



GÖTEBORGS UNIVERSITET HANDELSHÖGSKOLAN

VÄRDERELEVANSEN AV ICKE- REGLERADE RESULTATMÅTT

En studie som belyser värder relevansen av EBIT i nordiska noterade bolag

Magisteruppsats i företagsekonomi

Externredovisning

Vårterminen 2018

Handledare: Emmeli Runesson

Författare: Johanna Moberg

Nicolas Sandberg

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Magisteruppsats, Externredovisning VT 18

Författare: Johanna Moberg och Nicolas Sandberg

Handledare: Emmeli Runesson

Titel: Värder relevansen av icke-reglerade resultatmått – en studie som belyser värder relevansen av EBIT i nordiska noterade bolag.

Bakgrund och problem: IASB har nyligen beslutat att definiera det icke-reglerade resultatmättet EBIT. Rapportering av icke-reglerade resultatmått är idag ett vanligt fenomen bland företagsledningar trots att den samtida forskningen är oense angående användbarheten av resultatmått. Flertal forskare menar att icke-reglerade resultatmått bidrar till att ge relevant information till investerare, samtidigt som det finns bevis att dessa mått är vilseledande. Måtten har även kritiserats för att skada redovisningens jämförbarhet.

Syfte: Syftet med denna studie är att undersöka värder relevansen av EBIT samt värder relevansen av att inkludera alternativt exkludera posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures från EBIT.

Metod: En dokumentstudie har genomförts för att kartlägga hur bolagen definierar EBIT. Vidare har värder relevansen undersökts genom att studera om det finns ett statistiskt samband mellan aktiepriser eller förändringar i aktiepriser och EBIT, vilket undersöks genom flera regressionsanalyser.

Resultat och slutsatser: Vi finner att EBIT är värder relevant. Vidare finner vi svaga men konsekventa resultat som indikerar att värder relevansen av EBIT är högre om posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures exkluderas och istället placeras i finansnettot.

Förslag till fortsatt forskning: Vidare studier kan utföra en utvidgande studie med ett större urval samt undersöka om värder relevansen av EBIT är branschspecifik. Detta för att skapa en djupare förståelse kring värder relevansen av EBIT.

Nyckelord: Värder relevans, EBIT, icke-reglerade resultatmått, ränta på förmånsbestämda pensionsplaner, resultat från intresseföretag och joint ventures.

Förord

Vi vill framföra ett varmt tack till vår handledare Emmeli Runesson för all hjälp genom uppsatsprocessen.

Innehållsförteckning

Inledning.....	1
Bakgrund och institutionell kontext	4
IASB:s föreställningsram	4
Redovisning av icke-reglerade resultatmått	4
EBIT	5
Tidigare forskning.....	7
Relationen mellan redovisningsinformation och aktiepriset	7
Värderelevansstudier av olika resultatmått	8
Värderelevansen av icke-reglerade resultatmått.....	8
Metodologi, data och urval.....	11
Val av metod	11
Urval och data	12
Värderelevansen av EBIT jämfört med nettoresultat	13
Värderelevansen av EBIT som en delpost i resultaträkningen.....	14
Värderelevansen av EBIT inkl./exkl. ränta på förmånsbestämda pensionsplaner.....	14
Värderelevansen av EBIT inkl./exkl. resultat från intresseföretag och joint ventures	14
Multikollinearitet.....	15
Resultat.....	16
Klassificering av posterna ränta på pensionskund och resultat från joint venture och intressebolag.....	16
Effekter av en eventuell reglering av EBIT.....	18
Värderelevansen av EBIT jämfört med nettoresultat	20
Värderelevansen av EBIT som en delpost i resultaträkningen.....	20
Värderelevansen av EBIT inkl./exkl. ränta på förmånsbestämda pensionsplaner.....	22
Värderelevansen av EBIT inkl./exkl. resultat från intresseföretag och joint ventures	23
Sammanfattande resultat	25
Begränsningar samt förslag på framtida forskning	26
Slutsatser	28
Referenslista	29

Inledning

Rapportering av icke-reglerade resultatmått är idag ett vanligt fenomen bland företagsledningar och måtten är även vanligt använda av analytiker och investerare vid värdering av företag (Ciesielski och Henry, 2017; EFRAG, 2017; Pwc, 2007). Icke-reglerade resultatmått är frivilliga upplysningar som möjliggör för företagsledningar att informera om alternativa prestationsmått de anser ger relevant information för att investerare ska förstå företagets prestationer (Black, Christensen, Ciesielski och Whipple, 2018). Tidigare studier har funnit att icke-reglerade resultatmått ger mer användbar och värderrelevant information till kapitalmarknaden jämfört med reglerade resultatmått. Vilket kan förklaras av att icke-reglerade resultatmått många gånger ger information om företagets varaktiga resultat, som är mer användbart i ett värderingssyfte (Bhattacharya, Black, Christensen och Larson., 2003; Bradshaw och Sloan, 2002; Brown och Sivakumar, 2003).

För de bolag som rapporterar enligt IFRS är det standarden IAS 1 - *Presentation of Financial Statements* som reglerar vad företag ska redovisa för resultatmått (EFRAG, 2017). IAS 1 föreskriver hur finansiella rapporter ska utformas för att säkerställa jämförbarhet, både mellan olika företag och inom ett företag under flera perioder. Idag specificerar IFRS (IAS 1) endast hur resultatmättet "Årets resultat" ska beräknas. Vidare säger IAS 1 att företag får redovisa ytterligare prestationsmått än de som krävs av standarden om det ger relevant information för förståelsen av företagets resultat (IAS 1 p. 85). Då de frivilliga upplysningarna inte är definierade av standarden IAS 1 lämnas det utrymme för företag att göra egna bedömningar om vilka icke-reglerade resultatmått de ska redovisa samt hur dessa ska definieras. Entwistle, Feltham och Mbagwu (2010) menar att det stora bedömningsutrymmet ökar värderrelevansen av redovisningen eftersom företagsledningen får en bättre möjlighet att kommunicera sin förståelse för företagets verksamhet och affärsmodell till investerare. Å andra sidan har det visat sig att det stora utrymmet för bedömningar även lett till att företag redovisar olika resultatmått och definierar dem på olika sätt, varför jämförbarheten av måtten kritiserats (EFRAG, 2017; Pwc, 2007). Icke-reglerade resultatmått har även kritiserats för att inte vara tillförlitliga. Detta då tidigare studier funnit att företag som har incitament att vilseleda investerare redovisar missvisande icke-reglerade resultatmått för att påverka deras bedömningar. Till exempel finner Graham, Harvey, och Rajgopal (2005) att företag betonar sin redovisning av alternativa resultatmått när de rapporterar svaga nettoresultat. Vidare finner forskare att företag tenderar att övervärdera sina rörelseresultat genom att klassificera kostnader som är hänförliga till rörelsen som poster av engångskaraktär (McVay, 2006), alternativt klassificera intäkter som ej är av rörelsekaraktär som rörelseresultat (Malikov, Manson, och Coakley, 2018).

Trots kritik om tillförlitligheten och jämförbarheten av icke-reglerade resultatmått rapporterar många företag fortfarande oreglerade mått som till exempel EBIT¹, som är ett mått på resultat före kostnader och intäkter som är hänförliga till finansiering och skatt (EFRAG, 2017). Till exempel rapporterar Pwc (2007) att 96 procent av 2,800 börsnoterade bolag från Storbritannien, Frankrike och Tyskland redovisar EBIT eller rörelseresultat i sina resultaträkningar. Jagannath and Koller (2013) ger en möjlig förklaring till detta. De menar att finansiella rapporter är svårtolkade för investerare, vilket leder till att företag i allt högre grad rapporterar icke-reglerade resultatmått för att underlätta investerares bedömning av företagets prestationer.

¹ EBIT står för Earnings before interest and tax.

Jagannath and Koller (2013) belyser att ett potentiellt problem med resultaträkningen idag är dess betoning på att rapportera ett enda resultat, nettoresultat. Detta eftersom sofistikerade investerare inte enbart är intresserade av nettoresultatet i sig. De förklarar att investerare istället vill se komponenterna av nettoresultatet, specifikt vill de kunna skilja rörelserelaterade poster från icke-rörelserelaterade poster. Även IASB har uppmärksammat investerares efterfrågan av en mer dissaggregerad resultaträkning (IFRS foundation, 2015). Nyligen började IASB diskutera om eventuell reglering av alternativa resultatmått inom IFRS, mer specifikt regleringen av EBIT (Hoogervorst, 2015). Utmaningen i att reglera EBIT ligger i att försöka definiera vilka poster som ska ingå i finansiella intäkter och kostnader och därmed exkluderas från EBIT. Detta är en utmaning då det i dagsläget inte finns någon standard i IFRS som definierar finansiella intäkter och kostnader (Nieto och Kumar, 2017), och det finns inte heller någon tydlig praxis för hur dessa definieras i praktiken (EFRAG, 2017). Till exempel rapporterar IASB (2017) att företag i dagsläget klassificerar liknande poster på olika sätt. Fram för allt handlar det om posterna resultat från intressebolag och joint ventures samt ränta på förmånsbestämda pensionsplaner. IASB (2017) menar att dessa poster är särskilt svårdefinierade då det inte är självklart om de bör ses som rörelseposter eller finansiella poster. Att bestämma vad som ska klassificeras som en rörelsepost är svårt då det många gånger beror på företagets affärsmodell och företagsspecifika egenskaper, en del företag kan till exempel klassificera en post som rörelsepost medan andra företag klassificerar samma post som finansiell (Nieto och Kumar, 2017; Peterson och Plenborg, 2012).

Tidigare litteratur som studerat värder relevans av icke-reglerade resultatmått har främst utförts i USA. Där har forskning bland annat jämfört icke-reglerade resultatmått med US GAAP reglerade resultatmått (Bradshaw och Sloan, 2002; Bhattacharya et al., 2003) samt jämfört värder relevansen mellan resultatmått framställda av analytiker och resultatmått framställda av företag (Brown och Sivakumar, 2003; Entwistle et al., 2010). Litteratur utförd i Europa är mer begränsad men det finns några studier som belyser värder relevansen av icke-reglerade resultatmått på den europeiska marknaden. Till exempel studerar Barton, Hansen och Pownall (2010) värder relevansen av olika resultatmått beroende av placering i resultaträkningen. Vidare studerar Choi, Lin, Walker, och Young (2007) värder relevansen av de exkluderade företag gör vid beräkning av alternativa resultatmått jämfört med de analytikerna gör. Tidigare studier har belyst värder relevansen av rörelseresultat (Brown och Sivakumar, 2003; Entwistle et al., 2010). Däremot finns det begränsat med forskning som undersöker värder relevansen av specifikt EBIT². Framförallt saknas det forskning som studerar värder relevansen av att inkludera alternativt exkludera posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures från EBIT. Vilket är en aktuell fråga eftersom IASB för diskussioner om att definiera samt reglera EBIT (IFRS foundation, 2017).

Vår studie syftar till att belysa om värder relevansen³ av EBIT, med begränsning till nordiska noterade bolag. Anledningen till varför vi tittar på just värder relevansen är för att värder relevans generellt ses som ett mått på användbarhet av redovisningsinformation för investerare (Francis and Schipper 1999; Lev and Zarowin 1999). För att besvara syftet bryter vi ner det i fyra delfrågor:

- Är EBIT mer värder relevant jämfört med nettoresultat?

² Vi har endast funnit att Barton et al. (2010) inkluderar EBIT i sin värder relevansstudie.

³ I vår studie definieras värder relevans som att redovisningsinformation är värder relevant om det finns ett samband mellan redovisningsinformationen och kapitalmarknadens värdering av bolaget och att detta speglas i marknadsvärdet (Barth, 2000).

- Ger det mer värderrelevant information till kapitalmarknaden om nettoresultatet delas upp i delposterna EBIT och finansnetto + skatt?
- Är EBIT mer värderrelevant när ränta på förmånsbestämda pensionsplaner inkluderas i eller exkluderas från EBIT?
- Är EBIT mer värderrelevant när resultat från intresseföretag och joint venture inkluderas i eller exkluderas från EBIT?

För att få en överblick över hur EBIT definieras i nordiska noterade bolag genomförs en dokumentstudie där bolagens årsredovisningar granskas. Vi undersöker hur företagen redovisar EBIT med fokus på om posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures inkluderas i eller exkluderas från EBIT. Vidare genomför vi flera regressionsanalyser för att studera värderrelevansen av EBIT.

Resultatet från denna studie visar på att EBIT är mer värderrelevant för kapitalmarknaden jämfört med nettoresultat samt att det ger användbar information att inkludera EBIT som en delpost i resultaträkningen. Vidare finner vi att definitionen av EBIT inte är enhetlig mellan företag vilket indikerar på att jämförbarheten av resultatmättet kan anses bristande. Däremot är detta inte något som verkar påverka värderrelevansen av EBIT. Vidare visar resultatet att EBIT är mer värderrelevant för kapitalmarknaden när posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures exkluderas. Resultaten är svaga vilket kan bero på få observationer. Samtidigt är resultaten från samtliga undersökningar konsekventa.

Studien bidrar till den befintliga värderrelevanslitteraturen genom att tillhandahålla nya bevis för värderrelevansen av resultatmättet EBIT. Resultatet är även relevant för normgivare, framförallt för IASB:s projekt *Primary financial statements*. Syftet med projektet är att utveckla resultaträkningen, bland annat genom att definiera och reglera resultatmättet EBIT (IFRS foundation, 2017). Vår studie belyser relevansen av EBIT samt relevansen av valet av klassificering av posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures. Relevans är en primär kvalitativ egenskap som bidrar till att redovisningen blir användbar för investerare (Föreställningsramen, 2010). Genom att vår studie belyser relevansen av EBIT kan den ge ett bidrag för normgivare vid framtagning av nya standarder.

