



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

Företagsekonomi -
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
FEKN90

VT 2014

Utnyttjar Svenska Börsbolag diskonteringsräntan opportunistiskt vid nedskrivningsprövning av Goodwill?

Författare:

Stefan Levin

Niklas Norstedt

Handledare:

Kristina Artsberg

Förord

Vi vill börja med att tacka de personer och företag som har varit med och möjliggjort den här uppsatsen!

Främst vill vi tacka vår handledare Kristina Artsberg, ED, Docent och Universitetslektor vid företagsekonomiska institutionen på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet som har väglett oss under skrivprocessen. Vi vill även tacka våra opponenter Johan Olsson och Josefin Ollermark för all feedback under resans gång.

Till sist vill vi tacka de personer som har offrat sin tid och svarat på våra enkäter och övriga frågor, vilket har berikat vår uppsats!

Lund 2014-05-16

.....
Stefan Levin

.....
Niklas Norstedt

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Utnyttjar Svenska börsbolag diskonteringsräntan opportunistiskt vid nedskrivningsprövning av goodwill?

Seminariedatum: 2014-05-26

Ämne/kurs: FEKN90, Examensarbete på Civilekonomprogrammet, 30 hp

Författare: Stefan Levin & Niklas Norstedt

Handledare: Kristina Artsberg

Fem nyckelord: Goodwill, Nedskrivningsprövning, Diskonteringsränta, IFRS, Opportunism

Syfte: Syftet med studien är att analysera huruvida Svenska börsbolag agerar opportunistiskt när man väljer diskonteringsränta för nedskrivningsprövning av goodwill genom en jämförelse med teoretiska diskonteringsräntor framräknade enligt CAPM.

Metod: Initialt en kvantitativ metod i form av en granskning av årsredovisningar för samtliga företag registrerade på OMX Large, Mid och Small Cap Stockholm (Börsen) som följs upp av en enkätundersökning ställd till företagen i urvalet.

Teoretiska Perspektiv:

CAPM, opportunistiskt beteende, earnings management

Empiri: Databaserad insamling genom analys av årsredovisningar och via Thomson Datastream, samt en enkät skickad till företagen i urvalet.

Slutsatser: Efter genomförd analys av diskonteringsräntorna fann vi inga belägg för att företagen agerar opportunistiskt. Däremot fann vi att en övervägande majoritet redovisar en diskonteringsränta som inte överensstämmer med en enligt CAPM teoretisk framräknad ränta. Studien har inte kunnat påvisa att svenska börsbolag använder sig av diskonteringsräntan opportunistiskt för att undvika nedskrivningar.

Summary in English

Title: Does the companies listed on the Swedish stock exchange use the discount rate opportunistic when conducting the impairment test of goodwill?

Seminar date: 2014-05-26

Course: Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS)

Authors: Stefan Levin & Niklas Norstedt

Advisor: Kristina Artsberg

Five key words: Goodwill, Impairment test, Discount rate, IFRS, Opportunism

Purpose: The purpose of this study is to analyze whether Swedish listed companies act opportunistic when choosing the discount rate in the impairment testing of goodwill, according to IAS 36, and if the discount rates comply with theoretical discount rates computed according to CAPM.

Methodology: Initially a quantitative method based on an examination of annual reports by Swedish companies listed on OMX Large, Mid and Small Cap Stockholm (Börsen), followed by a survey sent to the chosen companies.

Theoretical perspectives: CAPM, opportunistic behavior, earnings management

Empirical foundation: Collecting data through an analysis of annual reports and via Thomson Datastream, followed up by a survey sent to the sample companies.

Conclusions: After analyzing the discount rates we could not find evidence of opportunistic behaviour amongst the companies. On the other hand, we found that a vast proportion of the companies report a discount rate that does not comply with a theoretical discount rate computed according to CAPM. The study has not been able to prove that Swedish listed companies use the discount rates opportunistic to avoid impairments.

Förkortningar

IFRS	International Financial Reporting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IAS	International Accounting Standards
Large Cap	Nasdaq OMX Large Cap Stockholm
Mid Cap	Nasdaq OMX Mid Cap Stockholm
Small Cap	Nasdaq OMX Small Cap Stockholm
Börsen	Small, Large och Mid Cap tillsammans
WACC	Weighted Average Cost of Capital
CAPM	Capital Asset Pricing Model
FVA	Fair Value Accounting

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Positionering.....	8
1.3 Problemdiskussion	8
1.4 Syfte.....	9
1.5 Målgrupp	9
1.6 Avgränsning	10
1.7 Disposition.....	10
2. Metod	11
2.1 Metodval	11
2.2 Val av tidsperiod.....	12
2.3 Operationalisering.....	13
2.4 Urvalsprocess	14
2.5 Kritik av vald metod.....	17
2.6 Litteratursökning	18
3. Institutionaliala.....	19
3.1 Nettoförsäljningsmetoden	19
3.2 Nyttjandevärdesmetoden	19
3.3 Diskonteringsräntan	20
3.4 CAPM	20
3.5 WACC.....	23
4. Teori.....	25
4.1 Manipulering av redovisningen	25
4.1.1. Positiv redovisningsteori	25
4.1.2. Agentteorin.....	25
4.1.3. Opportunistiskt beteende	26
4.1.4. Earnings management.....	27
4.2 Empiriska studier	28
5. Analys och diskussion	31
4.1 Small Cap	31
4.2 Mid Cap	32
4.3 Large Cap.....	32
5.4 Enkäten.....	33

6. Slutsats	38
6.1 Förslag till vidare forskning	40
Bilaga 1 - Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta	47
Bilaga 2 - Data för bolagen på Nasdaq OMX Mid Cap 2007-2008.....	49
Bilaga 3 - Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta	52
Bilaga 4 - Data för bolagen på Nasdaq OMX Small Cap 2007-2008	54
Bilaga 5 - Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta	57
Bilaga 6 - Data för bolagen på Nasdaq OMX Large Cap 2007-2008	59
Bilaga 7 - Historisk bolagsskatt 2007-2012.....	62
Bilaga 8 - Enkätfrågor	63
Bilaga 9 – Artikel.....	65

1. Inledning

I detta kapitel presenteras bakgrunden till vår studie, problemdiskussion, problemformulering, syftet med studien, studiens målgrupp, avgränsning samt vidare disposition av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Syftet med redovisningen är att ge information till användarna av de finansiella rapporterna. För att redovisningen skall vara användbar för användarna är det viktigt att den ger en rättvisande bild och att informationen är tillförlitlig (IASB's föreställningsram § 31). Frågan huruvida redovisningen förmedlar en rättvisande bild diskuteras emellertid ständigt (Drefeldt, 2009).

Som ett led i att öka jämförbarheten mellan företags årsredovisningar internationellt tog EU beslutet att det för alla börsnoterade företag skall vara obligatoriskt att redovisa i enlighet med IFRS från och med år 2005. Detta har, framförallt, sitt ursprung i de redovisningsskandaler som uppdagades i början av 2000-talet, vilka tydliggjorde behovet av internationellt harmoniserade redovisningsprinciper (Nobes & Parker, 2010). Den punkt på agendan som kom att få störst påverkan på svensk redovisning var IFRS 3: rörelseförvärv, och specifikt IAS 36 – Nedskrivningar. Enligt Carlsson & Sandell (2010) förelåg tvivel hos IASB om huruvida avskrivningar av goodwill var det bästa sättet att ge användbar information. Goodwillposten hade länge varit en av de mest omdiskuterade posterna i balansräkningen och de nya reglerna eldade på denna diskussion ytterligare. Kritiker menar att goodwillredovisningen är komplex, somliga hävdar till och med att det är det mest komplexa området inom IFRS (Chalmers, Godfrey & Webster, 2011; Hayn & Hughes, 2006).

Övergången till IFRS har inte varit oproblematisk för svenska bolag, många bolag har fått kritik för att de inte följer IAS 36. Enligt NASDAQ OMX årliga rapport "övervakning av regelbunden finansiell information 2013" brister många företag när det kommer till att uppfylla kraven i IAS 36. År 2013 var den vanligaste anledningen till påpekande från börsen att företaget inte har klarat av att uppfylla kriterierna enligt IAS 36. Enligt IFRS föreställningsram är företagens finansiella rapporter baserade på redovisningsregler som har konstruerats utifrån ett investerarperspektiv. Enligt föreställningsramen förväntas användarna ha viss kunskap på redovisningsområdet (IASB's föreställningsram § 10; 25). Att en post som många anser vara väldigt komplex och som företagen själva har problem med får ett allt större utrymme i företagens balansräkningar blir då problematiskt, år 2009 var andelen goodwill i svenska bolagsförvärv 59 % (Nabizadeh, 2009). År 2011 redovisade de svenska börsbolagen goodwill om 630 miljarder kronor, samtidigt som man under föregående år i genomsnitt skrivit ner goodwill med 1 % (Gauffin & Wallén, 2011). Detta kan sättas i relation till de tidigare reglerna då

nyttjandeperioden för goodwill var begränsad till maximalt tjugo år och avskrivningar skulle ske årligen (RR 1:00 § 54). Vid de reglerna skulle avskrivningarna i så fall ligga på minst 5 % per år.

En nedskrivningsprövning av goodwill betyder att företaget måste testa huruvida värdet på goodwill har minskat eller inte. Nedskrivningsprövningen bygger på företagets egen bedömning då den grundar sig i företagets uppskattning av tillväxttakt, diskonteringsränta och framtida kassaflöden.

1.2 Positionering

Då goodwill är ett vitt och brett debatterat ämne med många infallsvinklar och komplexa frågeställningar, har vi valt att rikta uppmärksamheten mot de diskonteringsräntor som tas fram av företagen i samband med nedskrivningsprövningen av goodwill. Vi har även ägnat viss uppmärksamhet åt huruvida det föreligger skillnader över tid i den redovisade diskonteringsräntan, i synnerhet sedan finanskrisen 2008. Vi har därför valt att studera företagen på de tre största svenska börslistorna, NASDAQ OMX Large, Mid och Small cap, under perioden 2007-2012.

