisionsbyrå och redovisningsval är det faktum att företagen vanligen anlitar en annan revisions- eller redovisningsbyrå vid rådgivning på grund av den jävsituation som annars kan uppstå. Dessutom kan revisionsbyråerna rekrytera revisorer från någon annan revisionsbyrå och de ar med sig de värderingar som funnits där. Efter Kruskal-Wallis test i SPSS kan hypotesen att det skulle finnas ett samband mellan värdering av onoterade aktier och revisionsfirma förkastas eftersom $p = 0,46$.

Ranks			Test Statistics ^{a,b}	
Byrå	N	Mean Rank		Värdering
KPMG	28	58,00	Chi-Square	5,679
PWC	40	50,88	df	6
Ernst&Young	17	55,35	Asymp. Sig.	,460
Deloitte	15	46,50		
BDO	2	69,25		
SET	2	43,00		
Grant Thornton	1	43,00		
Total	105			

Tabell 8: Samband mellan anlitad revisionsbyrå och värderingsmetod

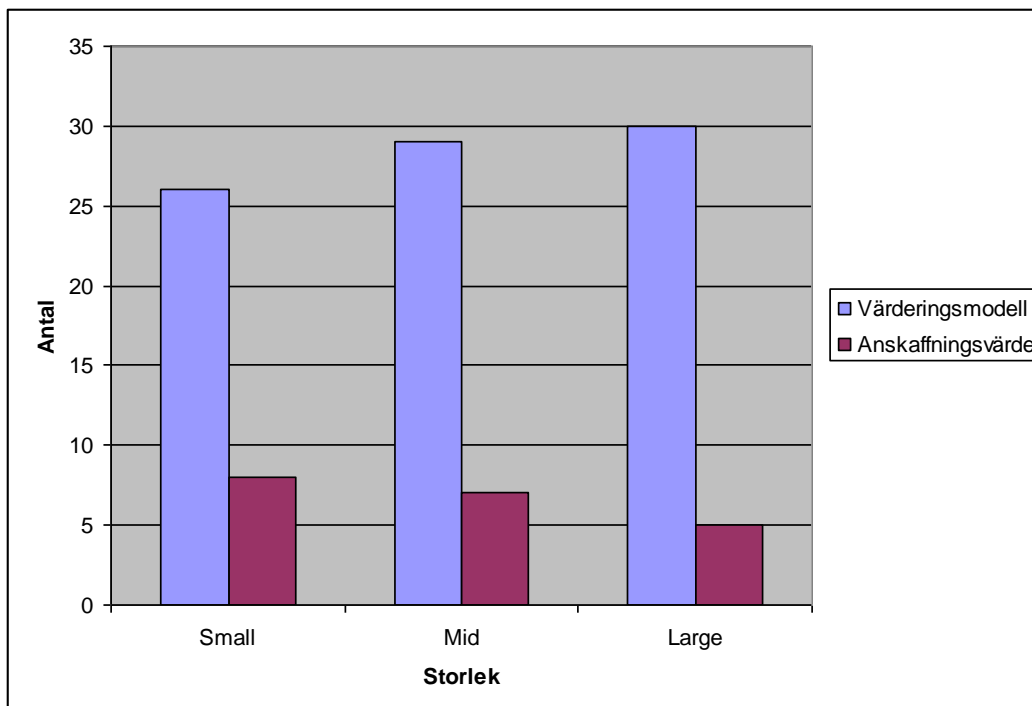
Hypotesen att företag som anlitar någon av de fyra stora revisionsbyråerna (Deloitte, Ernst & Young, PWC eller KPMG) skulle använda värderingstekniker i högre utsträckning än de övriga kan även den förkastas. Av de fem företagen som anlitar någon av de övriga revisionsbyråerna (BDO, Set eller Grant Thornton) är det endast ett av dessa företag som värderar sina onoterade aktier till anskaffningsvärde. En av studiens utgångspunkter, att de mindre byråerna inte ställer samma krav på att de onoterade aktierna ska värderas till verkligt värde genom värderingstekniker, kan inte stödjas av studien. De lite mindre byråerna besitter med stor sannolikhet samma kompetens och har ett arbetssätt som liknar de större byråernas.