Det finns svagheter med vår studie som är viktiga att poängtera. En svaghet med vår studie är att aktiepriser kan reflektera fler faktorer än bara redovisningsinformation. Det kan därför vara svårt att särskilja just redovisningsinformationens påverkan på aktiepriset. Om en faktor som utsluts från modellen systematiskt korrelerar med vår EBIT-variabel skulle det kunna innebära att vi drar felaktiga slutsatser om relationen mellan redovisningsinformationen och aktiepriset (Marton, Runesson och Samani, 2017). Vidare har värder relevansstudier kritiserats för att endast fokusera på investerare som den primära användaren av finansiella rapporter (Holthausen och Watts, 2001). Däremot menar Barth, Beaver och Landsman (2001) att även om det finns andra användare av finansiella rapporter utöver investerare så betyder inte det att värder relevanslitteraturen inte kan ge intressanta bidrag för normgivning. Författarna menar att värder relevansstudier hjälper till att operationalisera abstrakta koncept så som relevans och tillförlitlighet. Därför anser Barth et al. (2001) att värder relevansstudier genom att belysa relevansen och tillförlitligheten av redovisningsinformation ger viktiga bidrag till normgivare.

Bakgrund och institutionell kontext

Detta avsnitt går igenom syftet med finansiella rapporter. Vidare går det igenom normgivares arbete med icke-reglerade resultatmätt, framförallt IASB:s arbete med det alternativa resultatmättet EBIT.

IASB:s föreställningsram

Syftet med finansiella rapporter är att förse investerare och kreditgivare med användbar information som underlättar vid deras beslutsfattande. Syftet är inte att de finansiella rapporterna ska ange värdet på företaget, utan snarare ge information om företagets förmåga att skapa värde så att intressenterna sedan kan uppskatta företagets värde. För att den finansiella informationen ska kunna vara användbar för intressenter måste den vara relevant och korrekt återgiven. Information är relevant om den påverkar intressenters beslutsfattande. Ett karaktärsdrag för denna typ av information är att den kan hjälpa användare förutspå framtida händelser. Ett exempel är information om nuvarande intäkter som kan användas för att förutspå framtida intäkter (Föreställningsram, 2010). Ett sätt att mäta om information är relevant för kapitalmarknaden är genom värder relevansstudier, alltså genom att undersöka om det finns ett samband mellan företags marknadsvärden och redovisningsinformation (Barth et al., 2001). Vi går igenom värder relevansforskning mer i kapitlet som heter relationen mellan redovisningsinformation och aktiepriset. Finansiell information som är korrekt återgiven ska vara neutral, fullständig samt fri från fel. Med neutral avses att informationen inte ska vara vinklad och med fullständig avses att användaren får ta del av all information som är nödvändig för att denne ska förstå händelsen som avspeglas. Med fri från fel avses att beskrivningen och beräkningen av en ekonomisk händelse är fri från fel. Finansiell information som redovisas på det sättet betraktas som tillförlitlig (Föreställningsram, 2010). Den finansiella informationen skall även vara jämförbar, dels över tid för ett företag samt mellan olika företag. Genom att redovisningsinformation uppfyller de två fundamentala egenskaperna relevans och korrekt återgivande kommer sannolikt även en viss grad av jämförbarhet uppnås. Detta eftersom en korrekt återgiven rapportering av ett relevant fenomen sannolikt borde vara jämförbart med ett liknande fenomen hos ett annat bolag (Föreställningsramen, 2010). Om redovisningsinformation är relevant, korrekt återgiven och jämförbar ökar användbarheten av informationen. Däremot är viktigt att poängtera att kostnaderna för att framställa redovisningsinformationen inte ska överväga nyttan informationen bidrar till (Föreställningsram, 2010).

Redovisning av icke-reglerade resultatmätt

Icke-reglerade resultatmätt går under många benämningar. Främst non-GAAP mått samt non-IFRS mått men även pro forma (Bhattacharya et al., 2003) eller street earnings (Bradshaw och Sloan, 2002). Icke-reglerade resultatmätt är som man hör på namnet resultatmätt som ej är definierade eller reglerade i någon lag eller standard. Exempel på sådana resultatmätt är där poster som anses jämförelsestörande eller ovanliga exkluderas eller inkluderas i det reglerade resultatmättet nettoresultat (ESMA, 2015; Ciesielski och Henry, 2017). EBIT är ett exempel på ett oreglerat mått där poster av finansiell karaktär exkluderas för att informera om företagets rörelseresultat (Peterson och Plenborg, 2012).

I Europa råder en viss frihet avseende redovisningen av icke-reglerade resultatmätt. Företagen kan välja hur de vill definiera måtten och vart dem vill presentera informationen (Black et al.,

2018). IFRS tillåter till exempel företag att rapportera ett icke-reglerat mått som en delsumma i resultaträkningen om informationen anses vara relevant för att användarna ska förstå företagets ekonomiska ställning eller prestationer. Om ett bolag redovisar ett sådant mått ska det göras på ett tydligt sätt som inte är missvisande för läsaren. Vidare ska de icke-reglerade resultatmåten inte få en mer framträdande plats i de finansiella rapporterna jämfört med IFRS reglerade mått (IAS 1).

Olika organisationer har uppmärksammat oreglerade resultatmått. Under år 2002 gick till exempel The International Organization of Securities Commission (2002) ut med en varning gällande icke-reglerade resultatmått. I varningen framförde de att måten kan vara användbara för investerare om de är korrekt presenterade men också vara vilseledande om de framställs på ett missvisande sätt. Vidare har EFRAG betonat att redovisade icke-reglerade resultatmått bland stora europeiska bolag är inkonsekventa och icke-transparenta (EFRAG, 2009). För att främja användbarheten och transparensen av de alternativa resultatmåten gav ESMA, europeiska finansinspektionernas centralorganisation, under 2015 ut riktlinjer för hur företag som redovisar alternativa resultatmått ska presentera dem (ESMA, 2015).

Nyligen tog IASB upp projektet *Primary financial statements* (tidigare *performance reporting project*). Avsikten med projektet är att förändra utformningen av resultaträkning och kassaflödesanalys för att främja jämförbarheten mellan företag. Projektet har varit på IASB:s agenda sedan 2001 och det har sedan dess gjorts flera försök att utveckla förslag på förändringar. Sen 2015 arbetar IASB med redovisning av alternativa eller icke-reglerade resultatmått inom ramen för projektet (IFRS foundation, 2015). Detta på grund av att IASB:s ordförande Hans Hoogervorst (2015) ansåg att rapporteringen av icke-reglerade resultatmått kunde skada IFRS integritet. Hoogervorst (2015) menade att icke-reglerade mått är missvisande och allt för framträdande i de finansiella rapporterna. Vidare har Hoogervorst (2015) framfört att IASB inte har för avsikt att förbjuda måten utan endast skärpa redovisningen av dem. Han anser att investerare kan nyttjas av en bättre kontroll över rapporteringen av icke-reglerade resultatmått och menar därför att IASB bör definiera fler alternativa resultatmått inom IFRS (Hoogervorst, 2015).

Till skillnad från Europa där redovisning av icke-reglerade mått är relativt fritt och oreglerat är redovisning av dessa mått mer begränsat i USA (Guillamon-Saorin, Isidro och Marques, 2017). I USA övervakar SEC rapporteringen av non-GAAP mått. De bolag som rapporterar dessa mått ska följa de regler och riktlinjer som utfärdas av SEC. I USA förbjuder SEC redovisning av non-GAAP mått i resultaträkningen, men det är tillåtet att redovisa måten utanför de finansiella rapporterna i till exempel i VD-ordet. Det är även tillåtet för bolagen att rapportera non-GAAP mått genom till exempel pressmeddelanden och genom sin webbplats (KPMG, 2017).

EBIT

En brist som lyfts fram av användare avseende de nuvarande finansiella rapporterna är till exempel att informationen inte är tillräckligt disaggregerad i rapporterna. I IAS 1 är riktlinjerna om hur olika poster och delsummor ska presenteras ofullständiga, det framgår till exempel inte hur detaljrika rapporterna ska vara eller hur många delsummor som ska inkluderas. Detta leder till att bolag utformar sina finansiella rapporter på olika sätt och inkluderar olika typer av resultatmått (IFRS foundation, 2015).

En del av projektet Primary financial statements handlar därför om att försöka inkludera rörelsemåttet EBIT som en delsumma i resultaträkningen. EBIT är ett mått på rörelseresultat och beräknas som vinst före ränta och skatt. Måttet används ofta av företag för att presentera ett resultatmått som är oberoende av bolagets kapitalstruktur (IFRS foundation, 2017). Före år 2003 fanns det ett krav i IAS 1 som sa att företag skulle inkludera rörelseresultatet som en delsumma i resultaträkningen. Detta krav togs däremot bort år 2003 när man gjorde om IAS 1. Detta på grund av att IASB inte ville kräva att företag skulle rapportera ett mått som inte var definierat i IFRS. Nu när IASB vill införa ett krav på att redovisa rörelseresultatet som en delsumma i resultaträkningen igen väljer de att reglera EBIT istället för det bredare begreppet rörelseresultat. Detta eftersom de anser att EBIT är enklare att definiera (IFRS foundation, 2017). EFRAG (2017) anser även de att IASB bör försöka definiera EBIT istället för rörelseresultat. De menar att skillnaden för hur företag definierar rörelseresultat är allt för stor på grund av att definitionen beror på företagets affärsmodell. Vidare anser EFRAG (2017) att ett försök till att definiera rörelseresultat kan leda till att företag får allt för lite flexibilitet för att uttrycka sin affärsmodell.

På grund av att IAS 1 inte definierar rörelseresultatet idag har företag utrymme att själva välja hur de vill redovisa det. Till exempel visar en undersökning som IASB gjort att det finns några poster som företag definierar på olika sätt. Poster som resultat från intressebolag och joint ventures samt ränta på pensionsskulder klassificeras ofta olika på grund av att det inte är självklart om de bör ses som rörelseposter eller finansiella poster (IFRS foundation, 2017).

Angående resultat från intressebolag och joint ventures klassificerar vissa företag posten som en del av rörelseresultatet och en del företag exkluderar posten från rörelseresultatet (IFRS foundation, 2018). Detta skulle kunna bero på att de företag som anser att intressebolaget är en väsentlig del av företagets egna verksamheten placerar posten i rörelseresultatet. Medan de företag som inte anser att posten är en väsentlig del av verksamheten placeras posten nedanför rörelseresultatet (EFRAG, 2017). Om det är så är däremot svårt att säga eftersom att en majoritet av bolagen inte förklarar sitt val av klassificering av posten. Därför är det svårt att veta om redovisningen av resultat från intressebolag och joint venture är jämförbar (IFRS foundation, 2018). IASB diskuterar nu om posten ska placeras i rörelseresultatet eller om den bör exkluderas från rörelseresultatet och således betrakta samtliga resultat från intressebolag och joint venture som av samma karaktär. Eller om man bör skilja på resultat från väsentliga och icke-väsentliga intressebolag och joint venture (IFRS foundation, 2018).

Angående ränta på förmånsbestämda pensionsplaner så specificerar inte IAS 19 – ersättningar till anställda om räntan ska ingå i rörelseresultatet eller finansnettot. IASB finner att det till och med finns skillnader på hur företag klassificerar posten inom samma bransch. De tror att skillnaderna beror på att företag har olika syn på karaktären av räntan på pensionsskulden snarare än att den beror på skillnader i företags affärsmodeller. Till exempel bedömer en del företag att räntan är en del av personalkostnaderna och således en del av rörelseresultatet medan andra ser räntan som en finansiell kostnad eller intäkt. IASB har lagt fram som förslag att räntan ska klassificeras som en finansiell intäkt eller kostnad. De argumenterar för att de flesta användare av rapporterna samt finansiella databaser klassificerar räntan som en finansiell post. Vidare menar de att detta även är i enlighet med FASB nyligen tagna beslut om att företag som redovisar rörelseresultat ska placera räntan på förmånsbestämda pensionsplaner som en finansiell post (IFRS foundation, 2017).

Tidigare forskning

Detta avsnitt syftar till att förklara begreppet värder relevans samt gå igenom relevant forskning inom området värder relevans och icke-reglerade resultatmätt.

Relationen mellan redovisningsinformation och aktiepriset

Ball och Brown (1968) och Beaver (1968) är några av de första studier som tittar på relationen mellan redovisningsinformation och förändringar i företags marknadsvärde. Ball and Brown (1968) finner bevis på att kapitalmarknaden reagerar positivt på positiv information och negativt på negativ information och att detta går att utläsa ur marknadsvärdet. Sedan denna studie har det kommit mycket forskning i ämnet. Under 1980- och 1990-talet var det populärt att studera relationen mellan nettoresultat och aktiepriser eller aktieavkastning, det var under denna period som begreppet värder relevans skapades (Marton et al., 2017). Definitionen av värder relevans är att redovisningsinformation är värder relevant om det finns ett samband mellan redovisningsinformationen och kapitalmarknadens värdering av bolaget samt att detta speglas i marknadsvärdet (Barth, 2000). Värder relevansen mäts genom att undersöka om det finns ett statistiskt samband mellan aktiepriser och redovisningsinformation. Den statistiska relationen mäter om investerare faktiskt använder sig av redovisningsinformationen vid värdering av bolag. Vidare kan man säga att värder relevant information leder till förändringar i aktiepriset eftersom att informationen kan förändra investerares förväntningar och därmed påverka deras beslutsfattande. Om information inte är värder relevant innebär det att investerare finner informationen irrelevant för beslutsfattande (Francis och Schipper, 1999).