1.3 Problemdiskussion

Redan långt innan övergången till IFRS genomfördes har goodwill varit ett hett ämne i debatten inom redovisnings- och revisionsyrkena och forskningen. En av anledningarna till detta tycks vara den något svaga definitionen av vad goodwill är och hur den räknas ut och sedermera bör redovisas (Drefeldt, 2009).

Mycket av den tidigare forskningen har fokuserat på de möjligheter till opportunistiskt beteende som redovisningen ger utrymme för, samt vilka incitament företag har att skriva ned sina goodwillvärden (Hamberg & Beisland, 2009; Gore & Zimmerman, 2010). Till opportunistiskt beteende räknas termer såsom "Earnings management", vilket innebär att företag manipulerar redovisningen för att uppvisa ett bättre resultat. Även faktorer såsom företagets storlek och byte av VD har angetts som incitament, eller tillfällen, för företag att jämna ut resultaten (AbuGhazaleh, Al-Hares & Parker, 2011; Sevin & Schroeder, 2005).

Enligt IASB och förespråkarna för implementeringen av IFRS 3 bör inte goodwill skrivas av med anledning av att det inte sker någon värdeminskning per automatik. Många menar dock att jämförbarheten mellan företag har försämrats sedan införandet av IFRS då utrymmet för fria tolkningar ger upphov till subjektiva bedömningar som en företagsledning många gånger kommer att utnyttja (AbuGhazaleh et al., 2011; Hamberg et al., 2009). Nedskrivningsprövningarna

bygger på företagens egna uppskattningar kring framtida kassaflöden, tillväxttakt och diskonteringsränta. Dessa uppskattningar görs mycket subjektivt av företagen själva, eller i vissa fall konsulter inom området, vilket kan leda till frågetecken kring huruvida redovisningen visar en rättvisande bild. Dessa uppskattningar är många gånger uppbyggda av förhoppningar och företagen behöver ej redovisa de exakta beräkningarna (Beatty & Weber, 2006). NASDAQ OMX visar i sin årliga rapport *Övervakning av regelbunden finansiell information 2013* att många svenska börsbolag har stora problem med att följa IAS 36 och brister i sina upplysningar.

Det finns en överhängande risk att nedskrivningsprövningen för goodwill används opportunistiskt. Subjektiviteten på området erbjuder företagsledningen en flexibilitet som i värsta fall riskerar att leda till manipulation av de finansiella rapporterna (Laux & Leuz, 2009). Vidare menar Watts & Zimmerman (1978) att dåligt omdöme kan leda till "Aggressive Earnings Management" och en systematisk övervärdering av tillgångar. Väljer företaget att sätta en lägre diskonteringsränta än vad som är befogat kan man undvika en eventuell nedskrivning av goodwill. Att undvika en nedskrivning innebär att man även undviker att redovisa en kostnad (Carlin & Finch, 2009). Detta medför att intressenter får sämre information samtidigt som företagets ledning, via exempelvis incitamentsprogram kopplat till resultat eller aktiekurs, kan gynnas av tillvägagångssättet. Det finns alltså en risk att företagsledningen påverkas till att anpassa diskonteringsräntan för att inte behöva skriva ned. En låg nedskrivning av goodwill bland börsbolag kan vara tecken på att företagen använder sig av diskonteringsräntan på ett opportunistiskt sätt.

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att analysera huruvida svenska börsbolag agerar opportunistiskt vid framtagandet av den diskonteringsränta som används vid nedskrivningsprövningen av goodwill, samt om det går att härleda något mönster i hur diskonteringsräntan sätts över tid, med finanskrisen 2008 i åtanke.

1.5 Målgrupp

Denna studie riktar sig i första hand till forskare, studenter och lärare inom ämnet företagsekonomi, specifikt redovisning. Vår studie kan även vara av intresse för de som tar del av finansiell information i form av årsredovisningar, såsom revisorer och företagsanalytiker.

1.6 Avgränsning

Då tid och resurser för den här uppsatsen har varit begränsade har vi valt att avgränsa vårt arbete till att endast studera företagen på de tre största svenska börslistorna, Nasdaq OMX Large, Mid och Small Cap. Vi har även avgränsat vår studie till att endast undersöka den diskonteringsränta som används vid nedskrivningsprövning av goodwill.

Beskrivningen i IAS 36 punkt 134, där alla upplysningskrav kring redovisningen av nedskrivning av goodwill återfinns, har legat till grund för ämnet vi har valt att skriva om. Denna punkt redogör även för hur immateriella tillgångar utöver goodwill ska redovisas. Detta har vi dock valt att bortse ifrån då det ligger utanför syftet med vår studie.

1.7 Disposition

I nästföljande kapitel presenteras vårt val av den metod vi har använt oss av för att genomföra denna uppsats.

I kapitel tre återfinns institutionalia innehållandes centrala modeller, metoder och begrepp rörande framräknandet av diskonteringsräntan. Här förklaras den tekniska informationen rörande goodwill, nedskrivningsprövning och diskonteringsränta i syfte att klargöra för läsaren vad dessa begrepp innebär och hur de redovisas i enlighet med IAS 36 punkt 134.

Därefter följer ett kapitel som redogör för den teoretiska referensramen som ligger till grund för vår studie. Här presenteras också tidigare forskning och empiriska studier inom området.

Det femte kapitlet återger vårt resultat från granskningen av årsredovisningar samt en utvärderande sammanfattning av svaren vi erhöll i enkätundersökningen. Här analyserar och diskuterar vi även resultaten.

Det sjätte och avslutande kapitlet redogör för vår slutsats och våra egna reflektioner, samt förslag till vidareforskning.

Efter dessa kapitel hittas i vanlig ordning en referenslista och allra sist bifogade bilagor.

2. Metod

I detta kapitel redogörs för de metoder vi har använt oss av i våra undersökningar

2.1 Metodval

Denna studie ämnar undersöka huruvida svenska börsbolag sätter sina diskonteringsräntor opportunistiskt för att undvika nedskrivningsprövning av goodwill. Detta gör vi genom att jämföra diskonteringsräntorna som företagen använder sig av med en teoretisk diskonteringsränta vi räknar fram enligt av CAPM. Frågan huruvida svenska börsbolag sätter sina diskonteringsräntor opportunistiskt kräver ett stort antal observationer. Vi har därför valt att använda oss av en kvantitativ studie där årsredovisningar för perioden 2007-2012 analyseras. Att vi inleder med en kvantitativ studie beror på att vi skall undersöka om det förekommer trender i redovisade siffror hos företagen noterade på Stockholmsbörsen i syfte att få fram ett eventuellt mönster i hur företagen sätter sina diskonteringsräntor. Framför allt intresserar vi oss för huruvida teorierna om opportunistiskt beteende och earnings management, i samband med val av diskonteringsränta vid nedskrivningsprövning av goodwill, är applicerbara på bolagen på den svenska börsen. Genom att analysera alla bolag på Stockholmsbörsen som redovisar goodwill bör vi få fram tillräckligt med data för att studien ska kunna påvisa om det föreligger skillnader i de av företagen redovisade räntorna och de teoretiska räntorna.

Genom en kvantitativ studie har vi även möjlighet att se om det föreligger eventuella skillnader mellan de olika listorna. Fördelen med en kvantitativ metod är att vi kan samla en stor mängd data samtidigt som vi får möjlighet att standardisera vårt insamlade material. Vi kommer använda oss av deskriptiv statistik för att i siffror kunna ge en beskrivning av materialet vi har samlat in. Vi ämnar beskriva företagens val av diskonteringsränta utifrån kvantifierbar data.

Vi har för avsikt att komplettera den data vi får från vår kvantitativa studie med mjuk data från en enkätstudie ställd till företagen i vårt urval som redovisar goodwill. Mjuk data kan enligt Backman (2008), bestå av kvalitativa observationer som går att analysera med hjälp av statistik. Detta har vi försökt uppnå genom att formulera frågorna så att svaren blir kvantifierbara. Förhoppningen är att resultatet från vår enkätstudie skall söka förklaring till vad eventuella skillnader mellan diskonteringsräntor beror på. Det vill säga om företagen själva upplever att det finns utrymme att agera opportunistiskt eller om tekniska svårigheter vid framräknandet av diskonteringsränta upplevs som problematiskt.

Att vi valde att gå vidare med en enkät istället för intervju grundar sig i att intervjuareffekten potentiellt kan bli stor då vissa frågor kan uppfattas som känsliga av företagen, som kan tänkas vilja ge en mer positiv bild av sig själva vid en intervju (Bryman & Bell, 2011). Flertalet studier har påvisat

att många företag brister i sin rapportering avseende IAS 36 och nedskrivningsprövningen (Årsrapport NASDAQ OMX, 2013). Ett vanligt problem är att respondenter tenderar att vilja undvika områden som väcker viss ängslan (Bryman & Bell, 2011). Därför har vi försökt utforma frågorna på ett sådant sätt så att företagen inte känner sig ifrågasatta. Enkätstudien ger oss även möjlighet att nå ett betydligt större antal företag än vad som hade varit möjligt med intervjuer, då vi behöver ett stort urval för att bedöma huruvida svenska börsbolag sätter sin diskonteringsränta opportunistiskt. Risken för missbruk och aborter är generellt sett hög vid enkätstudier (Bryman & Bell, 2011). Vi har inte haft möjlighet att hjälpa företagen med tolkning av frågorna och vi har inte heller kunna följa upp med sonderingsfrågor, för att undvika missförstånd har vi därför eftersträvat att göra vår enkät så enkel som möjligt. Vi har inte använt oss av öppna frågor utan enbart arbetat med slutna frågor i syfte att minimera vårt bortfall. Det har visat sig att många drar sig för att besvara en enkät om det innebär att man behöver skriva. Vi har försökt att hålla vår enkät kort som möjligt då vår målsättning är att företagen snabbt skall kunna besvara den, vi vill inte att uppgiften skall kännas överväldigande för respondenterna. Vid en enkätstudie föreligger alltid en risk att enkäten delegeras av mottagaren till annan person inom företaget (Bryman & Bell, 2011).