När Kruskal-Wallis test genomfördes för small- och mid cap var för sig fick hypotesen att det skulle finnas ett samband mellan anlitad revisionsbyrå och värdering av onoterade aktier förkastas återigen. Signifikansen för dessa var 0,665 respektive 0,646.(se bilaga 1) Inom large cap anlidades uteslutande någon av de fyra revisionsbyråerna av företagen i studien. I undersökningen har dock inte granskats hur många företag på hela large cap som anlitar någon annan revisionsbyrå. Anledningen till att de fyra stora revisionsbyråerna är representerade i så stor utsträckning och då särskilt på large cap kan vara att de har ett starkt varumärke som förknippas med trygghet. Detta är något som företagen som anlitar dem vill sända ut till sina intressenter. Av de totalt 105 undersökta företagen anlidade endast fem företag någon annan revisionsfirma än de fyra största vilket påverkar det faktum att det skulle finnas ett signifikant samband. När enbart large cap testas, där de bara anlitar de fyra stora byråerna, ökar dock signifikansen men p -värdet är 0,094 varför hypotesen får förkastas även här.

Ranks			Test Statistics ^{a,b}	
Byrå	N	Mean Rank		Värdering
KPMG	11	21,86	Chi-Square	6,402
PWC	15	16,67	df	3
Ernst&Young	4	15,50	Asymp. Sig.	,094
Deloitte	5	15,50		
Total	35			

Tabell 9: Samband mellan anlitad revisionsbyrå och värderingsmetod på large cap

4.2.3 Sambandet mellan företagets storlek och värdering av onoterade aktier



Tabell 10: Värderingsmetod uppdelad på storlek

En annan variabel som ämnades undersökas var företagsstorlek. Författarna ville se om det fanns något samband mellan storlek och sättet företagen värderade sitt innehav av onoterade aktier. Författarna ställde först upp ett stapeldiagram för att se om det skulle kunna gå att utläsa något avvikande. Inget såg dock ut att sticka ut, möjligtvis var skillnaden i värderingsmetod något större inom large cap. En mer noggrann undersökning gjordes därefter med hjälp av Kruskal-Wallis test som gav ett $p = 0,621$. Att p -värdet är större än signifikansnivån på 0,05 innebär att det inte går att påvisa något samband mellan värderingssätt och företagsstorlek.

Storlek	N	Mean Rank
Small	34	55,35
Mid	36	53,21
Large	35	50,50
Total	105	

	Värdering
Chi-Square	,952
df	2
Asymp. Sig.	,621

Tabell 11: Samband mellan företagens storlek och värderingsmetod

Eftersom tidigare forskning såsom exempelvis Trombley⁸² tryckt på att det finns skillnader i redovisningsval beroende på vilken storlekskategori företaget tillhör så var det intressant att statistiken inte kunde säkerställa ett sådant samband. En teori författarna hade innan undersökningen genomfördes var att mindre företag till högre grad skulle värdera sitt innehav av onoterade aktier till anskaffningsvärde. Ett mindre företag har normalt en mindre krets intressenter och frågan är om dessa företag vill lägga tid på att ta fram värderingsmodeller som passar deras verksamhet och innehav. IASBs Föreställningram säger att nyttan av informationen ska vara större än kostnaden att framställa den samt att kostnaden inte alltid faller på den som har den största nyttan av nämnda information.⁸³ Watts och Zimmerman påpekar att eftersom stora företag verkar i komplexa miljöer så är framställningen av deras finansiella rapporter kostsamma.⁸⁴ Även om stora företag får lägga ut mycket pengar på sina finansiella rapporter så har de också mer resurser och fler intressenter till denna information. Mindre företag med mindre resurser upplever kanske inte att nyttan överväger kostnaden och gör det därför enkelt för sig. Storleken på just posten onoterade aktier är normalt relativt begränsad, och att då lägga ner tid och pengar på att värdera den posten kan eventuellt anses onödigt. Lösningen skulle därför bli att värdering sker till anskaffningsvärde, vilket dock inte kunde påvisas med denna statistiska undersökning.