Värder relevansmodellen utgår från en värderingsmodell där värdet på ett företag är en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden till aktieägare. Bokfört värde per aktie är ett redovisningsmätt på företagets värde och aktiepriset är ett mätt på bolagets marknadsvärde. Det kan beskrivas med denna ekvation: $MV = BV + u$, där MV är marknadsvärde, BV är bokfört värde och u är skillnaden mellan dessa. Anledningen till att marknadsvärdet är högre än det bokförda värdet beror på att redovisningen är konservativ och restriktiv. Det kan således finnas annan information som påverkar marknadsvärdet som inte återfinns i redovisningen och när investerare värderar ett företag inkluderar dem de framtida förväntade kassaflödet i sina beräkningar. Vidare kan förändringar i det bokförda värdet mätas genom nettoresultatet medan förändringar i marknadsvärdet kan mätas genom aktieavkastningen. Nettoresultat och aktieavkastning är således två olika avkastningsmätt på företagets prestation. Vidare antas det att om marknadsvärde och bokfört värde korrelerar så borde även nettoresultat och aktieavkastning korrelera, alltså är nettoresultatet en bra variabel för att förklara aktieavkastningen. En hög korrelation mellan nettoresultatet och aktieavkastningen visar på att nettoresultatet är värder relevant. Alltså, redovisningsinformation är värder relevant om den leder till en förändring i marknadsvärdet (Easton och Harris, 1991; Penman och Ohlson, 1992; Marton et al., 2017). Denna definition kan kopplas till IASB:s definition av relevans, som säger att redovisningsinformation är relevant om den har ett inflytande på de ekonomiska beslut intressenter tar (Föreställningram, 2010). Barth (2000) menar att man även kan utläsa något om korrekt återgivande (tidigare tillförlitlighet) av redovisningsinformationen genom att studera värder relevansen. Hon argumenterar för att om redovisningsinformation kan förklara förändringar i marknadsvärdet så borde informationen vara relevant och även tillräckligt tillförlitligt värderad för att investerare ska ta informationen i beaktning. Hon menar att om redovisningsinformationen innehåller allt för mycket värderingsfel så borde inte det finnas en signifikant relation mellan redovisningsinformationen och förändringar i marknadsvärdet.

Värder relevansstudier av olika resultatmått

Efter de första studierna om relationen mellan aktiepris och redovisningsinformation kom under det sena 1960-talet (t.ex. Ball och Brown, 1968; Beaver, 1968) har det producerats mycket forskning inom värder relevansområdet. Under 1980-talet till 1990-talet blev det populärt att studera värder relevansen av nettoresultat, två kända studier från denna period är Easton och Harris (1991) samt Penman och Ohlson (1992). Båda studierna undersöker modeller som förklarar sambandet mellan aktieavkastning och nettoresultat. Easton och Harris (1991) visar att nettoresultat tillsammans med förändringar i nettoresultat kan förklara aktieavkastning. Medan Penman och Ohlson (1992) visar att nettoresultat uppdelat i olika delsummor kan förklara aktieavkastning. Vidare har värder relevansstudier bland annat varit populärt när forskare vill jämföra olika standarder, så som effekterna av implementeringen av IFRS (Barth, Landsman, Young och Zhuang, 2014; Devalle, Onali och Magarini, 2010) eller för att undersöka relevansen av olika resultatmått (Mechelli och Cimini, 2014; Barton et al., 2010; Agnes Cheng, Cheung och Gopalakrishnan, 1993; Biddle och Choi, 2006; Dhaliwal, Subramanyam och Trezevant, 1999). Värder relevansen av icke-reglerade resultatmått är även ett område som fått ett akademiskt utrymme (Entwistle et al., 2010; Bradshaw och Sloan, 2002; Venter, Emanuel och Cahan, 2014; Bradshaw, Christensen, Gee och Whipple, 2018).

Värder relevansen av icke-reglerade resultatmått

Eftersom redovisningen av icke-reglerade resultatmått är frivilligt undersöker en stor del av forskningen motivet bakom rapporteringen. En del forskare argumenterar för att rapporteringen av icke reglerade resultatmått drivs av opportunistiska motiv (Malikov et al., 2018; McVay, 2006; Zalata och Roberts, 2016). Medan en annan skara forskare argumenterar för att rapporteringen beror på att företagsledningar har en vilja att informera kapitalmarknaden om företags varaktiga resultat, som är mer relevant i ett värderingssyfte (Barton et al. 2014; Bradshaw et al., 2018; Brown och Sivakumar, 2003; Doyle, Lundholm och Soliman, 2003; Entwistle et al., 2010; Venter et al., 2014).

Collins, Maydew och Weiss (1997) påvisar i sin studie att värder relevansen av nettoresultat minskat signifikant mellan 1950-talet och 1990-talet. Utifrån detta argument diskuterar Black et al (2018) samt Venter et al (2014) att nettoresultat inte ger tillräckligt med värder relevant information till investerare, vilket kan vara en orsak till att företagsledningen rapporterar alternativa resultatmått för att ge en tydligare bild av företagets prestationer. Forskare menar även att informationsasymmetrin mellan företag och investerare kan minska genom rapporteringen av alternativa resultatmått genom att investerare får tillgång till mått som fungerar bättre för ett värderingssyfte (Black et al., 2018; Marques, 2017).

Bradshaw och Sloan (2002) visar att samtidigt som värder relevansen av reglerade resultatmått minskat så har värder relevansen av icke-reglerade resultatmått ökat. Andra studier inom området finner att rapportering av icke-reglerade resultatmått ger relevant information som är användbar för kapitalmarknaden (Brown och Sivakumar, 2003; Bhattacharya et al., 2003; Entwistle et al., 2010; Venter et al., 2014; Bradshaw et al., 2018). Forskning har till exempel funnit bevis på att det ger mer värder relevant information till investerare att inkludera icke-reglerade resultatmått som en delpost i resultaträkningen (Doyle et al., 2003; Venter et al., 2014). Däremot menar Bradshaw och Sloan (2002) att de justeringar som görs vid beräkning av icke-reglerade resultatmått ofta är kostnader, varför de menar att rapportering av icke-reglerade mått skulle kunna representera ett försök av företagsledningen att rapportera ett mer fördelaktigt

prestationsmått för att företaget ska värderas högre. Vidare finner Graham et al. (2005) att företag betonar sin redovisning av non-GAAP mått när de rapporterar svaga GAAP resultat.

Studier har även funnit att investerare fokuserar mer på icke-reglerade resultatmått jämfört med reglerade mått vid värdering av företag. Forskare menar att det kan förklaras av att icke-reglerade resultatmått många gånger ger information om företagets varaktiga resultat och är därför mer användbara för kapitalmarknaden i ett värderingssyfte (Bhattacharya et al., 2003; Bradshaw och Sloan, 2002; Brown och Sivakumar, 2003). Andra studier menar däremot att investerare reagerar mer på icke-reglerade resultatmått på grund av okunskap. Frederickson och Miller (2004) undersöker hur sofistikerade och icke-sofistikerade investerares omdömen påverkas av rapportering av icke-reglerade resultatmått. De finner att icke-sofistikerade investerare påverkas av icke-reglerade resultatmått genom att de värderar företag högre när företag rapporterar icke-reglerade resultat jämfört med när de inte gör det. Författarna menar att detta kan bero på att icke-sofistikerade investerare inte besitter rätt kunskap för att själva kunna avgöra vad som är relevant. När företag då redovisar icke-reglerade resultatmått så tänker investerare att företagsledningen inte hade lämnat den frivilliga informationen om den inte var relevant. Vidare finner Frederickson och Miller (2004) att sofistikerade investerare inte påverkas av icke-reglerade resultatmått vilket indikerar på att dem är bättre att se igenom måtten. Liknande finner Allee et al. (2007) att icke-sofistikerade investerare litar mer på icke-reglerade resultatmått medan mer sofistikerade investerare tenderar att vara mer skeptiska. Till skillnad från Frederickson och Miller (2004) samt Allee et al. (2007) finner Andersson och Hellman (2007) att även sofistikerade investerare påverkas av icke-reglerade resultatmått, de finner att sofistikerade investerares bedömningar om framtida resultat är högre om icke-reglerade resultatmått rapporteras jämfört med när det inte gör det.

Det har även visat sig att värder relevansen av resultatmått påverkas av vart i resultaträkningen de placeras. Upptäckter tyder på att värder relevansen är högre för de oregerade resultatmått som placeras ungefär i mitten (t.ex. EBIT, EBITDA) av resultaträkningen, vilket kan bero på att de måtten är mest relevanta för värdering av företag (Barton et al. 2014). Andra understryker att betoningen och placeringen av information kan påverka hur investerare uppfattar måttet. Icke-sofistikerade investerare kan uppleva information olika relevant beroende på dess placering och utifrån hur framträdande måttet är i de finansiella rapporterna. Om de icke-reglerade resultatmåtten är mer framträdande eller om de placeras före reglerad information så kommer investerare sannolikt att uppleva att måtten är mer relevanta (Allee et al., 2007; Maines och McDaniel, 2000).

Vidare argumenteras det att eftersom investerare fokuserar mer på icke-reglerade resultatmått skulle detta kunna leda till att företagsledningar som har incitament att påverka investerares bedömningar väljer att redovisa oregerade resultatmått samt övervärdera dem (Marques, 2017; Malikov et al., 2018). McVay (2006) undersöker hur klassificering av poster i resultaträkningen förekommer som ett verktyg för *earnings management*. Författaren finner att företagsledningar tenderar att klassificera kostnader som är hänförliga till företagets rörelseresultat (kostnad sålda varor samt försäljnings- och administrativa kostnader) som extra ordinära kostnader. Detta sätt att klassificera påverkar inte nettoresultatet men tenderar att övervärdera rörelseresultatet vilket McVay (2006) menar är en form av *earnings management*. Liknande argument för Zalata och Roberts (2016) i deras studie där de poängterar att företagsledningar klassificerar kostnader hänförliga till den primära verksamheten som kostnader av engångskaraktär.

Vilka poster som företagsledningar exkluderar när de beräknar icke-reglerade resultatmått har fått ett stort akademiskt utrymme (Bhattacharya et al., 2003; 2004; Entwistle et al., 2005, 2006; Lougee och Marquardt, 2004; Nichols, Gray, och Street, 2005; Baumker, Biggs, McVay, och Pierce, 2014; Curtis, McVay, och Whipple, 2014; Bradshaw och Sloan, 2002). Litteraturen visar på att under sent 1990-tal exkluderades ofta poster av engångskaraktär såsom vinster och förluster vid avyttringar av tillgångar, kostnader för företagsförvärv samt andra extraordinära poster (Bhattacharya et al., 2003; 2004; Entwistle et al., 2005, 2006; Lougee och Marquardt, 2004; Nichols et al., 2005). Forskare menar att när företagsledningen justerar resultatmått för poster av engångskaraktär leder det till värder relevanta mått eftersom de ger information om företagets varaktiga resultat (Bhattacharya et al., 2003; Curtis et al., 2014; Entwistle et al. 2010; Lougee och Marquardt, 2004).

Däremot har även andra studier funnit att företagsledningen inte enbart exkluderar poster av engångskaraktär utan även återkommande poster som de ej anser vara av rörelsekaraktär eller poster som inte påverkar kassaflödet. Bhattacharya et al. (2003) visar på att exkludering av posterna avskrivningar och aktierelaterad ersättning ökade under 2000-talet jämfört med sent 1990-tal. Black och Christensen (2009) visar att tre av de mest frekventa justeringar i deras urval är återkommande poster så som kostnader för forskning och utveckling, avskrivningar samt aktierelaterade ersättningar. Bhattacharya et al. (2003) och Black och Christensen, (2009) menar på att exkludering av återkommande poster kan vara missvisande för kapitalmarknaden. Sammanfattningsvis har exkludering av engångsposter visat sig bidra till värder relevanta resultatmått som reflekterar företags varaktiga prestationer (Bhattacharya et al., 2003; Curtis et al., 2014; Entwistle et al. 2010; Lougee och Marquardt, 2004). Medan exkludering av återkommande poster kan indikera på opportunistiska motiv (Barth, Gow och Taylor, 2012; Bhattacharya et al., 2003; Black & Christensen, 2009).

Vår studie skiljer sig från tidigare forskning då den behandlar värder relevansen av EBIT med hänsyn till klassificering av posterna ränta på förmånsbestämda poster och resultat från joint venture och intressebolag.

Metodologi, data och urval

I följande avsnitt presenteras val av metod för att sedan gå igenom urvalsprocessen. Vidare beskrivs varje statistisk undersökning för sig, en för varje delsyfte.