För att minimera bortfallet har vi skrivit en introduktion där vi beskriver syftet med vår undersökning samt förklarat vilka som har blivit kontaktade. Enligt Bryman & Bell (2011) så brukar en introduktion leda till ett minskat bortfall. En till två veckor efter det att vi har skickat ut vår enkät så skickade vi en påminnelse till de företag som inte hade besvarat enkäten. Frågorna vi har ställt i enkäten återfinns som bilaga i slutet av detta arbete.

Då vi ämnar bygga vidare på tidigare forskning som har genomförts både internationellt och nationellt så har vi valt att använda oss av en deduktiv ansats. Vi utgår således ifrån ett teoretiskt resonemang och samlar in data för att se om vår teori överensstämmer med verkligheten. Då det finns teoretiska ståndpunkter finner vi en deduktiv ansats mer lämplig än en induktiv ansats.

2.2 Val av tidsperiod.

Vi har valt att granska tidsperioden 2007-2012. Att vi väljer att börja år 2007 beror på att företagen har haft tid på sig att anpassa sig till redovisningsreglerna enligt IFRS som infördes år 2005. Samtidigt så är vi intresserade av att se hur diskonteringsräntorna sattes före respektive efter finanskrisen 2008 för att kunna urskilja huruvida denna fick någon effekt på diskonteringsräntan. Årsredovisningarna för 2012 är de senaste som finns tillgängliga för samtliga företag i vår studie. Tidsperioden ger oss möjlighet att se hur företagens val av diskonteringsränta har förändrats över tid.

2.3 Operationalisering

Vi har hämtat information om vilken diskonteringsränta företagen har använt vid nedskrivningsprövningen från företagens årsredovisningar, som vi har laddat hem från företagens hemsidor. Vi har i årsredovisningarna sökt på nyckelord såsom; WACC, CAPM, nedskrivning och diskonteringsränta.

Vi har valt att dela in företagen i tre kategorier; *under*, *inom* och *över*. De företagen som faller inom kategorin *under* är de företag som kan sägas använda sig av opportunistiska diskonteringsräntor. Dessa företag sätter sin diskonteringsränta lägre än 150 punkter under den teoretiska diskonteringsräntan. Utifrån stor empirisk erfarenhet menar Carlin & Finch (2009) på att större skillnader än -150 +150 räntepunkter inte kan förklaras genom estimeringsfel (Carlin & Finch, 2009). Efter korrespondens med Carlin & Finch så har vi alltså beslutat oss för att använda samma intervall som de använde i sin studie av australiensiska bolag.

För att räkna fram en teoretisk diskonteringsränta krävs att vi har tillgång till den riskfria räntan, marknadsrisken (Beta) och en riskpremie. Vi har valt att använda oss av den 10-åriga stadsobligationsräntan som den riskfria räntan. Obligationsräntan är den underliggande ränta som vanligtvis används när ett avkastningskrav beräknas (PWC, 2013).

Riskpremien har vi hämtat från PWC:s årliga riskpremiestudie. Riskpremien i deras studie baseras på uppskattningar från investmentbolag, institutionella förvaltare och investmentbanker. PWC:s riskpremiestudie är den mest omfattande årliga studien kring riskpremien på den svenska aktiemarknaden som vi kunnat finna. I studien är riskpremien uppdelad i en premie för hela marknaden samt ett premietillägg baserat på företagens börsvärden.

För att få fram företagens börsvärden har vi multiplicerat antalet utestående aktier med aktiekurs vid årets sista handelsdag för samtliga företag varje år. Informationen har vi hämtat från respektive företags årsredovisning. Då vi inte med säkerhet kan avgöra när nedskrivningsprövningarna har genomförts så har vi räknat ut ett årligt genomsnitt av börsvärdena inför allokeringen av riskpremien. Denna metod medför även att vi eliminerar eventuella extremvärden som kanske inte är rättvisande. Genomsnittsberäkningen har genomförts för respektive år, genom att addera ingående börsvärde med utgående börsvärde och dela summan med två.

Aktiernas betavärden har vi hämtat från den finansiella databasen Thomson Datastream. De betavärden som de tillhandahåller baseras på 5 års historik när den historiken finns. För att över huvudtaget kunna tillhandahålla betavärden kräver Thomson Datastream minst 24 månaders historik. Till vår undersökning har vi valt att använda oss av ett skuldjusterat betavärde (*Ungeared*

Beta) baserat på 5 års historik, då det är det betavärde som vi har tillgång till via Thomson datastream. Vidare förklaring av *ungeared beta* redogörs för under stycket 3.4 CAPM.

Det är vanligt att man använder 48 månaders historik när man beräknar ett betavärde. Fördelen med denna typ av betavärde är att specifika företagshändelser som leder till kortsiktiga fluktuationer inte får samma betydelse som vid användandet av kortare historik, exempelvis 52 veckors. En bra respektive dålig rapport är exempel på händelser som kan få stor effekt på företagets betavärde. Nackdelen med ett betavärde baserat på lång historik är att förlegade faktorer, som kanske inte längre är relevanta för företaget, avspeglas i betavärdet (Berk & DeMarzo, 2007).

För de företag som har flera aktieslag har vi räknat fram ett portföljbeta. Detta har vi gjort genom att vikta respektive akties betavärde i relation till antal aktier. Detta är nödvändigt då betavärdet för ett av aktieslagen inte nödvändigtvis är representativt för företaget som helhet.

$$\beta_p = \sum_{i=1}^N X_i \beta_i$$

X_i = vikt för tillgång i
 β_i = marknadsrisk (beta) för tillgång i

Källa: Formelsamling - Finansiell ekonomi, Swedsec

Den aktuella bolagsskatten för respektive år, 2007-2012, har hämtats från KPMG's hemsida och finns sammanställd i bilaga 7.

2.4 Urvalsprocess

Vi har valt att utgå ifrån alla bolag noterade på Ndaq OMX Stockholm Large, Mid och Small Cap. Därefter har vi sållat bort de företag som inte redovisar goodwill då dessa inte har någon specifik diskonteringsränta för goodwillen och således blir svåra att ha med. IFRS kräver att företagen redovisar den diskonteringsräntan som använts vid nedskrivningsprövningen, trots detta så har ett antal företag inte redovisat någon diskonteringsränta. Dessa företag har vi kontaktat för komplettering. De företag som inte kunnat tillhandahålla oss efterfrågad information efter att vi kontaktat dem utgör vårt bortfall.

Ett antal företag har inte heller redovisat huruvida man använt sig av en diskonteringsränta före eller efter skatt. För att undvika bortfall har vi kontaktat dessa företag för att erhålla information om diskonteringsräntan. De företag vi inte har fått kompletterande information ifrån räknas som bortfall.

Ett stort antal företag har använt sig av en diskonteringsränta efter skatt trots att IFRS kräver att företagen skall redovisa en diskonteringsränta före skatt, i dessa fall har vi blivit tvungna att räkna om företagens diskonteringsränta. Detta har vi gjort utifrån följande formel:

$$\text{diskonteringsränta efter skatt} / (1-t)$$

Där:

t = den för året aktuella bolagsskatten.

För att kunna räkna fram en teoretisk diskonteringsränta med hjälp av CAPM behöver vi betavärde för företagen. Vissa företag har inte varit noterade tillräckligt länge för att vi skall kunna få fram ett betavärde och dessa företag har vi inte kunna ta med i vårt urval.

I tidigare studier har företag som fördelat goodwill på flera kassagenererande enheter uteslutits (Carlin & Finch, 2009; Carlborg & Renman Claesson, 2012). Vår förhoppning är att med hjälp av viktning kunna få fram en genomsnittlig diskonteringsränta för dessa företag. Detta anser vi vara viktigt då dessa företag redovisar i enlighet med IFRS, som kräver att företagen skall fördela goodwillen på kassagenererande enheter, och vi misstänker att det finns en risk att vår studie blir skev om vårt urval till större delen består av företag som på ett eller annat sätt inte lyckas uppfylla IFRS kriterier för nedskrivningsprövningen. Viktningen har vi gjort genom att använda samma formel som används för att räkna ut förväntad avkastning på en portfölj, se formel och exempel nedan. Vi började med att multiplicera angiven diskonteringsränta med respektive allokerad goodwill. Därefter har vi adderat summorna och dividerat totalsumman med den totala goodwillsumman. Värdet vi har fått fram blir ett viktat medelvärde och har avrundats uppåt till två decimaler.

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^N X_i r_i$$

Källa: Formelsamling - Finansiell ekonomi, Swedsec

Där:

$E(r_p)$ = det viktade medelvärdet av diskonteringsräntorna.

X_i = vikt (värde) för enhet i

r_i = diskonteringsränta för enhet i

Exempel:

Goodwill A:	Värde: 1000	Diskonteringsränta: 9.5 %	(1000 x 9,5 = 9500)
Goodwill B:	Värde: 800	Diskonteringsränta: 8.9 %	(800 x 8,9 = 7120)
Goodwill C:	Värde: 750	Diskonteringsränta: 9,2 %	(750 x 9,2 = 6900)
Summa goodwill:	2550		(9500 + 7120 + 6900 = 23520)
Viktad diskonteringsränta = 23520/2550 = 9,223529... ≈ 9,22			

Vidare kommer vi även att sålla bort företag som har brutet räkenskapsår då det är omöjligt att räkna fram en teoretisk diskonteringsränta som går att sätta i relation till diskonteringsräntor för olika redovisningsperioder.

I tabellerna nedan redovisas de urval och bortfall vi har kommit fram till för de tre olika börslistorna. Urvalet består av de företag på respektive lista som redovisar goodwill, har varit börsnoterade under den aktuella undersökningsperioden samt redovisar per helt kalenderår. De företag som ingår i urvalet återfinns som bilagor i sammanställda listor för respektive börslista. I bortfallet hamnar således de företag som efter korrespondens inte kunnat eller velat delge information om diskonteringsräntan, samt de företag som vi inte har kunnat hitta ett betavärde för (Bryman & Bell, 2011).