Det som eventuellt kan förklara resultatet något är det faktum att redovisningsval är beroende av vilken finansiell ställning ledningen vill uppvisa. Om företaget i första hand vill spara pengar och uppfattningen utåt sett av företagets ekonomi är av mindre betydelse är det möjligt att företaget väljer att värdera till anskaffningsvärde. Ett företag som däremot är mer beroende av yttre stöd vill antagligen uppvisa en bra bild utåt sett och kommer att välja det förfarande som främjar denna positiva bild. Eventuellt kan det innebära att företaget får använda sig av tidskrävande värderingsarbete och nyttjande av modeller för att undersöka om det verkliga värdet är högre än anskaffningsvärdet.

Regelverket för finansiella instrument, IAS 39, säger att värderingsmodeller skall användas vid beräkning av verkligt värde på egetkapitalinstrument utan en aktiv marknad. När detta är omöjligt att göra på ett rimligt sätt är det inte tillåtet att värdera instrumentet till verkligt värde utan värderingen sker då till anskaffningsvärde. Eftersom IFRS är ett principbaserat regelverk

⁸² Trombley, M.A. (1989)

⁸³ IASBs Föreställningsram p.44

⁸⁴ Watts, R.L & Zimmerman, J.L. (1978)

finns det i många standarder utrymme för företag att göra egna tolkningar. Orden ”omöjligt att göra på ett rimligt sätt” kan utnyttjas och företaget kan hävda att en värdering är ogenomförbar vilket kan vara svårt att motbevisa.

4.3 Sammanfattning av empirin

Enligt IAS 39 ska onoterade aktier värderas till verkligt värde då detta kan göras på ett tillförlitligt sätt, annars får anskaffningsvärdet användas. Eftersom så pass många företag i studien redovisar sina onoterade aktier till verkligt värde med hjälp av värderingstekniker anser de att informationen är tillförlitlig och av relevans för beslutsfattande. De borde även anse att nyttan av att värdera till verkligt värde överstiger kostnaden med att framställa denna typ av information. Eftersom de använder sig av olika värderingstekniker och inte skriver tydligt vilken de använder sig av är det svårt att jämföra informationen med andra företag.

Kruskal-Wallis test visar att det finns ett signifikant samband mellan bransch och redovisningsval inom small cap. Författarna kan inte med säkerhet avgöra att detta beror uteslutande på branschtillhörighet men det är sannolikt en förklarande faktor. Stöd för detta fås av den institutionella teorin som menar att företag har en tendens att efterlikna varandra efter en tid. I IAS 39 uppmanas även företag att se hur andra företag på marknaden redovisar onoterade aktier. Något samband mellan branschtillhörighet och värderingssätt kunde dock inte påvisas då alla företag ingick i testet. Att ett samband kunde skönjas endast inom gruppen med de minsta företagen beror möjligtvis på att mindre företag generellt sett har kreditgivare som främsta intressent och därför kan de mindre företagens redovisningsval likna varandra mer än större företag som kanske har andra huvudintressenter som exempelvis ägare eller samhället. En annan möjlighet är att många mindre företag kan vara nya på marknaden och på grund av osäkerhet eller brist på erfarenhet därför lägger extra uppmärksamhet på hur företag i samma bransch redovisar och sedan gör därefter.

Något statistiskt säkerställt samband mellan värderingssätt och företagsstorlek eller mellan värderingssätt och revisionsbyrå kunde inte fastställas. Det förstnämnda sambandet, eller snarare brist på ett sådant, förvånade författarna en aning. Tidigare studier hade visat att företagsstorlek påverkade redovisningsval till en hög grad men det var något som alltså inte framkom i denna undersökning. Anlitad revisionsbyrå kunde eventuellt påverka ett företags redovisningsval, osäkert på vilket sätt. Tankegången var intressant och testades, dock framkom inget samband med variabeln revisionsbyrå inblandad.