Val av metod

För att besvara studiens syfte att undersöka värder relevansen av EBIT i nordiska noterade bolag genomförs inledningsvis en dokumentstudie. Dokumentstudien utförs genom att studera de valda företagens årsredovisningar för att identifiera deras definition av EBIT, som är fundamentalt för att besvara studiens syfte. Värder relevansen av EBIT utvärderas genom att regressionsanalyser genomförs där relationen mellan aktiepris eller aktieavkastning och EBIT undersöks. Analysmetoden är väl beprövad av tidigare litteratur inom värder relevansforskningen och den möjliggör att presentera statistiskt säkerställda slutsatser (Brown och Sivakumar, 2003; Penman och Ohlsons, 1992; Venter et al., 2014; Easton och Harris, 1991; Entwistle et al., 2010). Vid undersökning av värder relevansen av redovisningsinformation används antingen en avkastningsmodell (Penman och Ohlsons, 1992; Easton och Harris, 1991; Entwistle et al., 2010) eller en prismodell (Brown och Sivakumar, 2003; Entwistle et al., 2010; Venter et al., 2014). Avkastningsmodellen ser ut enligt följande:

$$R_{jt} = a_{t0} + (A_{jt}/P_{jt-1}) + \epsilon_{jt}$$

Där:

R_{jt} = Avkastning på företag j:s aktie över en 1 års period.

A_{jt} = Redovisat resultat per aktie för företag j år t.

P_{jt-1} = Aktiepris i början av mätperioden.

Medan prismodellen ser ut följande:

$$P_{jt} = a_{t0} + BV_{jt} + A_{jt} + \epsilon_{jt}$$

Där:

P_{jt} = Aktiepris för företag j år t.

BV_{jt} = Bokfört värde per aktie för företag j år t.

A_{jt} = Redovisat resultat per aktie för företag j år t.

Både pris- och avkastningsmodellen baseras på den underliggande teorin om att värdet på ett företag är en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden till aktieägare (Kothari och Zimmerman, 1995). Modellerna mäter värder relevans på olika sätt. Prismodellen tittar på vad som inkluderas i ett företags värde vid en given tidpunkt medan avkastningsmodellen tittar på prispförändringen och fokuserar således på om aktiepriset stiger eller sjunker över en period (Marton et al., 2017).

I denna studie används både en prismodell och en avkastningsmodell. Detta val är motiverat utifrån tidigare litteratur. Kothari och Zimmerman (1995) har funnit att prismodellen i mindre

utsträckning innehåller mätfel för de oberoende variablerna jämfört med avkastningsmodellen, samtidigt som prismodellen visat sig mer ofta vara utsatta för ekonometriska problem så som heteroskedasticitet⁴. Författarna föreslår därför att forskare kombinerar pris- och avkastningsmodellen för att stärka sina resultat. Av den orsaken använder vi oss av båda modellerna för att försäkra oss om att resultat från undersökningen inte påverkas av den valda modellen.

Urval och data

Urvalet består av nordiska börsnoterade bolag på Nasdaq OMX Stockholm, Nasdaq OMX Helsinki, Nasdaq OMX Copenhagen samt Oslo Bors. Från början bestod urvalet av 983 bolag. Data om nettoresultat, EBIT, antal utställda aktier samt bokfört värde för år 2016 hämtas från databasen orbis. Data om bransch samt aktiepriser inhämtas från Avanza. Aktiepriser som samlas in är från datumen 2015-12-31 och 2017-03-31 samt dessa datums motsvarighet för företagen med brutet räkenskapsår. Anledningen till användandet av aktiepriset tre månader efter årsskiftet är för att säkerställa att all tillgänglig information ska ha hunnit fångats upp i aktiepriset (Entwistle et al., 2010). Vid denna tidpunkt bör de flesta bolag ha publicerat sin årsredovisning.

Urvalet har begränsats till samtliga bolag förutom banker på grund av att de inte redovisar EBIT. Vidare har urvalet begränsats till följd av bortfall för de bolag som saknar data om nettoresultat, rörelseresultat, antal utställda aktier samt bokfört värde i databasen orbis, samt bolag som saknar aktiepriser för den studerade perioden. Dessa bortfall resulterar i ett urval på 767 stycken bolag (se Tabell 1).

För vår dokumentstudie där vi undersöker hur bolagen definierar EBIT har vi således ett urval på 767 stycken bolag vars årsredovisningar granskats. Dokumentstudien utförs genom att för hand gå igenom samtliga bolags årsredovisningar för år 2016. För företag med brutet räkenskapsår innebär detta antingen år 2015/2016 eller 2016/2017 årsredovisning beroende på vilket år Orbis data är inhämtad från. Vid undersökning av hur EBIT definieras avgränsas studien till att identifiera om posterna resultat från intresseföretag och joint venture samt ränta på pensionsskulden redovisas som en rörelsepost (inkluderat i EBIT) eller som en finansiell post (exkluderat från EBIT). Sökord som används för att identifiera om företaget redovisar posterna är: förmånsbestämd, joint ventures, intressebolag, intresseföretag i årsredovisningar skrivna på svenska samt defined benefit, joint ventures och associates i årsredovisningar skrivna på engelska. Vidare granskas resultaträkning samt noter för att identifiera om företagen redovisar posterna som en del av EBIT eller som en del av finansiella intäkter och kostnader. Bortfallen på grund av att bolag saknar posterna, resultat från intresseföretag och joint ventures eller ränta på pensionsskulden, är 482 stycken bolag. Vidare har vi ett bortfall på 16 stycken bolag som redovisar en nollpost för posterna resultat från intresseföretag och joint ventures eller ränta på pensionsskulden. Detta resulterar i ett slutligt urval på 269 stycken bolag. De slutliga observationerna är 375 stycken, där en observation representerar en redovisad post. I modellerna som undersöker värder relevansen av EBIT beroende på vart räntan på förmånsbestämda pensionsplaner redovisas är observationerna 158 stycken. I modellen som

⁴ Heteroskedasticitet innebär att variansen hos feltermen inte är konstant, vilket kan medföra att signifikanstesterna för koefficienterna påverkas så att en koefficient som egentligen är signifikant inte blir signifikant i testet och vice versa (Field, 2013).

undersöker värder relevansen av EBIT beroende på vart resultat från intresseföretag och joint ventures redovisas är observationerna 216 stycken.

<i>Urvalsprocess</i>	
Totalt antal företag initialt	983
Antal banker	69
Antal företag som saknar uppgifter i orbis	138
Antal företag som saknar aktiepris	9
Totalt antal bolag som inkluderas i dokumentstudien	767
Antal företag som inte redovisar posterna av intresse	482
Antal företag som redovisar 0 för posterna av intresse	16
Totalt antal bolag som inkluderas i den statistiska undersökningen	269

Tabell 1 - Tabell över urvalsprocess.

Värder relevansen av EBIT jämfört med nettoresultat

För att besvara frågeställningen om EBIT är ett mer värder relevant resultatmått jämfört med nettoresultatet jämförs förklaringsgraden av två modeller: en med nettoresultat som oberoende variabel och en med EBIT som oberoende variabel. Detta angreppssätt har tidigare applicerats av studier där forskaren är intresserad av att jämföra värder relevansen olika resultatmått (Barton et al. 2010; Agnes Cheng et al., 1993; Venter et al., 2014). Vi jämför värder relevansen mellan nettoresultat och EBIT genom att jämföra förklaringsgraden mellan båda modellerna, där förklaringsgraden mäts genom modellens Adjusted R². Den modell som har högst förklaringsgrad kan anses vara mest värder relevant för kapitalmarknaden (Venter et al., 2014). Vi undersöker värder relevansen genom både avkastningsmodellen samt prismodellen (se val av metod s. 11). Modellerna ser ut enligt följande där variabeln A_{jt} representerar nettoresultat i den ena modellen och EBIT i den andra för både avkastning- och prismodellen:

$$R_{jt} = a_{t0} + (\text{Nettoresultat}_{jt}/P_{jt-1}) + \epsilon_{jt}$$

$$R_{jt} = a_{t0} + (\text{EBIT}_{jt}/P_{jt-1}) + \epsilon_{jt}$$

$$P_{jt} = a_{t0} + BV_{jt} + \text{Nettoresultat}_{jt} + \epsilon_{jt}$$

$$P_{jt} = a_{t0} + BV_{jt} + \text{EBIT}_{jt} + \epsilon_{jt}$$

Värder relevansen av EBIT som en delpost i resultaträkningen

För att besvara frågeställningen om det ger mer värder relevant information till kapitalmarknaden att dela upp nettoresultatet i delposterna EBIT och Nettoresultat-EBIT justeras avkastning- och prismodellen enligt följande:

$$R_{jt} = a_{t0} + (EBIT_{jt}/P_{jt-1}) + \frac{(Nettoresultat - EBIT_{jt})}{P_{jt-1}} + \epsilon_{jt}$$

$$P_{jt} = a_{t0} + BV_{jt} + EBIT_{jt} + (Nettoresultat - EBIT_{jt}) + \epsilon_{jt}$$

Detta angreppssätt har använts av tidigare studier för att undersöka det dissaggregerade nettoresultatets påverkan på aktiepriset eller aktieavkastning (Brown och Sivakumar, 2003; Penman och Ohlsons, 1992; Venter et al., 2014). I vår modell delar vi upp variabeln A_{jt} (nettoresultatet) i variabeln EBIT och variabeln (Nettoresultat – EBIT), som representerar finansnetto och skatt. Resultaten från modellerna tolkas genom att studera koefficienterna för EBIT och (Nettoresultat – EBIT). Om koefficienten är signifikant åtskiljbar från 0 kan informationen anses vara värder relevant. Vidare genomförs ett T-test mellan koefficienterna för att testa om det finns en signifikant skillnad mellan dem. Om det finns en signifikant skillnad mellan koefficienterna går det att anta att uppdelningen av posterna ger värder relevant information till investerare (Venter et al., 2014).

Värder relevansen av EBIT inkl./exkl. ränta på förmånsbestämda pensionsplaner

För att besvara frågeställningen om EBIT är mer värder relevant när ränta på förmånsbestämda pensionsplaner inkluderas i eller exkluderas från EBIT utgår vi från de dissaggregerade modellerna som presenteras för frågeställning 2 (se värder relevansen av EBIT som en delpost i resultaträkningen). Skillnaden i denna undersökning är att vi använder oss av dummyvariabler där företag som inkluderar ränta på förmånsbestämda pensioner i EBIT tilldelas värde 0 och företag som exkluderar räntan tilldelas värde 1. Genom att göra detta kan värder relevansen jämföras mellan EBIT där räntan inkluderats och EBIT där räntan exkluderats. Vid bedömning av vilken klassificering av räntan som ger mest värder relevans tittar vi på om koefficienten för EBIT är signifikant åtskiljbar från 0, om den är det går det att anta att EBIT ger värder relevant information. Vidare jämförs om det finns en signifikant skillnad mellan koefficienterna för båda EBIT-definitionerna för att kunna dra en slutsats om vilken som ger mer värder relevant information⁵. Förklaringsgraden (adjusted R²) jämför också, där den modell som har högst förklaringsgrad kan antas vara mest värder relevant.

Värder relevansen av EBIT inkl./exkl. resultat från intresseföretag och joint ventures

För att besvara frågeställningen om EBIT är mer värder relevant när resultat från intresseföretag och joint venture inkluderas i eller exkluderas från EBIT utgår denna undersökning ifrån samma metod som beskrivits i ovanstående avsnitt (Se Värder relevansen av EBIT inkl./exkl. ränta på förmånsbestämda pensionsplaner). Skillnaden i denna undersökning är att en dummyvariabel används där företag som inkluderar resultat från intresseföretag och joint venture i EBIT tilldelas värde 0 och företag som exkluderar resultatet tilldelas värde 1.

⁵ Vi genomför ett *suest* test i Stata, vilket innebär att vi jämför koefficienterna mellan två *independent samples*.

Multikollinearitet

Ett problem som kan uppstå för modeller som inkluderar mer än en oberoende variabel är multikollinearitet, vilket uppstår när de oberoende variablerna i modellen har för hög korrelation med varandra. Om multikollinearitet förekommer för en modell är det svårt att upptäcka vilken av variablerna som påverkar den beroende variabeln (Field, 2013). För att säkerställa att slutsatser om de oberoende variablernas påverkan på den beroende variabeln kan dras testas vi samtliga modeller som har mer än en oberoende variabel för multikollinearitet. Först undersöks korrelationen mellan de oberoende variablerna som ingår i samma modell, om korrelationen är för hög⁶ mellan några av variablerna råder multikollinearitet (Field, 2013). Vid genomförandet av detta test visas det att ingen av modellerna råder av multikollinearitet. Denna metod för att undersöka multikollinearitet kan däremot missa en mer subtil form av multikollinearitet, därför kan det vara väsentlig att även utföra ett så kallat VIF-test. Riktlinjer för VIF-testet är att värdet på VIF inte bör överstiga 10 för någon av variablerna (Field, 2013). Vi genomför därför VIF-tester, vilka visade på att inga modeller tillämpade i detta arbete lider av multikollinearitet.