<i>SMALL CAP</i>	<i>Antal</i>	<i>Kvarvarande</i>
Totalt antal företag (Population)	112	112
Redovisar ingen goodwill	54	58
Brutet räkenskapsår	4	54
Bortfall	8	46
Slutligt urval		46

Tabell 1 Urval på Nasdaq OMX Small Cap

<i>MID CAP</i>	<i>Antal</i>	<i>Kvarvarande</i>
Totalt antal företag (Population)	77	77
Redovisar ingen goodwill	32	45
Ej noterade tillräckligt länge	8	37
Brutet räkenskapsår	8	29
Bortfall	10	19
Slutligt urval		19

Tabell 2 Urval på Nasdaq OMX Mid Cap

<i>LARGE CAP</i>	<i>Antal</i>	<i>Kvarvarande</i>
Totalt antal företag (Population)	64	64
Redovisar ingen goodwill	13	51
Bortfall	17	34
Slutligt urval		34

Tabell 3 Urval på Nasdaq OMX Large Cap

2.5 Kritik av vald metod

Gallery (2009) kritiserar Carlin & Finch's (2009) val av CAPM för att räkna fram de teoretiska diskonteringsräntorna då han påpekar att diskonteringsräntorna som räknas fram måste kompletteras med risker specifika för de olika kassagenererande enheterna, CAPM är således bara en utgångspunkt. CAPM kritiseras även för att vara alltför teoretisk då den bland annat bygger på antaganden som enligt många uppfattas som så pass orealistiska att modellen inte bör tillämpas, se antagandena under stycke 3.4 CAPM (Gallery, 2009).

Generellt sett så borde emellertid inte företagets riskjustering göra att företagen konsekvent ligger under CAPM exempelvis. Företaget som helhet borde rimligtvis generellt sett ha lägre diskonteringsränta än olika kassagenererande enheter då det oftast är lägre risk i företaget som helhet än i en viss enhet. Vidare så anser vi inte CAPM vara alltför teoretisk då många företag faktiskt i praktiken använder CAPM som utgångspunkt, i enlighet med IAS 36.

Tidigare studier har fått mycket kritik för det stora bortfallet. Gallery (2009) kritiserar bl.a. Carlin & Finch studie (2009) för att mindre än en fjärdedel av de bolag som 2006 redovisade goodwill ingick i deras urval. Vi har med hjälp av diverse metoder försökt att minimera bortfallet så långt som möjligt. Däremot är det många företag som inte är med i vårt urval p.g.a. att de inte redovisar någon goodwill och dessa anser vi inte påverkar studiens validitet.

Vidare kritiserades Carlin & Finch (2009) studie av Bradbury (2010) för att man inte bilagt alla sina beräkningar. Vi kommer att redovisa alla våra beräkningar för att undvika diskussion och ge läsaren möjlighet att med enkelhet följa exakt vad vi har gjort.

Gallery (2009) pekar även på att det finns flera enklare sätt att undvika nedskrivning och därigenom manipulera resultatet. Han finner det osannolikt att ett så stort antal företag skulle sätta en för låg diskonteringsränta för att undvika nedskrivning när det finns andra lättare sätt att åstadkomma detta

syfte, där kraven på transparens är lägre. Som exempel anges företagets bedömning om tillväxttakt (Gallery, 2009). Även om det möjligtvis finns lättare sätt för att undvika nedskrivning så betyder det inte att företagen per automatik enbart fokuserar på dessa.

2.6 Litteratursökning

I vår litteratursökning har vi först och främst använt oss av databaserna som finns tillgängliga via Lunds universitetsbiblioteks sökfunktion. För att hitta relevanta artiklar använde vi sökord såsom "goodwill", "nedskrivningsprövning", "diskonteringsränta", "impairment test", "discount rate" med flera, och sökte även på kombinationer av dessa ord. De artiklar vi valde att analysera vidare är tagna från välansedda vetenskapliga tidsskrifter såsom *Abacus*, *Journal of Accounting Research* och *The Accounting Review* då de artiklar som publiceras i dessa tidsskrifter har hög trovärdighet.

De uppsatser vi har läst har vi hämtat från diva-portal.org (Digitala Vetenskapliga Arkivet), som är en nationell databas över publicerade forskningspublikationer och studentuppsatser, samt från Lunds universitets databas för studentuppsatser och Google scholar. Vi använde oss av samma sökord som ovan och begränsade oss till uppsatser skrivna de senaste fem åren på grund av relevansen för vårt arbete. I en del uppsatserna fann vi referenser till gemensamma källor som vi valde att undersöka vidare och kunde därigenom hitta relevant information för vårt arbete.

3. Institutionalialia

Detta kapitel redogör för grundläggande begrepp, modeller och metoder som används genom hela uppsatsen.

IAS 36 behandlar nedskrivningsprövningen av immateriella tillgångar, däribland goodwill. Standarden förklarar vilka modeller företagen skall använda för att säkerställa att immateriella tillgångar såsom goodwill i balansräkningen inte tas upp till ett högre värde än dess återvinningsvärde (IAS 36 § 1).

Goodwill skall årligen testas för nedskrivning, men är det sannolikt att en goodwilltillgång har minskat i värde under året så skall prövningar utöver den årliga nedskrivningsprövningen genomföras (IAS 36 § 9). Nedskrivningsprövningen skall genomföras genom att tillgångens återvinningsvärde beräknas, denna beräkning kan genomföras med två metoder;

3.1 Nettoförsäljningsmetoden

Ett framtida nettoförsäljningsvärde beräknas för tillgången. Värderingen skall utföras av oberoende och kunniga experter som har ett intresse i att tillgången omsätts. Ett krav för att nettoförsäljningsmetoden skall kunna användas är att det finns en aktiv marknad där tillgången kan omsättas (IAS 36 § 20).

3.2 Nyttjandevärdesmetoden

Enligt nyttjandevärdesmetoden skall företaget beräkna de framtida ekonomiska fördelar (framtida kassaflöden) som goodwilltillgången förväntas generera. Framtida kassaflöden skall nuvärdesberäknas med hjälp av en aktuell räntesats (IAS 36 § 30).

En tillgångs återvinningsvärde utgörs av det högsta värdet från nettoförsäljningsmetoden och nyttjandevärdesmetoden. Kan företaget inte beräkna goodwillens återvinningsvärde skall goodwillen kopplas till kassagenererande enheter. En kassagenererande enhet utgörs av den lägsta nivån av tillgångar för vilken det är möjligt att identifiera separata kassaflöden. Den kassagenerande tillgången skall vara oberoende av andra tillgångar (IAS 36 § 6).

Skulle nuvärdet av framtida kassaflöden understiga tillgångens redovisade värde så är denna för högt värderad och skall då skrivas ned. Leder en prövning enligt nettoförsäljningsmetoden alternativt nyttjandevärdesmetoden till att tillgången skall skrivas ned så erfordras inte en beräkning av återvinningsvärdet enligt den andra metoden (IAS 36 § 19).

3.3 Diskonteringsräntan

Diskonteringsräntan är ett mått som avser den framtida avkastning på investerat kapital som olika intressenter förväntar sig och ska därför beakta pengars värde över tid samt avspegla de specifika risker som kan kopplas till tillgången, baserat på aktuella marknadsmässiga bedömningar (IAS 36 § 55). IAS 36 tillhandahåller vägledning gällande uträkningen av diskonteringsräntan vid värdering av goodwill. Den ränta som räknas fram ska enligt IAS 36 vara beräknad före skatt och bestäms antingen utifrån tillgängliga marknadsdata eller utifrån data uppskattade av företagen. Vidare ska diskonteringsräntan inte ta hänsyn till hur finansieringen av tillgången har skett och inte heller hur företagets kapitalstruktur ser ut, då dessa faktorer inte påverkar de förväntade framtida kassaflödena från tillgången (IAS 36 § A 19).

I första hand beräknas diskonteringsräntan "utifrån de avkastningskrav som kan härledas ur aktuella marknadsmässiga transaktioner för liknande tillgångar eller från den genomsnittliga kapitalkostnaden i noterade företag som har tillgångar med liknande risker och fördelar som den som är föremål för bedömning" (IAS 36 § 56). Då det inte går att härleda någon diskonteringsränta från tillgänglig marknadsdata kan företagen utgå från *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) framräknad genom exempelvis *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dessa två modeller förklaras vidare nedan (IAS 36 § A 17). Vid dessa beräkningar föreslås det att uppskattningarna tar sin utgångspunkt i företagets vägda kapitalkostnad (WACC), företagets marginella upplåningsränta samt andra marknadsmässiga upplåningsräntor (IAS 36 § A 17).

3.4 CAPM

Som tidigare nämnts ska diskonteringsräntan beakta den risk som kan härledas till tillgången, samt pengars värde över tid. I CAPM beaktas både specifika risker för tillgången, men även pengars värde över tid.

CAPM är en modell som utvecklades i början av 1960-talet och påvisar en relation mellan risk och avkastning. I grunden bygger modellen på att den förväntade avkastningen består av en riskfri ränta samt en riskpremie, där riskpremien är vad investeraren förväntar sig av investeringen utöver den riskfria räntan. Detta innebär att ju mer riskfylld en investering är, desto högre avkastning förväntar sig investeraren (Dempsey, 2013). Volatilitet är ett mått för risk som visar hur en tillgångs avkastning varierar över tid och anges som standardavvikelsen på tillgångens avkastning. Hög volatilitet innebär att avkastningen varierar kraftigt, vilket gör det svårt för investeraren att uppskatta investeringens framtida värde och därmed gör investeringen mer riskfylld.

CAPM som modell är omdiskuterad, detta beror till stor del på att den utgår ifrån ett antal antaganden, se faktaruta nedan, som många menar på är så pass orealistiska att modellen inte bör tillämpas i verkligheten (Gallery, 2009).

- Investerare kan köpa och sälja tillgångar till marknadspriser, utan att betala skatt eller transaktionskostnader. De kan även låna obegränsat till den riskfria räntan.
- Investerarna har effektiva portföljer, de har portföljer som ger maximal avkastning till varje given risknivå.
- Investerare har homogena förväntningar gällande volatilitet, korrelation och förväntad avkastning på tillgångar.