5 SLUTDISKUSSION

I följande avsnitt besvaras frågeställningarna som studien vilar på, hur bolag på OMX Nordic Exchange Stockholm värderar onoterade aktier samt huruvida det finns bakomliggande incitament/faktorer som påverkar valen. Slutdiskussionen avslutas med förslag till vidare forskning inom området.

5.1 Slutsats

Efter presentation av resultatet av undersökningen och en analys av detta material ämnar författarna att besvara studiens problemformuleringar i det kommande avsnittet.

Hur värderar bolag på OMX Nordic Exchange Stockholm onoterade aktier?

Finansiella instrument är ett komplext område och efter studiens genomförande kan författarna konstatera att onoterade aktier är ett ännu mer komplicerat område. Det är svårt för företagen att fastställa ett verkligt värde för dessa då det inte finns en aktiv marknad att tillgå. Nu har författarna dock fått en tydlig bild av hur företagen på Stockholmsbörsen väljer att värdera sina onoterade aktier. Studien fick en annan riktning än vad som från början var tänkt då de undersökta företagen var otydligare än väntat i sin beskrivning av hur de värderar sina onoterade aktier. Det var även färre företag än väntat som hade ett innehav av onoterade aktier eller beskrev hur de värderade dessa varför undersökningen kom att omfatta samtliga företag på Stockholmsbörsen. På grund av detta blev dock bortfallet stort och i slutändan ingick 105 företag i vår studie. Trots att det är svårt att fastställa ett verkligt värde för aktier utan en aktiv marknad är det endast 20 av de 105 företagen som ingick i undersökningen som valde att värdera dem till sitt anskaffningsvärde. Att värdera enligt denna metod skulle annars kunna ses som en lätt utväg inom detta svårbedömda område.

Som tidigare nämnts ingick i studien 105 företag som samtliga är noterade på Stockholmsbörsen. Vad gäller branschfördelning så var denna något skev. Till exempel så ingick många gånger fler industriföretag än exempelvis företag inom dagligvaruhandeln. I just dagligvaruhandelskategorin fanns två företag som nämnde hur de värderar onoterade aktier och det visade sig att ett företag värderade till verkligt värde och det andra till anskaffningsvärde. Resultatet från just den gruppen visade därmed att 50 procent värderar till anskaffningsvärde och ett sådant resultat är svårt att motivera att det är generaliserbart. Slumpen kan här spela in till stor del. Finansbranschen representerades av många företag, närmare bestämt 35. Tre av dessa värderade till anskaffningsvärde. Eftersom denna grupp innehåller fler individer så är det mer troligt att värdering till verkligt värde faktiskt *är* mer vanligt förekommande inom denna bransch. Ett helt tillfredsställande svar på hur företagen på Stockholmsbörsen värderar sina onoterade aktier går inte att finna. Några helt klara mönster eller samband går inte att med säkerhet att uttyda förrän man bryter ner populationen i mindre grupper, exempelvis storlekstillhörighet, och inom denna grupp ser på samband med värderingsmetod.

IASBs Referensram nämner att exempelvis de kvalitativa egenskaperna tillförlitlighet och jämförbarhet ska vara ledord för företags redovisning. Detta går stick i stäv med uppbyggnaden av till exempel IAS 39 som säger att onoterade aktier ska beräknas till verkligt värde om detta är möjligt, annars får de tas upp till anskaffningsvärdet. Vissa företag väljer då kanske att lägga ner större resurser på att framställa en godtagbar värderingsmodell medan

andra uppger att deras innehav omöjligt går att marknadsvärdera. Detta skulle i så fall minska jämförbarheten även om posten innehav av onoterade aktier förmodligen är relativt liten.

Sammanfattningsvis kan man säga att det finns två sätt att värdera innehav av onoterade aktier. IAS 39 förespråkar värdering till verkligt värde vilket även är det vanligaste bland företagen i studien då cirka 81 procent värderar dem till verkligt värde.

Finns det bakomliggande incitament/faktorer som påverkar valen?