⁶ Med för hög korrelation avses en korrelation över 0.8 (Field, 2013)

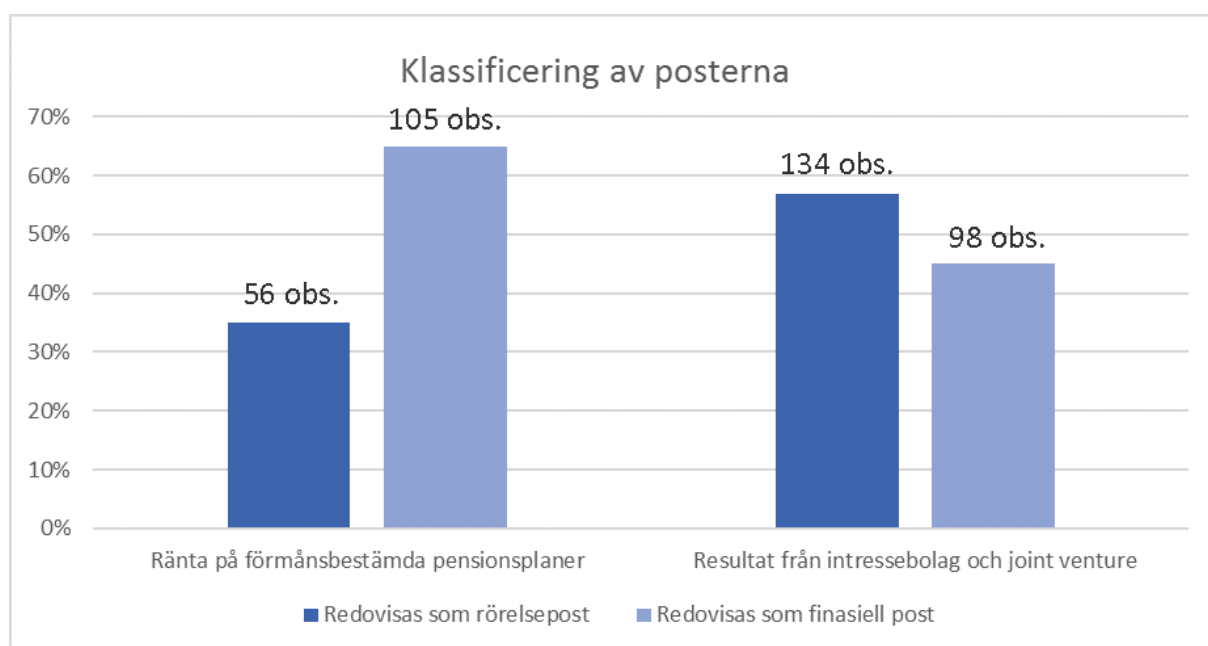
Resultat

I följande avsnitt presenteras resultat och analys från dokumentstudien samt de statistiska undersökningarna.

Klassificering av posterna ränta på pensionsskuld och resultat från joint venture och intressebolag

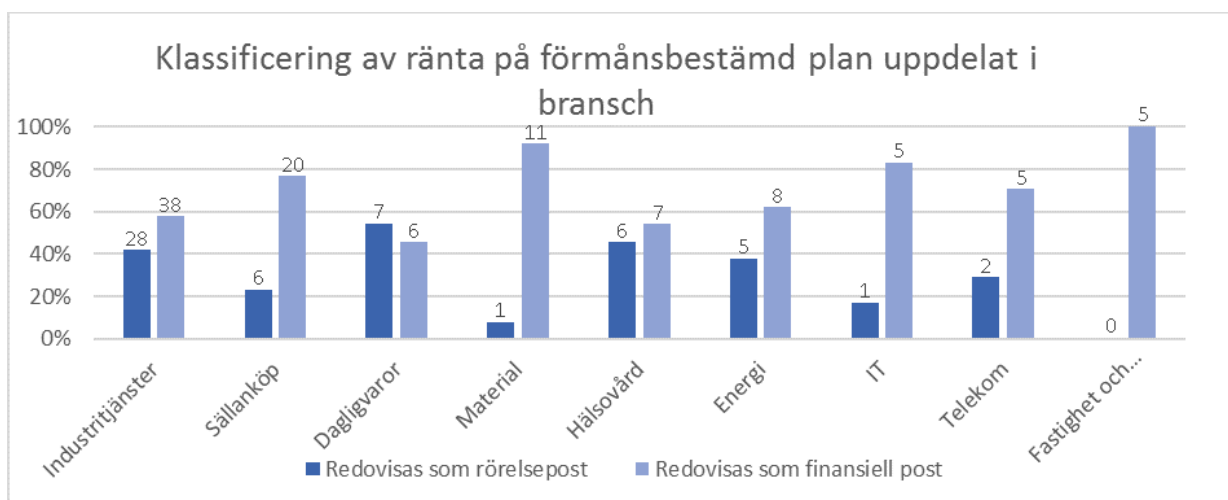
En av studiens undersökningar är att redogöra för hur nordiska noterade bolag redovisar EBIT. Mer specifikt studerar vi i vilken utsträckning nordiska noterade bolag redovisar posterna resultat från joint ventures och intressebolag samt ränta på förmånsbestämda pensionsplaner som en del av rörelseresultatet eller som en del av finansnettot. Figur 1 visar en sammanställning över hur företagen i vårt urval redovisar posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från joint ventures och intressebolag. Vertikalt visas procentandelen och ovanför varje stapel redovisas antalet bolag. För urvalet som redovisar ränta på pensionsskuld består de totala observationerna av 161 stycken företag. Av dessa bolag redovisar 35 procent ränta på förmånsbestämda pensionsplaner som en rörelsepost. Medan 65 procent redovisar posten som en del av finansnettot. För urvalet som redovisar resultat från joint ventures och intressebolag består de totala observationerna av 232 stycken företag. Av dessa bolag redovisar 57 procent resultat från joint ventures och intressebolag som en rörelsepost. Medan 43 procent redovisar posten som en del av finansnettot.

Det vi finner genom denna sammanställning är att fler företag tenderar att redovisa ränta på förmånsbestämda planer i finansnettot och således inte inkludera posten i EBIT. Detta resultat överensstämmer med IASB:s förslag om att definiera räntan som en finansiell post. För de bolag som redovisar resultat från intressebolag och joint ventures kan vi inte utläsa att fler företag tenderar att redovisa posten på ett visst sätt. Utan för denna grupp är det ungefär hälften som inkluderar posten i EBIT och hälften som exkluderar posten.



Figur 1 - Visar hur företagen i vårt urval klassificerar posterna ränta på pensionsskuld samt resultat från intressebolag och joint venture.

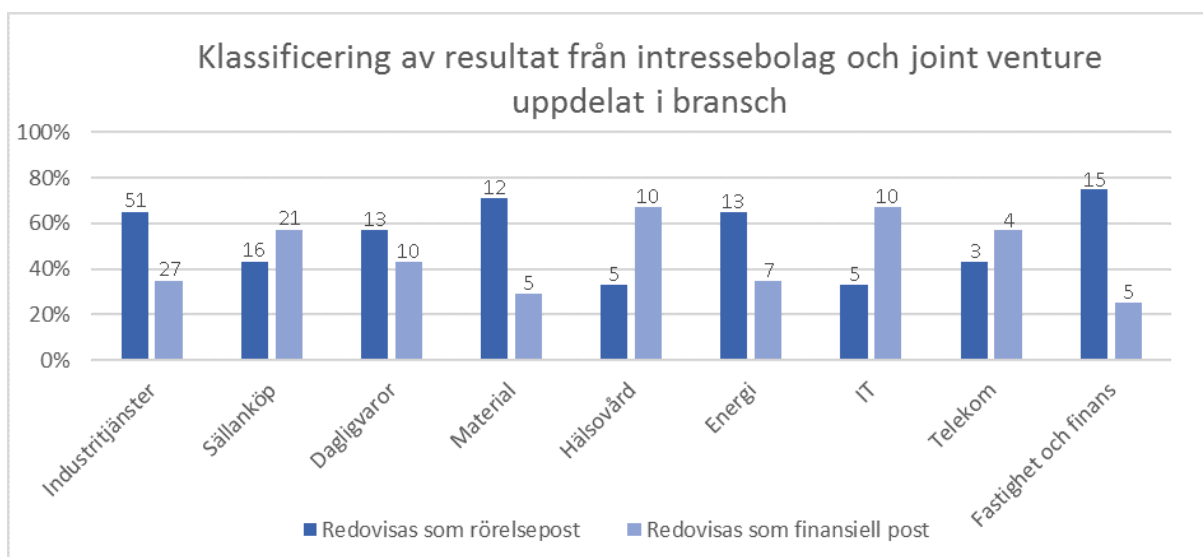
För att undersöka om det även råder skillnader inom en och samma bransch delar vi upp bolagen efter branschtillhörighet. Vi använder oss av Avanzas uppdelning av bransch vilket resulterar i följande nio branscher. Industri, sällanköp, dagligvaror, material, hälsovård, energi, informationsteknik, telekom samt fastighet och finans. Figur 2 visar en sammanställning över hur företagen i vårt urval redovisar posten ränta på förmånsbestämda pensionsplaner uppdelat i bransch. Vertikalt visar figuren antal procentenheter och ovanför varje stapel anges antalet bolag. Exempelvis utgörs Industritjänster i Figur 2 av 66 bolag, där 28 redovisar som rörelsepost (cirka 40% av observationerna för den branschen) samt där 38 redovisar som finansiell post (cirka 60% av observationerna för den branschen). För branscherna dagligvaror och hälsovård finner vi inte att företagen tenderar att redovisa på ett visst sätt, där redovisar ca 50 procent posten som en del av rörelsen och ca 50 procent redovisar posten som en del av finansnettot. Vidare tenderar företag inom branscherna sällanköp, material, telekom och IT att redovisa posten som en del av finansnettot och för företag inom fastighet och finans redovisar samtliga företag posten som en del av finansnettot. Däremot är det viktigt att understryka att urvalet är begränsat och därför kan vi inte dra några generella slutsatser om hur redovisningen skiljer sig i olika branscher.



Figur 2 - Visar hur företagen i vårt urval klassificerar posten ränta på pensionsskuld uppdelat i bransch.

Figur 3 visar en sammanställning över hur företagen i vårt urval redovisar posten resultat från joint ventures och intressebolag uppdelat i bransch. Inom branscherna industritjänster, material, energi samt fastighet och finans tenderar företagen att inkludera posten i EBIT. Medan företag inom branscherna hälsovård och IT tenderar att exkludera posten från EBIT. För branscherna sällanköp, dagligvaror samt telekom kan vi inte utläsa att fler företag tenderar att redovisa posten på ett visst sätt, utan här är det ungefär 50 procent av bolagen som inkluderar posten i EBIT och ungefär 50 procent som exkluderar posten i EBIT. Men som tidigare nämnts är urvalet begränsat och därför kan vi inte dra några generella slutsatser om hur redovisningen skiljer sig i olika branscher.

Sammanfattningsvis visar sammanställningarna att redovisningen av posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från joint ventures och intressebolag inte är enhetlig mellan företag. Vi finner inte heller att det finns någon tydlig branschspecifik klassificering. Då redovisningen av EBIT inte är enhetlig kan resultatmåttets jämförbarhet ifrågasättas. Samtidigt behöver inte en mer enhetlig redovisning nödvändigtvis leda till mer



Figur 3 - Visar hur företagen i vårt urval klassificerar posten resultat från intressebolag och joint venture uppdelat i bransch.

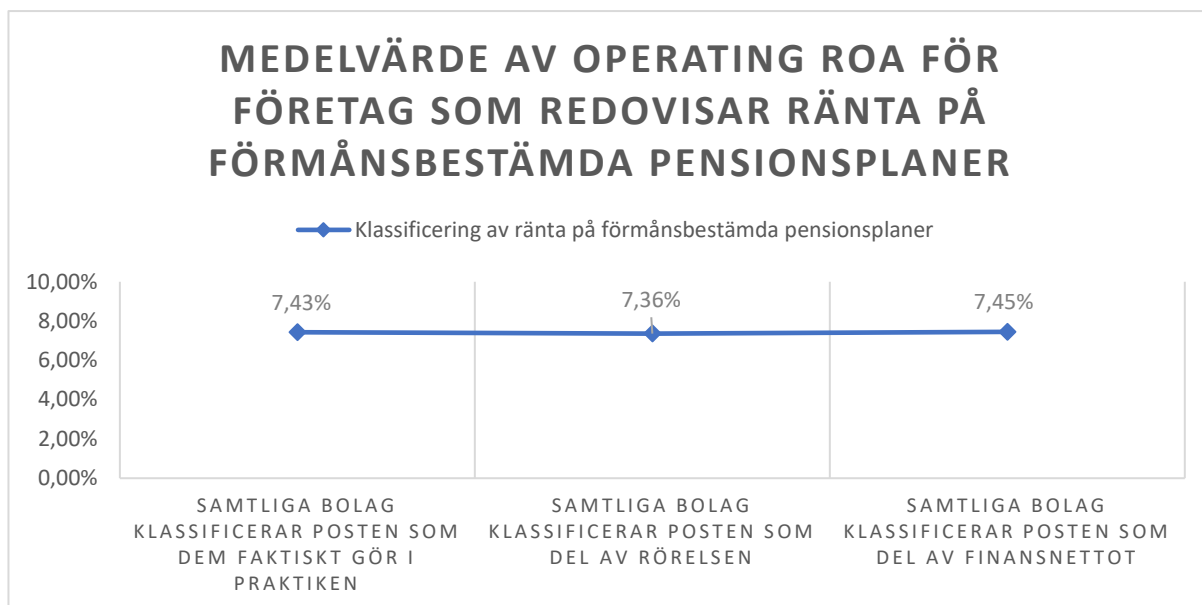
jämförbarhet. Enligt IASB:s definition av jämförbarhet så säger den att jämförbarhet mellan företag kan uppnås genom att redovisningsinformation uppfyller egenskaperna relevans och korrekt återgivande. Alltså om ett företag redovisar ett relevant resultatmätt⁷ som är korrekt återgivet så borde det vara jämförbart med ett liknande resultatmätt hos ett annat bolag om även det är relevant och korrekt återgivet (Föreställningsramen, 2010). Om posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från joint ventures och intressebolag är olika relevanta för olika företag så skulle en enhetlig redovisning av posterna kunna innebära att relevansen av resultatmåttarna minskar för en del av bolagen och då skulle även jämförbarheten att minska.