Källa: Berk & Demarzo, 2007

Enligt CAPM får en investerare inte betalt för den osystematiska risken, i vårt fall den företagsspecifika risken. Detta förklaras med att denna går att diversifiera bort genom att ha en perfekt diversifierad portfölj. Marknadsrisken, även kallad den systematiska risken, går emellertid inte att diversifiera bort. För att mäta och definiera den risk som inte går att diversifiera bort används beta (β). Betavärdet visar hur mycket, procentuellt sett, en tillgångs avkastningsvärde förändras när marknadsvärdet förändras med en procent, det vill säga samvariansen mellan marknadens och tillgångens avkastning (Berk & DeMarzo, 2007). Våra betavärden baseras på tillgångarnas historiska korrelation med OMX Stockholm.

Marknadsrisk

$$\beta_i = \frac{Kov_{i,M}}{\sigma_M^2}$$

$Kov_{i,M}$ = kovarians i avkastning mellan tillgång i och marknadsportföljen

σ_M^2 = varians i avkastning för marknadsportföljen

Källa: Formelsamling - Finansiell ekonomi, Swedsec

Ett betavärde på 1 innebär att tillgången följer marknaden och risknivån kan här betecknas som normal. En tillgång med ett betavärde större än 1 rör sig mer än marknaden och risken kan här betecknas som hög. En tillgång med ett betavärde lägre än 1 rör sig mindre än marknaden och här kan risken klassificeras som låg. Ett negativt betavärde innebär i teorin att tillgången rör sig i motsatt

riktning, d.v.s. om jämförelseindex går ner så stiger tillgången i värde. Tillgångar med ett negativt betavärde är således attraktiva i oroliga tider då investerare vill skydda sina portföljer.

Betavärde	Risk
$\beta < 1$	Hög
$\beta = 1$	Normal
$\beta > 1$	Låg
$-\beta$	Negativt korrelerad

Källa: Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002

Ett betavärde speglar en akties korrelation med marknaden. Betavärdet beaktar därmed både företagets finansieringsrisk och företagsrisk. Då vi studerar företagets nedskrivningsprövning av goodwill och den diskonteringsränta företagen använder sig är vi inte intresserade av företagets finansieringsrisk. IAS 36 § A 19 klargör att företagen ska bortse ifrån kapitalstruktur och finansiering. "Diskonteringsatsen är oberoende av såväl företagets kapitalstruktur som av hur företaget finansierat köpet av tillgången eftersom de framtida kassaflöden som tillgången väntas ge upphov till inte påverkas av hur företaget finansierat köpet av tillgången." (IAS 36 § A 19).

För att exkludera företagets kapitalstruktur från vår CAPM-beräkning har vi valt att använda oss av så kallade *ungeared betas*, inhämtade från Thomson Datastream. Dessa betavärden är skuldjusterade då Thomson Datastreams ungeared beta justerar bort effekten av företagets långfristiga skulder.

Formeln för CAPM ser ut som nedan:

$$E(r_i) = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Källa: <http://www.foretagsvardering.org/definition/capm>, 2014

Där:

- $E(r_i)$ = den förväntade avkastningen hos tillgången
- r_f = den riskfria räntan
- β = betavärdet
- $E(r_m)$ = den förväntade avkastningen från marknaden
- $E(r_m) - r_f$ = riskpremien

$E(r_i)$ är avkastningskravet efter skatt. Denna måste således korrigeras för att vi skall kunna jämföra denna med företagets diskonteringsräntor som anges före skatt. Det gör vi genom att dividera $E(r_i)$ med den för året aktuella bolagsskatten, se formel nedan.

$$E(r_i) / (1 - \text{skatt})$$

3.5 WACC

Som tidigare nämnts tillhandahåller IAS 36 riktlinjer för vad företaget bör beakta vid uträkningen av diskonteringsräntan när det inte är möjligt att beräkna den med tillgänglig marknadsdata (IAS 36 § A 16;17). Den första punkten, "företagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad" (WACC), är en metod som många företag utgår ifrån då den, i förhållande till de andra två punkterna, är relativt lätt att räkna ut (Ryan, 2002). Poängteras bör dock att WACC endast är en tänkbar utgångspunkt för framtagandet av diskonteringsräntan. Då diskonteringsräntan enligt IAS 36 § A 19 skall vara oberoende av företagets kapitalstruktur är det emellertid viktigt att justera bort effekterna av denna. De andra två punkterna, "företagets marginella upplåningsränta" och "andra marknadsmässiga upplåningsräntor" lämnar mer utrymme för tolkning, varför de kan tänkas ge felaktiga diskonteringsräntor (Husmann & Schmidt, 2008).

WACC används för att diskontera framtida kassaflöden med kapitalkostnaden och beräknas vanligtvis med följande formel:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

Källa: <http://www.foretagsvardering.org/definition/wacc>, 2014

Där:

- WACC = vägd kapitalkostnad
- E = eget kapital
- V= eget kapital + lånat kapital
- Re = avkastningskrav på eget kapital
- D = lånat kapital
- Rd = låneränta
- Tc = skattesats

I formeln ovan är alltså Re den förväntade avkastningen på eget kapital, eller i detta fall den förväntade avkastningen på tillgången. Resultatet man får ut genom att beräkna CAPM för tillgången är alltså detsamma som Re i formeln för WACC.

4. Teori

I detta kapitel kommer vi att redogöra för den litteratur inom ämnet som vi har studerat. Vi börjar med att redogöra för relevanta teorier om bland annat opportunistiskt beteende. Därefter görs en granskning av tidigare forskning som berör ämnet för denna uppsats.

4.1 Manipulering av redovisningen

Metoden att årligen pröva goodwill för nedskrivning togs fram för att öka informationsinnehållet rörande goodwill i de finansiella rapporterna. Denna metod har dock blivit kritiserad under lång tid på grund av företagsledningens outtalade handlingsfrihet, som ger möjligheter till manipulation i processen att pröva goodwill för nedskrivning (AbuGhazaleh et.al, 2011). Vi kommer i det här kapitlet att redogöra för tre teorier om just manipulation av redovisning, nämligen: positiv redovisningsteori, opportunistiskt beteende samt earnings management. Vi har även valt att kort redogöra för agentteorin då de tre tidigare nämnda teorierna kan kopplas samman med denna teori.

4.1.1. Positiv redovisningsteori

Litteraturen om *earnings management* har, anser vi, sitt ursprung i den positiva redovisningsteorin som Watts och Zimmerman (1978) beskrev i sin artikel "Towards a positive theory of the determination of accounting standards". I artikeln undersöker de vilka faktorer som påverkar företag att bedriva lobbying gentemot standardsättare. De belyser ett antal faktorer som, genom olika redovisningsstandards, förväntas påverka företagets kassaflöden och därmed utgör incitament för företagsledningen att förespråka en viss standard. Dessa är skatter, regler, ledande befattningshavares belöningssystem, bokföringskostnader samt politiska kostnader. I sin undersökning kom de fram till att företagsledarna för stora företag har större incitament att välja den redovisningsstandard som rapporterar lägre vinst, och därigenom ökar kassaflöden, bolagsvärdet och deras egen välfärd, gentemot att välja en standard som rapporterar högre vinster, och därmed högre redovisningskostnader för företaget (Watts & Zimmerman, 1978). Sammanfattningsvis kan man säga att den positiva redovisningsteorin bygger på samma antaganden som den så kallade "agentteorin", nämligen att företagsledningen (agenten) ser till sitt eget välbefinnande i första hand.

4.1.2. Agentteorin

Separationen av ägande och kontroll utgör grunden för agentteorin, tidigare var de flesta företag ägarledda men utvecklingen har lett till att ägaren idag oftast inte leder företaget. Istället har ett stort antal investerare/ägare möjlighet att investera i publika aktieföretag. Detta har skapat ett behov av en professionell yrkesgrupp av företagsledare, samt att ägarnas direkta kontroll över företagen har minskat. Ägarna kan betecknas principaler medan företagsledningarna ses som agenter.

Principalerna eftersträvar så hög ersättning som möjligt och har en fordran på residualen, d.v.s. den vinst som blir över efter att de andra intressenterna fått sin ersättning (Alvesson & Svenningsson, 2012).

Själva kärnan i problemet är principalens begränsade möjligheter att granska agenternas beteende och agerande (Alvesson & Svenningsson, 2012). Principalens främsta redskap för övervakning av agenternas beteende är företagets finansiella rapporter, det föreligger emellertid en risk att uppgifterna i de finansiella rapporterna har påverkats av opportunistiskt beteende från ledningens sida (Whittington, 2008). Agenterna vill framställa sig själva i så god dager som möjligt då detta generellt sett medför belöningar såsom prestationsbaserade bonusar. Detta leder till att det finns en risk att informationen som presenteras i de finansiella rapporterna är påverkade av opportunistiskt beteende, vilket i sin tur gör informationen opålitlig för företagets principaler (Whittington, 2008).

4.1.3. Opportunistiskt beteende

I sin artikel från 1989 bygger Holthausen vidare på Watts & Zimmerman's positiva redovisningsteori genom att koppla företagsledarnas val av redovisningsmetod till hur de underliggande kontrakten eller organisationsformen ser ut, det de kallar för "The efficient contracting perspective". Även här konstateras att de val av redovisningsmetod företagen gör, till stor del är baserade på företagsledarnas incitament att öka sitt eget välbefinnande genom påverkan på företagets kassaflöden (Holthausen, 1989).