Med hänsyn till den diskussion som förs under avsnittet påverkande faktorer ställdes innan studiens genomförande upp ett antal hypoteser som behandlar de faktorer studien avsåg att undersöka. Den första, att värderingen av de onoterade aktierna är beroende av variabeln bransch, kunde förkastas för de två största storlekskategorierna. Inom small cap fanns det dock ett samband mellan företagens branschtillhörighet och värdering. Det kan dock vara andra faktorer som inte behandlas i denna studie som påverkar detta samband, men en förklaring till detta borde vara just branschtillhörigheten. Författarna anser att förklarande orsaker till att företag inom small cap inom samma bransch tenderar att värdera sina onoterade aktier på samma sätt är det tidigare genomgång av tidigare studier visat, nämligen att då standarden är luddig så påverkas företagen istället av varandra. Att företagen inom small cap påverkar varandra till en större grad än vad de större företagen gör kan ha ett flertal olika orsaker. Mindre företag kan eventuellt vara nyare på marknaden och därmed mer osäkra på hur de ska gå till väga i sin värdering. Viktigt att notera är att mindre företag nödvändigtvis inte behöver vara nya, många företag vill hålla sig på en mindre nivå. Däremot är det antagligen fler nya företag i kategorin small cap än i exempelvis large cap, då det kan anses vara svårt att starta ett företag som direkt kvalificerar sig till att tillhöra large cap.

Vad gäller hypoteserna som rörde ett eventuellt samband mellan värderingsmetod och anlita revisionsbyrå så visade de statistiska testerna att några sådana samband inte kunde påvisas. Viss tidigare forskning hade fått fram resultat som något tveydigt pekade på att det skulle finnas ett samband mellan dessa variabler men det kunde alltså inte skönjas i denna undersökning. Inte heller kunde det styrkas att de företag som anlitar någon av de största revisionsbyråerna har ett uniformt sätt att redovisa. En bakomliggande anledning till att revisionsbyrån inte påverkar värderingssättet till någon större grad kan vara att det helt enkelt inte är så stor skillnad mellan de olika byråerna. Det finns uttalade kompetenskrav på praktiserande revisorer och med en sådan standardiserad yrkeskår borde det därmed inte skilja så mycket mellan byråerna. En annan orsak till att samband saknas borde vara det faktum att företag anlitar en annan byrå vid konsultation än vid revision på grund av jävsituationen som kan uppstå.

Tidigare studier visar att mindre företag har färre intressenter vilket påverkar företagets redovisningsval. De primära intressenterna hos dessa företag är oftast ägarna och banken. Därmed borde målet med redovisningen vara att uppvisa en så bra finansiell ställning som möjligt. Företagen kan anpassa sitt resultat genom att antingen använda värderingsmodeller eller anskaffningsvärde och välja det som passar företaget bäst. Detta är inte tillåtet enligt IAS, dock säger IAS 39 att om verkligt värde inte går att beräkna på ett tillförlitligt sätt så kan anskaffningsvärde användas vilket företag kan utnyttja genom att hävda att en värderingsmodell är omöjlig att ta fram. Detta är inget som författarna kunnat kontrollera, en mycket djupare analys av varje enskilt företag och det specifika aktieinnehavet hade i så fall behövts göras. Den tredje hypotesen får även den förkastas.

Som tidigare nämnts är regelverket kring verkligt värde relativt luddigt och inbjuder företag till att göra egna tolkningar. Det kan nog vara en del av bakgrunden till att det inte framkom några starka samband mellan värdering och de påverkande faktorerna. Om regleringen av området varit mer strikt hade förmodligen fler mönster kunnat skönjas i undersökningen.

Avslutningsvis anser författarna att resultatet av studien ger en översiktlig bild av hur företag på Stockholmsbörsen värderar innehav av onoterade aktier. Däremot ska försiktighet iakttas innan resultatet överförs på en större population. Ytterligare bakomliggande faktorer kan påverka företagens redovisningsval vilket en mer omfattande studie skulle kunna påvisa.