Effekter av en eventuell reglering av EBIT

För att visa effekterna av en reglering av EBIT visar figur 4 hur medelvärdet av nyckeltalet *Operating RoA*⁸ skiljer sig beroende på klassificeringen av posten ränta på pensionskulder. Figuren visar medelvärdet av *Operating RoA* för tre olika definitioner av EBIT. En där EBIT representerar det företag faktiskt redovisar i praktiken, en där vi har inkluderat ränta på pensionskulden i EBIT för samtliga bolag samt en där vi har exkluderat ränta på pensionskulden från EBIT för samtliga bolag. Vi presenterar denna statistik för att illustrera hur företag skulle påverkas om IASB valde att definiera EBIT på det ena eller andra sättet. Det vi kan utläsa ur figuren är att *Operating RoA* inte skulle påverkas särskilt mycket, oavsett val av definition. Vi bedömer att det inte är en materiell skillnad mellan definitionerna på ett generellt plan. Däremot skulle ett klassificeringsbyte kunna innebära en materiell skillnad för ett enskilt bolag. Det är dock inget vi undersöker.

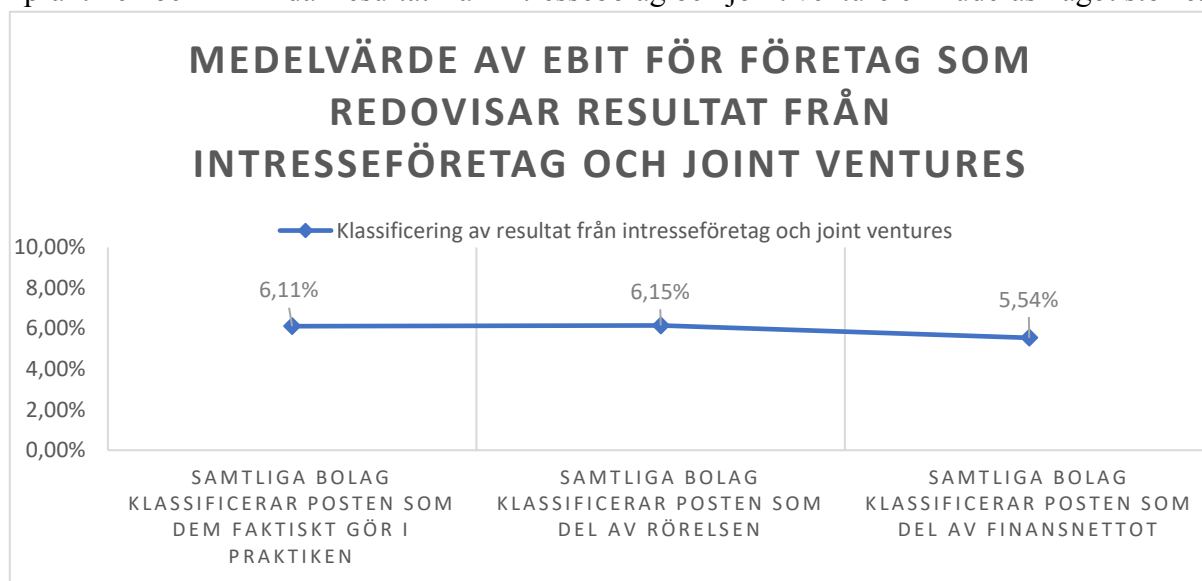
⁷ I IASB:s definition pratar man inte explicit om resultatmätt utan om ett ekonomiskt fenomen.

⁸ Beräknas som EBIT/totala tillgångar, anger ett bolags rörelseresultat per kr investerat i totala tillgångar (Peterson och Plenborg, 2012).



Figur 4 - Visar hur medelvärdet av operating RoA skiljer sig mellan olika sätt att klassificera posten ränta på förmånsbestämd pension.

Figur 5 visar likt figur 4 effekterna av en reglering av EBIT. Figur 5 visar hur medelvärdet av Operating RoA skiljer sig beroende på klassificeringen av posten resultat från intressebolag och joint venture. Figuren visar medelvärdet av Operating RoA för de tre olika definitioner av EBIT. En där EBIT representerar det företag faktiskt redovisar i praktiken, en där vi har inkluderat resultat från intressebolag och joint venture i EBIT för samtliga bolag samt en där vi har exkluderat posten från EBIT för samtliga bolag. Det vi kan utläsa ur tabellen är att Operating RoA inte skulle påverkas lika mycket om normgivare bestämde sig för att definiera posten som en del av rörelsen jämfört med om posten skulle definieras som en del av finansnettot. Vi bedömer att skillnaden mellan Operating RoA för EBIT som företag redovisar i praktiken och EBIT där resultat från intressebolag och joint venture ingår inte är materiell då det knappt är en märkbar skillnad. Däremot är skillnaden mellan Operating RoA för EBIT som företag redovisar i praktiken och EBIT där resultat från intressebolag och joint venture exkluderas något större.



Figur 5 - Visar hur medelvärdet av operating RoA skiljer sig mellan olika sätt att klassificera posten resultat från intressebolag och joint venture

Värder relevansen av EBIT jämfört med nettoresultat

I tabell 2 och 3 visas resultatet från två undersökningar. Dels undersökningen där värder relevansen mellan EBIT och nettoresultatet jämförs. Samt undersökningen av värder relevansen av dissaggregeringen av nettoresultatet i delposterna EBIT och resterande poster (Nettoresultat – EBIT). Tabell 2 visar resultatet från prismodellerna och tabell 3 visar resultatet från avkastningsmodellerna. För att säkerställa att resultatet inte påverkats av extremtal har vi sorterat bort 20 stycken outliers för prismodellen och 19 stycken outliers för avkastningsmodellen. Detta resulterar i 249 observationer för prismodellen och 250 observationer för avkastningsmodellen.

Vi jämför EBIT med nettoresultatet genom att jämföra adjusted R^2 mellan modellerna 1 och 2, där adjusted R^2 är ett mått på förklaringsgraden av modellen. För båda tabellerna visar modell 1 resultatet för värder relevansen av nettoresultatet och modell 2 resultatet för värder relevansen av EBIT. Den modellen som har högst förklaringsgrad kan antas ha högst värder relevans. Detta tillvägagångssätt för att jämföra två olika resultatmått är förenligt med flera tidigare studier (Barton et al. 2010; Agnes Cheng et al., 1993; Venter et al., 2014). Resultatet från prisregressionerna visar att modellen med nettoresultatet som oberoende variabel har en förklaringsgrad på 45,2% jämfört med modellen där EBIT är oberoende variabel, som har en förklaringsgrad på 49,4%. Vidare visar resultatet från avkastningsregressionerna att förklaringsgraden är 7,2% för modellen med nettoresultat och 10,7% för modellen med EBIT. Detta resultat indikerar på att EBIT har något högre värder relevans jämfört med nettoresultatet. Med andra ord visar resultatet att EBIT är mer användbart för investerare i ett värderingssyfte. Vårt resultat överensstämmer med tidigare studier (Brown och Sivakumar, 2003; Bradshaw och Sloan, 2002; Barton et al. 2010; Venter et al., 2014). Brown och Sivakumar (2003) finner till exempel att justerat rörelseresultat är mer värder relevant jämfört med nettoresultat. Vidare finner Barton et al. (2010) att EBIT är mer värder relevant jämfört med nettoresultat. Vårt resultat indikerar på att EBIT bättre representerar företags kärnresultat jämfört med nettoresultatet och att investerare därför fokuserar mer på EBIT vid värdering av bolag (Brown och Sivakumar, 2003).

Värder relevansen av EBIT som en delpost i resultaträkningen

Vi undersöker om dissaggregeringen av nettoresultatet i delposterna EBIT och resterande poster (Nettoresultat – EBIT) ger värder relevant information till investerare. Likt tidigare litteratur (t.ex. Venter et al., 2014) undersöker vi detta genom att dels titta på om koefficienten för EBIT är signifikant skild från 0, om den är det så antas den vara värder relevant. För att sedan jämföra koefficienten för EBIT med koefficienten för Nettoresultat – EBIT. Om de två skiljer sig signifikant från varandra visar det på att dissaggregeringen av nettoresultatet i dessa två poster ger användbar och värder relevant information till investerare. Tabell 2 och 3 visar resultatet från denna undersökning, där modell 3 representerar värder relevansen av dissaggregeringen. När nettoresultatet är uppdelat i posterna EBIT och (Nettoresultat – EBIT) visar resultatet att koefficienten för EBIT är signifikant åtskildbar från 0 för både prisregressionen och avkastningsregressionen. Vilket innebär att det finns en signifikant relation mellan EBIT och aktiepriset. EBIT kan därför antas ge värder relevant information till investerare. Koefficienten för (Nettoresultat – EBIT), som representerar finansnetto och skatt är däremot inte signifikant för varken prisregressionen eller avkastningsregressionen vilket visar på att de posterna inte innehåller värder relevant information. Likt Venter et al. (2014) genomför vi ett t-test mellan koefficienterna som visar på att det finns en signifikant skillnad mellan koefficienterna för både

pris- och avkastningsmodellen (f-värde= 23,53; p-värde=0,00; f-värde=8.39; p-värde=0.00). Detta resultat stödjer tidigare studiers resultat om att resultat av rörelsekaraktär är mer värderrelevant för investerare (Barton et al., 2010; Brown och Sivakumar, 2003) samt att investerare agerar mer efter poster som ligger längre upp i resultaträkningen (Barton et al., 2010). Vårt resultat visar även på att en uppdelad redovisning av nettoresultatet i posterna EBIT och finansnetto och skatt ger användbar information för kapitalmarknaden. Resultatet kan jämföras med tidigare litteraturs resultat som även de visar på att en dissaggregerad resultaträkning ger värderrelevant information. Venter et al. (2014) finner till exempel att investerare kan gynnas av fler delposter i resultaträkningen. De finner att nettoresultat uppdelat i återkommande poster och poster av engångskaraktär ger värderrelevant information för värderingsbeslut. Vidare visar Doyle et al. (2003) att nettoresultat uppdelat i "pro forma earnings"⁹ och exkluderingar från "pro forma earnings" ger mer användbar information till investerare jämfört med om de slås ihop. Författarna finner att om de slås ihop försvinner posternas enskilda informationsinnehåll som vardera ger värderrelevant information till investerare.

<i>Koefficient</i>	<i>Aktiepris (P)</i>		
	<i>Modell 1</i>	<i>Modell 2</i>	<i>Modell 3</i>
<i>Intercept</i>	49.0585*** (5.98)	43.0590*** (5.39)	41.6656*** (5.20)
<i>BV</i>	.8400*** (6.53)	.5395*** (3.91)	.4641** (3.19)
<i>Nettoresultat</i>	.0065*** (7.47)		
<i>EBIT</i>		.0069*** (9.01)	.0064*** (7.73)
<i>Nettoresultat - EBIT</i>			-.0036 (-1.60)
<i>Antal obs.</i>	249	249	249
<i>Adjusted R²</i>	45.2%***	49.4%***	49.7%***
<i>Modell 1 :</i>	<i>Modell för nettoresultat</i>		
<i>Modell 2:</i>	<i>Modell för EBIT</i>		
<i>Modell 3:</i>	<i>Modell för nettoresultat uppdelat i EBIT och nettoresultat-EBIT</i>		

Tabell 2 - Visar resultat från prismodellregressioner av modellen med EBIT, modellen med nettoresultat samt modellen där en uppdelning av nettoresultatet skett. *** signifikant på 0,1 % nivå ** signifikant på 1% nivå * signifikant på 5 % nivå.

⁹ Pro forma earnings är en form av icke-reglerade resultatmått (Doyle et al., 2003).

<i>Aktieavkastning (R)</i>			
<i>Koefficient</i>	<i>Modell 1</i>	<i>Modell 2</i>	<i>Modell 3</i>
<i>Intercept</i>	.1302*** (5.68)	.0907*** (5.39)	.0917*** (3.50)
<i>Nettoresultat</i>	.0010*** (4.68)		
<i>EBIT</i>		.0013*** (5.57)	.0013*** (5.46)
<i>Nettoresultat - EBIT</i>			.0001 (0.20)
<i>Antal obs.</i>	250	250	250
<i>Adjusted R²</i>	7.8%***	10.7%***	10.4%***
<i>Modell 1 :</i>	<i>Modell för nettoresultat</i>		
<i>Modell 2:</i>	<i>Modell för EBIT</i>		
<i>Modell 3:</i>	<i>Modell för nettoresultat uppdelat i EBIT och nettoresultat-EBIT</i>		

Tabell 3 - Visar resultat från avkastningsmodellregressioner av modellen med EBIT, modellen med nettoresultat samt modellen där en uppdelning av nettoresultatet skett. *** signifikant på 0,1 % nivå ** signifikant på 1% nivå * signifikant på 5 % nivå.

Värderelvensen av EBIT inkl./exkl. ränta på förmånsbestämda pensionsplaner

Tabell 4 visar resultaten från pris- och avkastningsregressionen där vi undersöker värderelvensen av EBIT i de företag som redovisar ränta på pensionsskulden. Modell 1 och 2 är prisregressioner, där modell 1 representerar företag som inkluderar räntan i EBIT och modell 2 representerar företag som exkluderar räntan från EBIT. Vidare är modell 3 och 4 avkastningsmodeller, där modell 3 representerar företag som inkluderar räntan i EBIT och modell 4 representerar företag som exkluderar räntan från EBIT. För att säkerställa att resultatet inte påverkats av extremtal har vi sorterat bort 16 stycken outliers från prismodellen vilket resulterar i 142 stycken observationer, samt 20 stycken outliers från avkastningsmodellen vilket resulterade i 138 observationer.