I en artikel av AbuGhazaleh et. al (2011) konstateras det att företagsledare ställs inför en rad möjliga val vid nedskrivningsprövning av goodwill. De viktigaste är, enligt författarna, bestämmandet av kassagenererande enhet, allokeringen av goodwill tillhörande dessa kassagenererande enheter, samt återvinningsvärdet för enheterna (AbuGhazaleh et. al, 2011). Vidare konstateras, som nämnts i styckets inledning, att företagsledarnas uttalade handlingsfrihet i samband med redovisning enligt IFRS 3 kan leda till att företaget under- eller övervärderar nedskrivningsbehovet eller helt enkelt inte redovisar någon nedskrivning. Detta styrks även av Carlin & Finch (2009) som menar att företagen, genom att använda sig av en lägre diskonteringsränta, kan undvika eller minska nedskrivningen av goodwill. Sammantaget leder dessa val till lägre kostnader för företagen, som därmed genererar en positiv effekt på det finansiella resultatet, och i slutändan ett bättre välbefinnande för företagsledaren/-na (Carlin & Finch, 2009).

4.1.4. Earnings management

“Earnings management occurs when managers use judgment in Financial reporting and in structuring transactions to alter Financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depends on reporter accounting numbers.” (Healy & Wahlen, 1999)

Citatet ovan är hämtat ur artikeln *“A review of the earnings management literature and its implications for standard setting”* (Healy & Wahlen, 1999), och sammanfattar på ett tydligt sätt vad begreppet *“earnings management”* innebär. Vidare förklarar de att företagsledare besitter information om företagets finansiella prestation som förutsätter att relevanta redovisningsstandarder tillåter dem att göra egna bedömningar i de finansiella rapporterna. Informationen kan användas av företagsledarna för att välja, bland annat, den redovisningsmetod och de uppskattningar som bäst passar företagets ekonomiska situation och mål. Då denna information inte alltid är tillgänglig för utomstående, kan företagets redovisade finansiella position vara missledande i jämförelse med dess egentliga position, varför redovisningens rättvisande bild kan ifrågasättas. Detta är tecken på ett opportunistiskt beteende från företagsledningens sida (Healy & Wahlen, 1999).

Earnings management är som synes en teori, som liksom opportunistiskt beteende och den positiva redovisningsteorin, syftar till att visa en mer fördelaktig, om än missvisande, bild av företagets finansiella position. Den förre SEC-chefen, Arthur Levitt, myntade i sitt tal *“the Numbers game”* på New York University 1998, ett antal exempel på definitioner av olika typer av earnings management som han ansåg hotade trovärdigheten för finansiella rapporter. Bland dessa återfinns bland annat *“Big bath accounting”* som kortfattat går ut på att företag manipulerar resultatet för ett år så att det framstår som dåligt, för att året efter påvisa ett betydligt bättre resultat (Rihai-Belkaoui, 2004 genom Hirvonen, Pearson & Stenbeck, 2010). Tidigare forskning har påvisat att Big bath accounting främst förekommer vid byte av VD och i samband med att företagen gör ett dåligt resultat (Sevin & Schroeder, 2005; AbuGhazaleh et. al, 2011).

Enligt Sevin & Schroeder (2005) är earnings management ett försök från företagsledningens sida att påverka den rapporterade inkomsten på kort sikt. De menar att företagsledare förmodar att det rapporterade ekonomiska resultatet påverkar investerares och kreditgivares beslut, och att de därför tar till earnings management för att få ett bra utfall av de finansiella rapporterna (Sevin & Schroeder, 2005).

4.2 Empiriska studier

För att få fram en teoretisk grund för vår studie har vi studerat tidigare forskning som berör goodwill, nedskrivningsprövning och diskonteringsränta i form av vetenskapliga artiklar, akademisk litteratur samt akademiska uppsatser.

Carlin & Finch genomförde år 2009 en studie där diskonteringsräntorna hos stora australiensiska börsbolag analyserades. Efter att ha studerat hur stor andel av företagen som redovisar en diskonteringsränta 150 räntepunkter högre/lägre än en med hjälp av CAPM framräknad teoretisk diskonteringsränta konstaterade man att många företag utnyttjar möjligheten som nedskrivningsprövningen erbjuder till att agera opportunistiskt, diskonteringsräntan sätts utifrån företagets egna syften. Hela 70 % av bolagen i Carlin & Finch (2009) studie redovisade en diskonteringsränta som var mer än 150 räntepunkter lägre än den teoretiska diskonteringsräntan. Vidare visar Carlin & Finch (2009) på att företag där goodwillen utgör en betydande del av balansräkningen är mer benägna att sätta sin diskonteringsränta opportunistiskt än företag med en mindre andel goodwill. Carlin & Finch (2009) studie har kritiserats av bl.a. Gallery (2009) som menar på att CAPM inte är en realistisk modell samt att det är orimligt att 70 % av de australiensiska bolagen skulle manipulera sina diskonteringsräntor i syfte att undvika nedskrivningar. Flertalet studier har baserats på Carlin & Finch (2009) studie.

En kandidatuppsats från Uppsala universitet, skriven av Carlborg och Renman Claesson (2012), har gjort en liknande studie som Carlin & Finch (2009). De har studerat bolagen noterade på Ndaq OMX Stockholm för 2010 för att se om det förelåg skillnader i redovisad och teoretiskt framräknad diskonteringsränta. Författarna använde sig av samma metod som Carlin & Finch (2009), men med skillnaden att de inte drog slutsatser om huruvida ett företag använde sig av opportunistiskt beteende i framräkandet av diskonteringsräntan baserat enbart på skillnaden mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta. Istället undersökte de vidare om de avvikelser de fann kunde förklaras med hjälp av opportunistiskt beteende i form av *big bath accounting* eller *income smoothing* genom att studera huruvida avvikelserna haft någon effekt på bolagens resultat. Carlborg och Renman Claesson (2012) fann att en majoritet av bolagen detta år redovisade en diskonteringsränta som var avvikande gentemot den teoretiska och att bolagen i de flesta fallen satt räntan för högt. Av de bolag som redovisade en för hög diskonteringsränta kom författarna fram till att endast ett utav de 63 undersökta bolagen kunde förmodas använda sig av *big bath accounting*. Gällande de övriga bolagen inom samma kategori kunde man inte finna belägg för den höga diskonteringsräntan. Vidare fann författarna att tolv av de 63 undersökta bolagen kunde anses använda sig av *income smoothing* då de både redovisade för hög diskonteringsränta och ett förbättrat resultat. Inga belägg för *income*

smoothing kunde påvisas då inget av dessa bolag hade genomfört några nedskrivningar av sin goodwill.

En faktor som skiljer denna studie från andra studier vi har tagit del av är att de, liksom vi, använder sig av ett skuldjusterat betavärde i sina uträkningar för att korrigera betavärdena så att ingen hänsyn tas till företagets kapitalstruktur, i enlighet med IAS 36 A § 19.

Ett urval av de övriga uppsatser vi har tagit del av har studerat vilka faktorer som har påverkat företag under redovisningen av goodwill (Aronsson & Erlandsson, 2010), huruvida svenska företag gör andra bedömningar av diskonteringsräntan i samband med nedskrivningsprövning av goodwill jämfört med utomståendes uppskattningar (Waller & Österman, 2010) samt huruvida det förelåg någon skillnad i diskonteringsränta under finanskrisen 2008 (Beck-Friis, Mörner & Svensson, 2012).

Aronsson & Erlandsson ställde sig frågan om företagen utnyttjar flexibiliteten i redovisningen av goodwill med utgångspunkt i byte av VD, företagets storlek och ersättning till VD. De använde sig av företagen registrerade på Nasdaq OMX Large Cap och Mid Cap mellan åren 2005-2008. I sin analys fann de att de företag som har en nytillsatt VD, i större utsträckning än de företagen utan nytillsatt VD, utnyttjar nedskrivning av goodwill för att visa ett bättre resultat, så kallad *big bath accounting*. Vidare fann de belägg för att företagets storlek påverkade nedskrivningarna på så sätt att de företag författarna klassar som stora i sin studie, både gjorde större nedskrivningar och dessutom oftare. Därigenom menar de att stora företag tjänar mer på att hålla nere resultatet. Vad gäller ersättningen till VD fann författarna inga belägg för något samband i sin studie. Däremot fann de att det finns incitament för VD att agera i eget intresse (Aronsson & Erlandsson, 2010).

Waller & Österman (2010) undersökte i sin uppsats om svenska företag år 2007 bedömde diskonteringsräntan vid nedskrivningsprövning av goodwill på annat sätt än vad utomstående gjorde och om detta kunde kopplas till opportunistiskt beteende. Gällande diskonteringsräntan fann de att det i många fall användes andra diskonteringsräntor än de som togs fram av utomstående, något som även uppmärksammas i studien av Carlin & Finch (2009) på de australiensiska och nya zeeländska marknaderna. Författarna fann även att diskonteringsräntorna skiljde sig från de räntor som de själva räknade fram med hjälp av CAPM och den så kallade trefaktormodellen. Vi har valt att inte använda oss av, och därmed inte vidare förklara, trefaktormodellen då det enligt instruktionerna i IAS 36 är CAPM man ska utgå ifrån. Kopplingen mellan diskonteringsräntan och opportunistiskt beteende fann författarna belägg för i sin studie. Framför allt fann de att företag där goodwill har stor påverkan på både resultat såväl som det egna kapitalet i större utsträckning visar tendenser på att undervärdera diskonteringsräntan än de företag där goodwill inte har lika stor påverkan. Slutligen uppmärksammar Waller & Österman (2010) att subjektiviteten kring framtagandet av

diskonteringsräntan ger företagen möjligheter till att sätta räntan på en nivå som bättre passar företagets intresse än den egentliga diskonteringsräntan (Waller & Österman, 2010).