5.2 Förslag till fortsatt forskning

Denna studie undersöker kvantitativt hur börsbolag värderar sitt innehav av onoterade aktier. En annan vinkling som skulle kunna göras är att undersöka varje enskilt företag närmare genom exempelvis intervjuer och därigenom skapa en större förståelse för hur deras värderingsmodeller används i praktiken. En ytterligare variant av denna studie hade varit att undersöka och jämföra hur utförliga företagen är i sina årsredovisningar vad gäller innehav av onoterade aktier eller något annat finansiellt egetkapitalinstrument. Detta skulle kunna kopplas till bransch- eller storlekskaraktäristika. Slutligen skulle en studie gjord över tid vara intressant och se huruvida företag håller fast vid sina värderingsmetoder eller om det finns någon tendens att det ena värderingssättet blir vanligare än ett annat, exempelvis vid lågkonjunktur.

KÄLLFÖRTECKNING

Artiklar

Barth, M. E. (2006), Including Estimates of the Future in Today's Financial Statements, *Accounting Horizons*, Vol. 20, No. 3, s. 271–285.

Dimaggio, P & Powell, W. (1983), The Iron Cage Revisted: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, *American Sociological Review*, Vol. 48, s. 147-160.

Cheng, K. (2009) Fair Value's 'How' Meets 'When' The Complications of Applying Mark-to-Market Accounting in an Inactive Market, *CPA Journal*, Augusti, Vol. 79, Issue 8, s 26-29.

Hitz, J.M. (2007), The decision usefulness of fair value accounting – A theoretical perspective, *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 2, s 323-362.

Kuo, H-C. (1993) How Do Small Firms Make Inventory Accounting Choices? *Journal of Business Finance & Accounting*. April, Vol. 20, Issue 3, s 373-392.

Lai, C & Yee, A. (2009) Not so Market to Market. *Internatinal Financial Law Review*, Januari, Vol.28, Issue 1, s 75-77.

Landsman, W.R. (2007), Is Fair Value Accounting Information Relevant and Reliable? Evidence from Capital Market Research. *Accounting and Business Research, Special Issue: International Accounting Policy Forum*. s 19-30.

Leuz, C. (2009), The Crisis of Fair-Value Accounting – Makin Sense of the Recent Debate. *Accounting, Organizations & Society*, Oktober, Vol. 34, Issue 6/7, s 826-834.

Lundqvist, P. et al. (2008). IFRS Implementation in Listed Companies – Identification of Factors Leading to Inconsistens Application. *Working paper*.

Marton, J. (2008). Nyttan av verkligt värde. *Balans*, Juni 2009, årgång 34, nummer 6, s 42-44.

Pozem, R.C. (2009). Is It Fair to Blame Fair Value Accounting for the Financial Crisis? *Harvard Business Review*, November, s 85-92.

Samuel, M. (2009). The Fair Value Debate: It'll Run and Run. *Accountancy Magazine*, November, s 60-61.

Schmidt, M. (2009). Fair Value – Your Value or Mine? *Accounting in Europe*, December 2009, Vol 6, No. 2, s 271-282.

Trombley, M.A. (1989). Accounting Method Choice in the Software Industry: Characteristics of Firms Electing Early Adaption of SFAS No. 86. *The Accounting Review*, Vol LXIV/3:529-538.

Watts, R.L & Zimmerman, J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, Vol 56, s. 112-134.

Exposure Draft ED/2009/5 Fair Value Measurement – International Accounting Standards Board.

Böcker

Artsberg, Kristina. (2005) *Redovisningsteori – policy och – praxis*. Liber Ekonomi, Malmö, Sverige.

Internationell redovisningsstandard i Sverige – IFRS/IAS 2009. FAR SRS Förlag, Stockholm, Sverige.

Körner, S & Wahlgren, L. (2006) *Statistisk dataanalys*. Upplaga 4. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Marton, J. et al. (2008) *IFRS – I teori och praktik*, Bonniers, Sundbyberg, Sverige.