Först går vi igenom prisregressionen. För de företag som inkluderar räntan i EBIT finner vi en adjusted R² på 38,7% jämfört med 55,4 % för de företag som exkluderar räntan från EBIT. Vidare visar resultatet att koefficienten för EBIT är signifikant åtskiljbara från 0 i båda modellerna. Detta innebär att båda sätten att klassificera räntan på är värder relevanta för kapitalmarknaden. Vi har en koefficient på 0,008 i modell 1 där räntan inkluderas i EBIT jämfört med 0,010 för modell 2 där räntan exkluderas från EBIT. Vidare undersöks om det finns en signifikant skillnad mellan EBIT-koefficienterna. Resultatet visar att det inte finns någon signifikant skillnad mellan EBIT koefficienterna, varför vi inte kan dra någon slutsats om att skillnaden mellan EBIT måtten utifrån koefficienterna. Däremot kan vi utläsa av adjusted R² att förklaringsgraden är något högre för modellen där räntan exkluderas från EBIT. Detta resultatet visar att värderelvensen är något högre för de företag som redovisar ränta på pensionsskulden i finansnettot.

Vidare går vi igenom resultatet från avkastningsregressionen. För de företag som inkluderar räntan i EBIT finner vi en adjusted R² på 2.3%, däremot är den inte signifikant. För de företag som exkluderar räntan från EBIT har modellen en adjusted R² på 10,0%. I modell 3 har EBIT en koefficient på 0,0005, däremot är den inte signifikant. I modell 4 där räntan exkluderas från EBIT visar koefficienten 0,0014, koefficienten är även signifikant skild från 0. Detta tyder på att EBIT endast är värderrelevant när räntan på pensionsskulden redovisas i finansnettot. Däremot visar resultatet från suest-testet att det inte finns någon signifikant skillnad mellan EBIT koefficienterna. Vi kan därför inte dra någon slutsats om skillnaden i värderrelevans mellan EBIT måtten utifrån koefficienterna. Däremot kan vi utläsa att modell 4 där räntan exkluderas, har en högre förklaringsgrad som även är signifikant. Således visar även detta resultatet att värderrelevansen är något högre för de företag som redovisar ränta på pensionsskulden i finansnettot. Vilket även stämmer överens med hur företag faktiskt klassificerar posten i praktiken.

Koefficient	Aktiepris (P)		Aktieavkastning (R)	
	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
<i>Intercept</i>	70.2339** (2.46)	43.8101*** (3.30)	.2221*** (3.60)	.0692 (1.39)
<i>BV</i>	.1601 (0.36)	.2268 (1.02)		
<i>EBIT</i>	.0084*** (2.99)	.0100*** (5.88)	.0005 (1.02)	.0014** (3.08)
<i>Nettoresultat - EBIT</i>	-.0096 (-1.19)	-.0066 (-1.58)	.0005 (0.48)	.0014 (0.69)
<i>Antal obs.</i>	48	94	47	91
<i>Adjusted R²</i>	38.7%***	55.4%***	2.3%	10.0%**
<i>Modell 1:</i>	<i>Prismodell för EBIT inkl. ränta på pension</i>			
<i>Modell 2:</i>	<i>Prismodell för EBIT exkl. ränta på pension</i>			
<i>Modell 3:</i>	<i>Avkastningsmodell för EBIT inkl. ränta på pension</i>			
<i>Modell 4:</i>	<i>Avkastningsmodell för EBIT exkl. ränta på pension</i>			

Tabell 4 - Visar resultat från regressionsanalyser för företag som redovisar ränta på förmånsbestämd pensionsplan. *** signifikant på 0,1 % nivå ** signifikant på 1% nivå * signifikant på 5 % nivå.

Värderrelevansen av EBIT inkl./exkl. resultat från intresseföretag och joint ventures

Tabell 5 visar resultaten från pris- och avkastningsregressionen där vi undersöker värderrelevansen av EBIT i de företag som redovisar resultat från intresseföretag och joint venture. Modell 1 och 2 är prisregressioner, där modell 1 representerar företag som inkluderar resultatet i EBIT och modell 2 representerar företag som exkluderar resultatet från EBIT. Vidare är modell 3 och 4 avkastningsmodeller, där modell 3 representerar företag som inkluderar resultatet i EBIT och modell 4 representerar företag som exkluderar resultatet från EBIT. För

att säkerställa att resultatet inte påverkats av extremtal har vi sorterat bort 15 stycken outliers från prismodellen vilket resulterar i 201 observationer, samt 20 stycken outliers från avkastningsmodellen vilket resulterar i 196 observationer

Resultatet från prisregressionen visar att för de företag som inkluderar resultat från intressebolag och joint venture i EBIT ligger förklaringsgraden på 37,6% jämfört med 38,4 % för de företag som exkluderar resultatet från EBIT. Koefficienten för EBIT är 0,0059 i den förstnämnda gruppen jämfört med 0,0072 i den andra gruppen. Koefficienten för EBIT är signifikant åtskiljbar från 0 för båda modellerna. Vilket innebär att EBIT är värderrelevant för kapitalmarknaden oavsett om resultat från joint venture och intressebolag inkluderas i eller exkluderas från EBIT. Resultatet visar att koefficienten för EBIT när resultatet ej inkluderats är något högre jämfört med när resultatet inkluderas. Vilket indikerar på att värderrelevansen är högre när företag redovisar ränta från intressebolag och joint venture i finansnettot. Däremot finner vi ingen signifikant skillnad mellan koefficienterna, varför vi inte kan dra någon slutsats utifrån koefficienterna om vilket mått som är mest värderrelevant. Vi kan å andra sidan titta på förklaringsgraden (adjusted R²), däremot är det knappt någon skillnad mellan de båda adjusted R² och därför är det svårt att säga något skillnaden i värderrelevans.

Koefficient	Aktiepris (P)		Aktieavkastning (R)	
	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
<i>Intercept</i>	63.8366*** (5.03)	60.5809*** (3.21)	.1140** (2.80)	.0585 (1.30)
<i>BV</i>	.2592 (1.21)	.3422* (1.69)		
<i>EBIT</i>	.0059*** (5.01)	.0072*** (4.75)	.0010** (2.69)	.0013** (3.20)
<i>Nettoreultat - EBIT</i>	.0011 (0.48)	.0004 (0.09)	.0004 (0.64)	.0008 (1.54)
<i>Antal obs.</i>	114	87	113	83
<i>Adjusted R²</i>	37.6%***	38.4%***	5.4%**	10.8%**
<i>Modell 1:</i>	<i>Prismodell för EBIT inkl. resultat från joint venture</i>			
<i>Modell 2:</i>	<i>Prismodell för EBIT exkl. resultat från joint venture</i>			
<i>Modell 3:</i>	<i>Avkastningsmodell för EBIT inkl. resultat från joint venture</i>			
<i>Modell 4:</i>	<i>Avkastningsmodell för EBIT exkl. resultat från joint venture</i>			

Tabell 5 - Visar resultat från regressionsanalyser för företag som redovisar resultat från intresseföretag och joint venture. *** signifikant på 0,1 % nivå ** signifikant på 1% nivå * signifikant på 5 % nivå.

Vidare går vi igenom resultatet från avkastningsregressionen. För de företag som inkluderar resultatet i EBIT finner vi en förklaringsgrad på 5.4% jämfört med 10.8% för de företag som

exkluderar resultatet från EBIT. Vidare visar resultatet att koefficienten för EBIT är signifikant åtskiljbara från 0 i båda modellerna. Detta innebär att båda EBIT måtten är värder relevanta för kapitalmarknaden även i avkastningsmodellen. I modell 3 har EBIT en koefficient på 0,0010 och i modell 4 där räntan exkluderas från EBIT visar koefficienten 0,0013. Detta tyder på att EBIT är något mer värder relevant när resultatet redovisas i finansnettot. Däremot visar resultatet från suest - testet att det inte finns någon signifikant skillnad mellan EBIT koefficienterna. Vi kan därför inte dra någon slutsats om skillnaden i värder relevans mellan EBIT måtten utifrån koefficienterna. Däremot kan vi utläsa att modell 4 där resultatet exkluderas, har en högre förklaringsgrad (adjusted R²). Således visar detta resultatet att värder relevansen är något högre för de företag som redovisar resultat från joint venture i finansnettot.

Sammanfattande resultat

Sammanfattningsvis finner vi att resultatmättet EBIT ger värder relevant information till investerare. Att måttet är värder relevant visar på att investerare tar hänsyn till det vid beslutsfattande vilket kan kopplas till föreställningsramens kvalitativa egenskap relevans. Att måttet är värder relevant visar även på att EBIT är tillräckligt tillförlitligt för att investerare ska vilja agera efter det (Barth, 2000). Vårt resultat visar även på att EBIT som en delpost i resultaträkningen ger användbar information till investerare. Detta resultat talar för en reglering av EBIT eftersom redovisningen av EBIT då skulle vara obligatorisk för samtliga bolag.

Vidare tyder vårt resultat på att EBIT är mer värder relevant när posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner och resultat från joint venture och intressebolag exkluderas från EBIT, och istället ligger i finansnettot. Vårt resultat är svagt, vilket kan bero på att vi har ett relativt litet urval, men däremot är det konsekvent i samtliga tester. Vårt resultat kan jämföras med Barton et al. (2010), som finner att EBIT är mer värder relevant jämfört med EBT¹⁰, vilket visar på att resultatmätt är mer värder relevanta när finansiella kostnader och intäkter exkluderas. Att vårt resultat visar att EBIT är mer värder relevant när posterna exkluderas kan tyda på att investerare inte anser att posterna är lika relevanta för värdering samt att de ser posterna som finansiella poster. Vårt resultat stödjer IASB:s beslut om att definiera ränta på förmånsbestämda pensionsplaner som en finansiell post. Åtminstone utifrån ett värder relevansperspektiv.

Att vårt värder relevanstest visar att EBIT är mer värder relevant när räntan exkluderas stämmer även överens med hur företag faktiskt klassificerar posten i verkligheten. Detta resultat kan tyda på att företagen faktiskt redovisar värder relevanta resultat. Men resultatet skulle även kunna tyda på att investerare naivt litar på den informationen företaget presenterar. Alltså att investerare endast utgår från det mått företaget presenterar utan att själva kontrollera och justera för de poster som inkluderas/exkluderas från måttet. Detta synsätt kan kopplas till tidigare studier som påvisat att icke-sofistikerade investerare inte besitter den kunskapen som krävs för att själva förstå vad som är relevant information och därför litar på den frivilliga information företagen rapporterar (Frederickson och Miller, 2004)

Detta synsätt, att investerare blint litar på det som redovisas stämmer däremot inte överens med resultaten från undersökningen av posten resultat från intressebolag och joint venture.

¹⁰ EBT står för *Earnings before tax*.

Resultatet från denna undersökning visar på att värder relevansen av EBIT är något större om företag exkluderar posten, vilket inte stämmer överens med verkligheten där fler företag¹¹ redovisar posten i rörelsen. Vilket då indikerar att investerare justerar posten till finansnettot. En förklaring till detta kan vara att det är enklare att justera för resultat från joint venture och intressebolag eftersom den posten ofta redovisas på en separat rad i resultaträkningen. Hur klassificering av ränta på pensionsskulden gjorts upplyses endast om i not och vi har identifierat att det kan vara tidskrävande att ta reda på hur denna klassificering gjorts. Därför kan man tänka sig att investerare inte justerar för ränta på pensionsskuld utan endast utgår från det mått företaget faktiskt presenterar.

Normgivare är bekymrade över att EBIT inte är jämförbart då företag klassificerar posterna på olika sätt. En fördel med att reglera EBIT kan vara att jämförbarheten förbättras genom att företag då måste redovisa ett enhetligt EBIT-mått. Däremot är det inte säkert att jämförbarheten ökar bara för att redovisningen blir mer enhetlig. Jämförbarhet kan till exempel anses vara uppfylld genom att företag redovisar information som är relevant och korrekt återgiven. Om ett företag redovisar ett relevant resultatmått som är korrekt återgivet så borde det vara jämförbart med ett liknande resultatmått hos ett annat bolag om även det är relevant och korrekt återgivet (Föreställningsramen, 2010). EBIT kan vara företagsspecifikt vilket betyder att olika definitioner av EBIT kan vara olika relevanta för olika företag (Petersen och Plenborg, 2012). Att våra resultat visar på att EBIT är mer värder relevant när posterna exkluderas behöver därför inte betyda att det är det mest relevanta redovisningsvalet för samtliga bolag. Till exempel kan det finnas företagsspecifika anledningar till varför företag redovisar som de gör. För ett bolag där de anställda utgör den primära verksamheten skulle kanske EBIT vara mer relevant om ränta på pensionsskulden redovisades som en personalkostnad inkluderat i EBIT. Angående resultat från intressebolag och joint venture kan dessa poster antingen vara av väsentlig eller icke-väsentlig karaktär (IFRS foundation, 2018). Relevansen av denna post kan därför skilja sig beroende på hur väsentlig den är.