Beck-Friis, Mörner & Svensson (2012) gjorde en studie på 20 industriföretag och 20 läkemedelsföretag mellan åren 2006-2010 i syfte att urskilja om det förekom skillnader mellan olika branscher rörande nedskrivningsprövning av goodwill, samt eventuella skillnader i diskonteringsräntan för de gällande åren och då framför allt under finanskrisen 2008. I sin analys kom de fram till att det i båda branscherna förhöll sig så att de företag som hade stor andel goodwill satte en lägre diskonteringsränta jämfört med de företag som hade en mindre andel goodwill. Detta, menar författarna, tyder på ett opportunistiskt beteende från företagsledningen. Vidare fann de att det var stor skillnad i andelen företag som redovisar goodwill mellan branscherna, där företagen inom läkemedelsbranschen i större utsträckning rapporterade goodwill. Vad gäller den eventuella skillnaden i diskonteringsräntan under den studerade tidsperioden fann Beck-Friis et al (2012) att bolagen i industribranschen tenderade sänka sin diskonteringsränta under finanskrisen 2008, med lägre nedskrivningsbehov som följd. Detta kopplas av författarna samman med industriföretagens försämrade resultat under finanskrisen. Samtidigt konstateras det i studien att företagen i läkemedelsbranschen, under den undersökta tidsperioden, har höjt sin diskonteringsränta. Detta tror författarna beror på att dessa företag i mindre omfattning drabbades av finanskrisen.

5. Analys och diskussion

I detta kapitel redogör vi för resultatet från vår granskning av årsredovisningarna samt en sammanfattande utvärdering av svaren vi erhöll i enkätundersökningen. Vidare analyserar och diskuterar vi resultaten.

I vår studie av årsredovisningar har vi funnit de diskonteringsräntor som företagen i urvalet har använt sig av vid nedskrivningsprövningen av goodwill. De som har redovisat räntan efter skatt har vi därefter räknat om, se stycke 2.3 Operationalisering för mer information. Därefter har vi räknat ut genomsnittligt börsvärde per företag för varje år samt hämtat företagets betavärde och räknat ut ett genomsnitt per år. Då vi inte vet vid vilken tidpunkt under året företagen har genomfört sin nedskrivningsprövning av goodwill har vi valt att räkna fram årliga genomsnitt för både börsvärden och betavärden för att korrigera för detta. Vidare har vi jämfört de redovisade diskonteringsräntorna med de teoretiska räntor vi själva har räknat fram enligt CAPM. All data vi har använt för beräkningarna finns bifogade i slutet av denna uppsats som bilagor, och formlerna för uträkningarna återfinns i stycke 2.3 Operationalisering.

4.1 Small Cap

Data från analysen av företagen på Small Cap återfinns i bilagorna 3 och 4. Resultatet från granskningen av årsredovisningar visar hur många företag som har redovisat en diskonteringsränta inom respektive kategori per år, enligt tabell 4 nedan. Som synes har andelen företag som redovisat en diskonteringsränta lägre än -150 räntepunkter under den teoretiska diskonteringsräntan minskat från 21 st. år 2007 till 7 st. 2012. Samtidigt har andelen företag som har redovisat en diskonteringsränta högre än + 150 räntepunkter över den teoretiska diskonteringsräntan ökat från 19 företag till 32. Antalet företag som har hamnat i kategorin *inom* är i det närmaste oförändrat över åren, med en kraftig uppgång under år 2008 som avvikelse. Av denna sammanställda data kan vi då utläsa att det är relativt få bolag på Small Cap som redovisar en diskonteringsränta som ligger inom spannet för vad som inte kan misstänkas användas opportunistiskt. Huruvida de företag som har redovisat en diskonteringsränta under det intervallet har använt sig av diskonteringsräntorna opportunistiskt kräver djupare analys av bland annat huruvida dessa företag har skrivit ned goodwill och ifall diskonteringsräntan haft någon effekt på resultatet. Detta är något som ligger utanför avgränsningen för denna studie, men som vore intressant att undersöka vidare i framtida forskning.

Resultatet visar även tydligt att bolagen på Small Cap har påverkats av finanskrisen 2008 då så pass många företag, jämfört med år 2007, hamnar i kategorin *inom*. Skillnaden beror på att de flesta företagen har sänkt sin diskonteringsränta mer än den teoretiska. Därigenom hamnar fler företag i kategorin *inom* istället för *över*.

Antal/år	2007	2008	2009	2010	2011	2012
över	19	12	20	29	31	32
inom	6	15	11	8	9	7
under	21	19	15	9	6	7
Totalt	46	46	46	46	46	46

Tabell 4 Small Cap

4.2 Mid Cap

För bolagen på Mid Cap återfinns all data i bilagorna 1 och 2 i slutet av denna uppsats. Enligt tabell 5 nedan har även andelen företag på Mid Cap som redovisar en diskonteringsränta högre än +150 räntepunkter över den teoretiska diskonteringsräntan ökat markant under den undersökta tidsperioden. Samtidigt har andelen företag i kategorin *inom* minskat marginellt och företagen i kategorin *under* minskat med två tredjedelar. År 2010 får ses som ett avvikande år då andelen företag i kategorin *över* var som högst, samtidigt som andelen företag i kategorierna *inom* och *under* var de lägsta för den undersökta tidsperioden. I jämförelse med resultatet från Small Cap verkar finanskrisen 2008 inte ha haft lika stor påverkan på hur bolagen på Mid Cap har satt sina diskonteringsräntor.

Antal/år	2007	2008	2009	2010	2011	2012
över	5	9	10	14	13	11
inom	8	6	5	3	4	6
under	6	4	4	2	2	2
Totalt	19	19	19	19	19	19

Tabell 5 Mid Cap

4.3 Large Cap

Bilagorna 5 och 6 innehåller all data som ligger till grund för analysen av företagen på Large cap. Dessa företag verkar inte ha påverkats nämnvärt av finanskrisen 2008 sett till hur de har satt diskonteringsräntan. I vår analys fann vi att antalet bolag på Large Cap som redovisar diskonteringsräntan över vår teoretiska ränta, har ökat. Till skillnad från bolagen på Mid Cap har emellertid antalet företag som redovisat en ränta inom intervallet minskat markant samtidigt som antalet företag i kategorin *under* i det närmaste är oförändrat. Ett faktum som inte går att bortse ifrån är att bolagen på Large Cap har väldigt låga betavärden, i jämförelse med bolagen på de andra listorna, vilket får till följd att också de teoretiska diskonteringsräntorna blir lägre.

Antal/år	2007	2008	2009	2010	2011	2012
över	18	17	20	18	23	25
inom	12	12	10	13	6	4
under	4	5	4	3	5	5
Totalt	34	34	34	34	34	34

Tabell 6 Large Cap

Resultaten i vår undersökning skiljer sig från Carlin & Finch (2009) då deras resultat påvisar en större andel företag som redovisar under intervallet. Vad gäller andelen som redovisar över intervallet är resultaten snarlika. Att våra resultat skiljer sig från de som Carlin & Finch (2009) kom fram till kan ha många möjliga förklaringar. Bland annat visar en undersökning av Leuz, Nanda & Wysocki (2003) en rad olika faktorer som kan komma att påverka företag i framtagandet av sina årsredovisningar, och därmed diskonteringsräntan. Några av dessa faktorer är: landets rättssystem, graden av investerarskydd, ägarstruktur, storleken på aktiemarknaden och huruvida den dominerande finansieringskällan utgörs av bankväsendet eller aktiemarknaden. Detta hör ihop med olika länders rättstradition och ursprung. Enligt Nobes & Parker's (2010) uppdelning anses Sverige tillhöra de länder som redovisar enligt den kontinentala traditionen medan Australien tillhör de anglosaxiska länderna. En utmärkande skillnad mellan kontinental och anglosaxisk redovisningstradition är att den kontinentala redovisningen traditionellt har värderat försiktighet högt och premierat undervärdering av tillgångar. Den anglosaxiska traditionen å andra sidan har traditionellt lagt större vikt vid att redovisa till verkligt värde (Nobes & Parker, 2010). Till följd av de här traditionerna anar vi att företagen på den svenska börsen generellt sett fortfarande är mer försiktiga i sin värdering än bolag som tillhör den anglosaxiska traditionen, som exempelvis australiensiska bolag.

Förutom detta har tidigare forskning (Carlin & Finch, 2009; Healy & Wahlen, 1999; Sevin & Schroeder, 2005) konstaterat att nedskrivning av goodwill kan undvikas genom att sätta en för låg diskonteringsränta, samtidigt som det sänker kostnaderna för företaget och ett bättre resultat påvisas.

Slutligen kan skillnaderna generellt sett bero på vilken metod företagen för att beräkna diskonteringsräntan då punkterna "företagets marginella upplåningsränta" och "andra marknadsmässiga upplåningsräntor" lämnar mer utrymme för tolkning, eller subjektiva bedömningar, som kan generera felaktiga diskonteringsräntor (Husmann & Schmidt, 2008).

5.4 Enkäten

De frågor som ställdes i enkäten återfinns i bilaga 8 tillsammans med svarsstatistiken. Enkäten skickades ut till totalt 127 företag från de olika börslistorna, de bolag som efter granskning av årsredovisningarna utgjorde urvalet som redovisade goodwill. Av de tillfrågade företagen var det endast 26 stycken, eller 20,5 %, som valde att delta i undersökningen. Dessa var fördelade med 12 st. från Large Cap, 7 st. från Mid Cap, 6 st. från Small Cap och ett företag som av anonymitetsskäl inte går att placera på rätt börslista. På grund av det relativt låga deltagandet kan vi inte dra några

generella slutsatser av resultaten, däremot har vi kunnat identifiera trender i vissa av svaren som troligtvis går att generalisera för alla bolagen på Stockholmsbörsen.

Enkäten bestod av tio frågor av varierande karaktär, där en del av frågorna kunde besvaras med Ja eller Nej och andra frågor hade fler möjliga svarsalternativ. Vissa frågor har dock besvarats med en övervägande majoritet på ett enskilt svar, varför vi tror att resultatet i de specifika frågorna skulle kunna representera hela börsen. Exempelvis anser ca 70 % av respondenterna det vara svårt att definiera en kassagenererande enhet och ca 85 % anser att anvisningarna för hur diskonteringsräntan ska bestämmas och sedan redovisas är tillräckligt detaljerade.

Nedan följer en redogörelse för frågorna med korta motiveringar till varför vi har valt frågorna, samt en diskussion kring svaren. Utförligare statistik för svaren återfinns i bilaga 8.