Merriam, Sharan B. (1994) *Fallstudien som forskningsmetod*. Upplaga 1. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Patel, R & Davidson, B. (1994) *Forskningsmetodikens grunder*. Upplaga 2. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Smith, D. (2006) *Redovisningens språk*. Upplaga 3. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Elektroniska källor

Aktiefondtips <<http://www.aktiefondtips.se/onoterade-aktier-ar-det-nagot-att-satsa-pa/>>

Aktiespararna <<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Investors-VD-Borje-Ekholm-Onoterad-miljo-battre-for-Gambro-/>>

Alternativa <<http://www.alternativa.se/>>

NASDAQ OMX

<http://www.nasdaqomx.com/whatwedo/servicesforcompanies/nordicmarket/visibility/Sector_Classification/>

Nationalencyklopedin <<http://www.ne.se/>>

Private Equity Valuation <<http://www.privateequityvaluation.com>>

Årsredovisningar

Acando	Getinge	Nordnet
ACAP Invest	Hakon Invest	Novestra
Addnode	HEBA	OEM International
Affärsstrategerna	Hexagon	Profilgruppen
Alfa Laval	Hexpol	Q-Med
Assa Abloy	Holmen	Ratos
Astra Zeneca	HQ	Rejlerkoncernen
Avanza Bank	Hufvudstaden	Rezidor Hotel Group
Axis	Husqvarna	Sandvik
B&B Tools	Intellecta	SAS
BE Group	Intrum Justitia	SCA
Beijer Alma	Investor	SEB
Bilia	Kinnevik	Securitas
Biovitrum	KnowIT	Semcon
Björn Borg	Kungsleden	Skanditek
Brinova Fastigheter	Latour	Skanska
Bure Equity	LinkMed	Skistar
Clas Ohlson	Loomis	SSAB
Cloetta	Lundbergföretagen	Stora Enso
Concordia	Lundin Petroleum	SWECO
Consilium	Malmbergs	Swedbank
Dagon	Medivir	Swedish Match
Diamyd Medical	Mekonomen	Svenska Handelsbanken
Digital Vision	Melker Schörling	Svolder
Diös	Micronic Laser System	Säkl
Duni	Midway	Tele2
East Capital Explorer	Millicom	Telia Sonera
Elanders	Mobyson	Ticket Travel
Electra	Morphic	Traction
Electrolux	MSC Konsult	Tradedoubler
Elekta	Nederman	Trelleborg
Eniro	Neonet	Wallenstam
Fabege	New Wave group	Volvo
Fast partner	NIBE	Vostok Nafta
Fenix Outdoor	Nordea	Öresund

BILAGOR

Bilaga 1

Nedan presenteras Kruskal-Wallis test som genomförs i SPSS med förklaringar ovan.

Test av sambandet mellan värdering och bransch för mid cap

Bransch	N	Mean Rank
1	15	17,40
2	2	24,00
3	8	15,00
4	2	15,00
5	9	23,00
Total	36	

	Värdering
Chi-Square	7,345
df	4
Asymp. Sig.	,119

Test av sambandet mellan värdering och bransch för large cap

Bransch	N	Mean Rank
1	13	15,50
2	3	21,33
3	3	15,50
4	3	15,50
5	13	20,88
Total	35	

	Värdering
Chi-Square	6,742
df	4
Asymp. Sig.	,150

Test av sambandet mellan värdering och anlita revisionsbyrå på small cap (här fanns inte revisionsbyrå 6 representerad varför 7 kodades om till 6)

Byrå	N	Mean Rank
1	9	17,28
2	14	15,93
3	4	22,00
4	4	17,75
5	2	22,00
6	1	13,50
Total	34	

	Värdering
Chi-Square	3,225
df	5
Asymp. Sig.	,665

Test av sambandet mellan värdering och anlita revisionsbyrå på mid cap (här fanns varken revisionsbyrå 5 eller 7 representerade varför 6 kodades om till 5)