En till fråga vi vill belysa är om nyttan av en ny reglering av EBIT överstiger kostnaden. Vi har identifierat att ett klassificeringsbyte av posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner och resultat från joint venture och intressebolag inte verkar resultera i en materiell skillnad för företagen, med hänsyn till hur avkastningsmålet *operating RoA* förändras. Om en reglering av EBIT inte leder till en materiell förändring kanske kostnaden för företagen skulle överstiga nyttan av att reglera EBIT, nyttan som då skulle vara att EBIT blev mer jämförbart. Samtidigt är det som tidigare nämnt inte säkert att jämförbarheten av EBIT förbättras genom en mer enhetlig redovisning. Vi uppmuntrar därför till fortsatta studier som tittar på värder relevansen av posterna ränta på förmånsbestämda planer samt resultat från intressebolag och joint venture beroende på vilken bransch som företaget verkar inom eller beroende på karaktär av posten.

Begränsningar samt förslag på framtida forskning

En svaghet med studien är att vi inte använder oss av några kontrollvariabler. Om annan information som investerare använder vid bedömning av företags värde systematiskt korrelerar med EBIT kan en konsekvens av detta vara att vi drar felaktiga slutsatser om sambandet mellan EBIT och aktiepriser. Baserat ur tidigare studier av liknande karaktär valdes att inte inkludera

¹¹ Fler företag i vårt urval redovisar posten inkluderat i EBIT även om det är en liten skillnad. I vårt urval redovisar 57 procent posten som en del av rörelsen medan 43 procent exkluderar posten från EBIT.

några kontrollvariabler. Detta för att öka jämförbarheten med värder relevansforskning som exkluderat detta.

En annan begränsning i vår studie är att vi har få observationer. Detta beror dels på att vi endast undersöker den nordiska marknaden och dels på grund av ett stort bortfall av företag som inte redovisade posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från joint venture och intressebolag. Få observationer kan vara en anledning till att vi inte finner en signifikant skillnad mellan koefficienterna för de olika EBIT definitionerna. Resultaten är svaga men samtidigt är de konsekventa. Därför uppmuntrar vi till utvidgande studier med ett större urval.

Vår studie undersöker värder relevansen av EBIT generellt oavsett bransch. Då relevansen av EBIT kan skilja sig mellan olika branscher anser vi att detta är ett område som bör utforskas av framtida forskning. Detta för att skapa en djupare förståelse kring värder relevansen av EBIT.

Vidare ger vår undersökning endast svar på om resultat från intressebolag och joint venture som en generell post bör inkluderas eller exkluderas i EBIT. Som tidigare nämnt diskuterar IASB även om man bör skilja på resultat från väsentliga och icke-väsentliga intressebolag och joint venture. Detta är inget vi kan besvara på inom ramen för vår undersökning. Det skulle krävas information om dels hur klassificeringen av resultat från väsentliga och icke-väsentliga intressebolag och joint venture ska gå till. Dels skulle det krävas information om samtliga bolags specifika karaktärsdrag för deras resultat från intressebolag och joint venture. Vidare forskning skulle ytterligare kunna belysa värder relevansen av EBIT genom att undersöka värder relevansen mellan resultat från väsentliga och icke-väsentliga intressebolag och joint venture. En sådan undersökning kan ge insikt i frågan om man bör skilja på väsentliga och icke-väsentliga intressebolag och joint venture i resultaträkningen.

Slutsatser

Syftet med denna studie är att undersöka värder relevansen av EBIT samt värder relevansen av att inkludera alternativt exkludera posterna ränta på förmånsbestämda pensionsplaner samt resultat från intresseföretag och joint ventures från EBIT. Vi finner att EBIT är mer värder relevant jämfört med nettoresultat samt att det ger värder relevant information att inkludera EBIT som en delpost i resultaträkningen. Vi finner svaga resultat som indikerar att värder relevansen av EBIT är högre om posterna exkluderas och istället ligger i finansnettot. Att resultaten är svaga kan förklaras av att ett litet urval. Samtidigt är våra resultat konsekventa. Vi uppmuntrar därför till fortsatta studier med ett större urval.

Vår studie ger ett bidrag till den befintliga värder relevansforskningen av icke-reglerade resultatmått genom att belysa värder relevansen av inkluderingar samt exkluderingar från resultatmålet EBIT. Vår studie är även av intresse för normgivare, detta eftersom vår studie belyser användbarheten av EBIT för investerare. Då investerare är en primär grupp av användare av finansiella rapporter kan värder relevansstudier ge viktiga bidrag till normgivare. Vår studie kan hjälpa normgivare förstå hur redovisningsinformation om resultatmålet EBIT fångas upp av kapitalmarknaden och således ge information om måttets relevans.

Referenslista

- Agnes Cheng, C., Cheung, J., och Gopalakrishnan, V. (1993). On the Usefulness of Operating Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns. *Accounting och Business Research*, 23(91), 195-203.
- Allee, K., Bhattacharya, N., Black, E. och Christensen, T. (2007), Pro forma disclosure and investor sophistication: external validation of experimental evidence using archival data, *Accounting, Organizations and Society*, 32, 201-222.
- Albring, S., Cabán-García, M., och Reck, J. (2010). The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. *Review of Accounting and Finance*, 9(3), 264-284.
- Andersson, P. och Hellman, N. (2007), Does pro forma reporting bias analysts forecasts? *European Accounting Review*, 16(2), 277-298.
- Ball, R. och Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159–178.
- Barth, M.E. (2000). Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance*, 40(1), 7–31.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, D. Young, och Z. Zhuang, (2014), Relevance of differences between net income based on IFRS and domestic standards for European firms, *Journal of Business Finance and Accounting* 41, 297–327.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., och Landsman, W.R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 77–104.
- Barth, M., Gow, I. och Taylor, D. (2012), Why do pro forma and street earnings not reflect changes in GAAP? Evidence from SFAS 123R, *Review of Accounting Studies*, 17, 526-562.
- Barton, J., Hansen, T. B. och Pownall, G. (2010) Which performance measures do investors around the world value the most, and why? *Accounting Review*, 85(3), 753 -789.
- Bartov, E., Mohanram, P.S. (2014). Does income statement placement matter to investors? The case of gains/losses from early debt extinguishment, *The Accounting Review*, 89 (6), 2021-2055.
- Baumker, M., Biggs, P., McVay, S., och Pierce, J. (2014). The disclosure of non-GAAP earnings following regulation G: An analysis of transitory gains. *Accounting Horizons*, 28, 77–92.
- Beaver, W.H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 6, 67–92
- Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., och Larson, C. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 285–319.
- Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., och Mergenthaler, R. (2004). Empirical evidence on recent trends in pro forma reporting. *Accounting Horizons*, 18, 27–43.
- Biddle, G.C. och Choi, J.H. (2006). Is comprehensive income useful? *Journal of Contemporary Accounting och Economics*, 2 (1), 1–32.
- Black, D., Christensen, T., Ciesielski, J., och Whipple, B. (2018). Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(3-4), 259-294.
- Black, D., och Christensen, T. (2009). US managers' use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, 297–326.
- Bradshaw, M., och Sloan, R. (2002). GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41-66.

- Bradshaw, Christensen, Gee, och Whipple. (2018). Analysts' GAAP Earnings Forecasts and their Implications for Accounting Research. *Journal of Accounting and Economics*.
- Brown, L., och Sivakumar, K. (2003). Comparing the value relevance of two operating income measures. *Review of Accounting Studies*, 8, 561–572.
- Choi, Y.-S., Lin, S., Walker, M., och Young, S., (2007). Disagreement over the persistence of earnings components: evidence on the properties of management-specific adjustments to GAAP earnings. *Review of Accounting Studies*, 12 (4), 595 –622.
- Ciesielski, J. T. och Henry, E. (2017) *Accounting's Tower of Babel: Key Considerations in Assessing Non-GAAP Earnings*. Virginia: CFA Institute
- Collins, DW., Maydew, EL., och Weiss, IS., (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67.
- Curtis, A., McVay, S., och Whipple, B. (2014). The disclosure of non-GAAP earnings information in the presence of transitory gains. *The Accounting Review*, 89, 933–958.
- Devalle, A., Onali, E. Magarini, R., (2010) Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(2), 85– 119.
- Dhaliwal, D., Subramanyam, K., och Trezevant, R. (1999). Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance? *Journal of Accounting and Economics*, 26 (1), 43–67.
- Doyle, J. T., Lundholm, R. J., Soliman, M. T. (2003). The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies*, 2003, 8(2-3), 14
- Easton, P., och Harris, T. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19-36.
- EFRAG. (2009), Pro-active accounting activities in Europe: performance reporting. A European Discussion Paper.
- EFRAG. (2017). Primary Financial Statements Issues Paper – Use of additional subtotals in the Statement of Financial Performance. Bryssel: EFRAG.
- Entwistle, G., Feltham, G., och Mbagwu, C. (2005). Voluntary disclosure practices: The use of pro forma reporting. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, 73–80.
- Entwistle, G., Feltham, G., och Mbagwu, C. (2006). Financial reporting regulation and the reporting of pro forma earnings. *Accounting Horizons*, 20, 39–55.
- Entwistle, G., Feltham, G. och Mbagwu, C. (2010). The value relevance of alternative earnings measures: a comparison of pro forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(2), 261-288.
- ESMA. (2015). Guidelines, ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures. Paris: ESMA.
- Fama, E.F. (1970), Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics – and sex and drugs and rock'n'roll*. SAGE publications: Thousand Oaks.
- Francis, J., och Schipper. K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research* 37, 319-352.
- Frederickson, J. R. och Miller J. S. (2004), The Effects of Pro Forma Earnings Disclosures on Analysts and Nonprofessional Investors Equity Valuation Judgments, *Accounting Review*, 79, pp. 667–86.
- Föreställningsram. (2010). *IFRS Standards*. London: IASB.
- Graham, J., Harvey, C., och Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73.

- Guillamon-Saorin, E., Isidro, H. och Marques, A. (2017), Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements, *Journal of Business Finance and Accounting*, 44 (3-4), 448-479.
- Holthausen, och Watts. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 3-75.
- Hoogervorst, H. (2015). *Mind the gap (between non-GAAP and GAAP)*. London: IFRS Foundation.
- IAS 1. (2017) IFRS-volymer. London. IASB.
- IAS 19. (2017) IFRS-volymer. London. IASB.
- IFRS Foundation. (2018) Primary Financial Statements - Presentation of the share of profit or loss of associates and joint ventures. London: IFRS Foundation.
- IFRS Foundation. (2017) *What is 'Interest' in EBIT?* London: IFRS Foundation.
- IFRS Foundation. (2016) Primary Financial Statements - Comment letter analysis – feedback received from the Agenda Consultation process. London: IFRS Foundation.
- IFRS Foundation. (2016) Primary Financial Statements - Proposed approach to research the project. London: IFRS Foundation.
- IFRS Foundation. (2015) Research project on Performance Reporting. London: IFRS Foundation
- IFRS Foundation. (2017) Primary Financial Statements Earnings before interest and tax (EBIT). London: IFRS Foundation.
- International Organization of Securities Commission. (2002). Cautionary Statement Regarding Non-GAAP Results Measures. International Organization of Securities Commission.
- Jagannath, A. och Koller, T. (2013), Building a better income statement, McKinsey & Company, New York, NY, November.
- Kothari, och Zimmerman. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155-192
- KPMG (2017, 24 maj). Non-GAAP financial measures are thriving. Hämtad 3/4 från: <http://www.kpmg-institutes.com/institutes/ifrs-institute/articles/2017/05/ifrs-1-non-gaap-financial-measures-thriving.html>
- Lev, B., och Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 37, 353-385
- Lougee, B., och Marquardt, C. (2004). Earnings informativeness and strategic disclosure: An empirical examination of “pro forma” earnings. *The Accounting Review*, 79, 769–795.
- Maines, L.A. och McDaniel, L.S. (2000). Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial statement presentation format. *The Accounting Review*, 75(2), 179–207.
- Malikov, K., Manson, S., Coakley, J. (2018). Earnings management using classification shifting of revenues. *The British Accounting Review*, 50 (3), 291-305.
- Marton, J., Runesson, E., och Samani, N. (2017) *Textbook – Financial Accounting and Accounting Quality: Theory and Empirical Evidence*. Göteborg: School of Business, Economics and Law, Gothenburg University.
- Marques, A. (2017). Non-GAAP earnings: International overview and suggestions for future research. *Meditari Accountancy Research*, 25(3), 318-335.
- McVay, S. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81, 501–531.
- Mechelli, A., och Cimini, R. (2014). Is Comprehensive Income Value Relevant and Does Location Matter? A European Study. *Accounting in Europe*, 11(1), 1-35.

- Nichols, N., Gray, S., och Street, D. (2005). Pro forma adjustments to GAAP earnings: Bias, materiality, and SEC action. *Research in Accounting Regulation*, 18, 29–52.
- Nieto, F. och Kumar, S. (2017). *IASB - Investor Update Our newsletter for the investment community*. London: IASB
- Ohlson, J., och Penman, S. (1992). Disaggregated Accounting Data as Explanatory Variables for Returns. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(4), 553-573.
- PricewaterhouseCoopers. (2007) *Survey of 2,800 European financial statements - Presentation of income under IFRS: flexibility and consistency explored*. London: PricewaterhouseCoopers.
- Peterson, C. V. och Plenborg, T. (2012) *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis & Executive Compensation*. Ort: Förlag.
- Venter, E., Emanuel, D., och Cahan, S. (2014). The Value Relevance of Mandatory Non- GAAP Earnings. *Abacus*, 50(1), 1-24.
- Zalata, C. Roberts. (2017). Managing earnings using classification shifting: UK evidence, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 39, 52-65.