Byrå	N	Mean Rank
1	8	19,50
2	11	19,91
3	9	19,00
4	6	15,00
5	2	15,00
Total	36	

	Värdering
Chi-Square	2,492
df	4
Asymp. Sig.	,646

Bilaga 2

Företag	Anskaffningsvärde	Bransch	Storlek	Revisionsbyrå
Acando	0	4	1	2
ACAP Invest	0	5	1	4
Addnode	1	4	1	2
Affärsstrategerna	0	1	1	1
Alfa Laval	0	5	3	3
Assa Abloy	0	5	3	2
Astra Zeneca	1	2	3	1
Avanza Bank	0	1	2	3
Axis	0	4	2	2
B&B Tools	1	5	2	1
BE Group	1	5	2	1
Beijer Alma	1	5	2	2
Bilia	1	3	1	1
Biovitrum	0	2	2	2
Björn Borg	0	3	2	4
Brinova Fastigheter	0	1	2	6
Bure Equity	0	1	2	3
Clas Ohlson	0	3	2	2
Cloetta	1	3	1	1
Concordia	0	5	1	1
Consilium	1	5	1	2
Dagon	0	1	1	7
Diamyd Medical	0	2	1	2
Digital Vision	0	4	1	4
Diös	1	1	1	4
Duni	0	3	2	2
East Capital Explorer	0	1	2	1
Elanders	0	3	1	2
Electra	1	3	1	3
Electrolux	0	3	3	2
Elekta	0	2	3	4
Eniro	0	3	2	2
Fabege	0	1	3	4
Fast partner	0	1	2	4
Fenix Outdoor	1	3	1	5
Getinge	0	2	3	2
Hakon Invest	0	1	3	3
HEBA	0	1	2	4
Hexagon	0	5	3	3
Hexpol	0	5	2	3
Holmen	1	5	3	1
HQ	0	1	2	1
Hufvudstaden	0	1	3	1
Husqvarna	0	3	3	2
Intellecta	0	5	1	2
Intrum Justitia	0	5	2	1
Investor	0	1	3	1
Kinnevik	0	1	3	3
KnowIT	0	4	1	2
Kungsleden	0	1	2	1

Latour	0	1	3	2
LinkMed	0	1	1	3
Loomis	1	5	2	2
Lundbergföretagen	0	1	3	1
Lundin Petroleum	1	5	3	2
Malmbergs	0	5	1	2
Medivir	0	2	1	2
Mekonomen	0	3	2	4
Melker Schörling	0	1	3	2
Micronic Laser System	0	4	1	1
Midway	0	5	1	2
Millicom	0	4	3	2
Mobyson	0	4	1	2
Morphic	0	5	1	2
MSC Konsult	0	4	1	5
Nederman	0	5	1	1
Neonet	0	1	2	2
New Wave group	0	3	2	3
NIBE	0	5	2	6
Nordea	0	1	3	1
Nordnet	0	1	2	3
Novestra	0	1	1	1
OEM International	0	5	1	1
Profilgruppen	0	5	1	3
Q-Med	1	2	2	3
Ratos	0	1	3	1
Rejlerkoncernen	0	5	1	2
Rezidor Hotel Group	0	3	2	4
Sandvik	1	5	3	1
SAS	0	5	2	4
SCA	0	5	3	2
SEB	0	1	3	2
Securitas	0	5	3	2
Semcon	0	5	1	4
Skanditek	0	1	2	3
Skanska	1	5	3	1
Skistar	0	3	2	1
SSAB	0	5	3	2
Stora Enso	0	5	3	4
SWECO	0	5	2	2
Swedbank	0	1	3	4
Swedish Match	0	3	3	1
SvenskaHandelsbanken	0	1	3	1
Svolder	0	1	1	2
Säkl	1	1	2	2
Tele2	0	4	3	4
Telia Sonera	0	4	3	2
Ticket Travel	1	3	1	3
Traction	0	1	1	1
Tradedoubler	0	4	2	1
Trelleborg	0	5	3	2
Wallenstam	1	1	2	3
Volvo	0	5	3	2
Vostok Nafta	0	1	2	2

Öresund

0

1

2

3