1. Vem/vilka bestämmer diskonteringsräntan på ert företag?

- 1.1 Endast chefen (CFO, ekonomichef etc.)
- 1.2 Endast externa konsulter
- 1.3 Chef tillsammans med extern konsult

Vi tror att framför allt cheferna har incitament till att agera opportunistiskt. Därför anser vi det vara intressant att undersöka vilka det är som sätter diskonteringsräntan. Svaren fördelades med ca 46 % på "*endast chefen*" och ca 31 % på "*chef tillsammans extern konsult*". Av detta framgår tydligt att chefen i hög grad är inblandad i bestämmandet av diskonteringsräntan, varför det kan föreligga incitament att sätta diskonteringsräntan opportunistiskt.

2. Vilken av följande termer beskriver bäst de externa konsulterna?

- 2.1 Revisionsbyråer
- 2.2 Finansanalytiker
- 2.3 Använder inte extern konsult
- 2.4 Vet ej/ Vill ej svara

Denna fråga baseras på svaren i föregående fråga och är endast ställd för att utreda vilka alternativ som används. I de flesta fall var det revisionsbyråer som representerade de externa konsulterna. Då vi tidigare inte har diskuterat revisionsbyråernas incitament till att sätta diskonteringsräntorna opportunistiskt åt företagen väljer vi att inte diskutera resultatet vidare.

3. Har subjektiva inslag betydelse i processen att ta fram diskonteringsräntan?

3.1 Ja

3.2 Nej

I vår efterforskning fann vi att subjektiva inslag anses påverka framtagandet av diskonteringsränta och därför är det intressant att ta reda på vad företagen själva anser om detta. Denna fråga var en av de med jämnast fördelning av svaren. Som synes var detta en fråga med endast två alternativa svar, Ja eller Nej, och den procentuella fördelningen av svaren resulterade i ca 54 % Ja och 46 % Nej. Av detta drar vi slutsatsen att det förekommer subjektiva inslag. Man bör dock ha i åtanke att vi inte har specificerat eller exemplifierat vad subjektiva inslag innebär, varför frågan kan ha tolkats på olika sätt av olika respondenter. Företagets förutsättningar och respondentens position är även det faktorer som påverkar vad som kan anses vara subjektiva inslag.

4. Upplever ni någon press från utomstående eller inifrån företaget vid framtagandet av diskonteringsräntan?

4.1 Ja, från utomstående

4.2 Ja, inifrån

4.3 Ja, både från utomstående och inifrån företaget

4.4 Nej

Med denna fråga vill vi ta reda på om företagen känner någon press, då pressen kan frambringa ett opportunistiskt beteende i framtagandet av diskonteringsräntan. En övervägande majoritet, nära 81 % (21 st.), svarade att de inte kände någon press. Endast ett företag ansåg att de upplevde press endast från utomstående och fyra företag upplevde press både inifrån företaget samt från utomstående. Även i denna fråga kan upplevelsen av vad som innebär press för respondenten komma att påverka svaren. Trots detta faktum är det, som nämnt ovan, påtagligt att det inte upplevs någon press vid framtagandet av diskonteringsränta och därmed inte finns motiv ur det hänseendet till att sätta diskonteringsräntan opportunistiskt.

5. Är det tillräckligt detaljerade anvisningar (IAS 36 § 55; A17; A18 etc.) kring hur diskonteringsräntan ska/bör bestämmas?

5.1 Ja

5.2 Nej

6. Är det tillräckligt tydliga anvisningar (IAS 36 § 55; A17; A18 etc.) kring hur diskonteringsräntan ska/bör redovisas?

6.1 Ja

6.2 Nej

Bristande anvisningar tror vi kan ge utrymme för opportunistiskt beteende. Svaren som erhöles var nästintill identiska för de båda frågorna där ca 85 % av respondenterna ansåg att anvisningarna är tillräckligt detaljerade för både framtagandet och redovisningen av diskonteringsräntan. Detta indikerar att ett eventuellt opportunistiskt beteende inte kan förklaras av otydligheter kring anvisningarna i IAS 36.

7. Upplever ni det komplicerat att ta fram diskonteringsräntan i enlighet med IAS 36?

7.1 Ja

7.2 Nej

8. Om ja på föregående fråga, varför?

8.1 Svårt att definiera kassagenererande enhet (KGE)

8.2 Svårt att allokera goodwill till respektive KGE

8.3 Andra anledningar

Om det anses komplicerat att ta fram diskonteringsräntan kan det leda till en felmarginal som påverkar resultatet i vår undersökning. I sådana fall anser vi det vara intressant att ta reda på varför företagen tycker att det är komplicerat att ta fram diskonteringsräntan.

Fråga sju hör i viss mån ihop med frågorna fem och sex på så sätt att anvisningarna i IAS 36 torde leda till att komplexiteten i att ta fram diskonteringsräntan minskas. Resultatet blev att 20 av de 26 svarande företagen *inte* ansåg det vara komplicerat. Den efterföljande frågan, fråga åtta, var egentligen tänkt som en följdfråga, där de som svarat att de ansåg att det är komplicerat att ta fram diskonteringsräntan i enlighet med IAS 36 skulle försöka besvara *vad* det är som gör det komplicerat. Svartsresultatet från fråga åtta visar att även de företag som svarade Nej på fråga sju har svarat på vad de anser vara svårt vid framtagandet av diskonteringsränta. Närmre 70 % (18 st.) av företagen ansåg det vara svårt att definiera kassagenererande enhet och ett företag svarade att det var svårt att allokera goodwill till respektive kassagenererande enhet. Detta är ett mycket intressant resultat då majoriteten av företagen har uppgett att det är tillräckligt detaljerade anvisningar och att de inte anser det vara komplicerat att ta fram diskonteringsräntan. Då det anses svårt att definiera kassagenererande enheter borde det rimligtvis anses vara otillräckliga anvisningar i IAS 36. Svaren indikerar dock att så inte är fallet.

9. Påverkas ni i Er redovisning av diskonteringsräntan kopplad till nedskrivningsprövning av goodwill av en upplevd efterfrågan från revisorer, analytiker eller andra intressenter?

9.1 Ja

9.2 Nej

Vi tror att en stor efterfrågan försvårar manipulation av diskonteringsräntan då den granskas hårdare, vilket minskar möjligheterna till opportunistiskt beteende. Tio av företagen svarade Ja (38,5 %) och således svarade 16 företag (61,5%) Nej. I vår granskning av årsredovisningar fann vi att redovisningen av nedskrivningsprövning av goodwill har ökat i omfattning och blivit mer detaljerad under den undersökta tidsperioden, något som skulle kunna tyda på att efterfrågan av information har ökat. Som synes visar svaren att efterfrågan inte har haft påverkan på redovisningen av diskonteringsränta för en majoritet av företagen. Därför kan vi inte dra någon generell slutsats om huruvida ökad efterfrågan har någon effekt på möjligheterna till att agera opportunistiskt.

10. Har pressen från olika intressenter varit en bidragande orsak till att redovisningen av nedskrivningsprövningen blivit mer detaljerad och att omfattningen av informationsgivningen kring densamma har ökat de senaste åren?

10.1 Ja

10.2 Nej, vi har inte känt av någon press

10.3 Nej, det har inte varit någon bidragande orsak

10.4 Vet ej/vill inte svara

Vi tror att den ökade informationsgivningen i årsredovisningarna försvårar för företagen att använda sig av opportunistiskt beteende då möjligheterna för subjektiva bedömningar minskar. Sju företag svarade att de inte har känt av någon press och sju företag svarade att den inte hade varit en bidragande orsak till att omfattningen och detaljrikedomen har ökat. Eftersom lite mer än hälften av företagen har svarat nej på frågan kan vi inte heller här dra några generaliserbara slutsatser om huruvida den ökade informationsgivningen har minskat möjligheterna för opportunistiskt beteende.

6. Slutsats

Detta kapitel redogör för vår slutsats och våra egna reflektioner, samt förslag till vidare forskning.

Syftet med vårt examensarbete var att analysera huruvida svenska börsbolag agerar opportunistiskt vid framtagandet av diskonteringsräntan som används vid nedskrivningsprövning av goodwill. Som huvudsaklig utgångspunkt, ur jämförelsehänseende, har vi använt oss av Carlin & Finch studie 2009. Det slutgiltiga resultatet av vår genomförda analys skiljer sig från deras resultat vad gäller andelen företag som redovisar en diskonteringsränta lägre än det fastställda intervallet. I beaktning bör dock tas att Carlin & Finch (2009) endast studerade de största australienska och nya zeeländska bolagen och endast år 2009. Vi har istället studerat ett större spann av företag, fördelat på fler börslistor, och under en längre tidsperiod. Skillnaderna till trots så visar även vår analys att en övervägande majoritet av företagen redovisar en diskonteringsränta utanför intervallet för vad som kan räknas som estimeringsfel. Detta styrks också av resultatet från undersökningen som Carlborg och Renman Claesson (2012) genomförde, där författarna (2012) fann att en majoritet av bolagen satte sina diskonteringsräntor utanför intervallet och att de allra flesta satte förhållandevis för höga diskonteringsräntor. Samma resultat erhöles även av Waller & Österman (2010) som studerade bolagen på den svenska börsen år 2007 och jämförde de redovisade diskonteringsräntorna med teoretiskt framtagna.

Företagen på börsen är förhållandevis stora och en stor del av företagen i vår undersökning har betydande verksamheter utomlands där förutsättningarna kan vara annorlunda än Sverige i avseende på landsrisk, valutarisk och prisrisk. IAS 36 anger att landsrisk, valutarisk och prisrisk skall beaktas vid framtagandet av diskonteringsräntan. Den diskonteringsränta vi har räknat fram enligt CAPM avser det svenska marknaden, vilket kan medföra att den diskonteringsränta vi har tagit fram kan vara missvisande för företag som har betydande delar av sin verksamhet i andra länder.

Företagen kan utgå ifrån CAPM när de tar fram diskonteringsräntan till nedskrivningsprövningen samtidigt som företagen själva har bäst information om risker förknippade med vissa kassagenererande enheter. Detta medför att företagen kan addera vissa riskkomponenter som inte vi kan bedöma. Att så pass stor andel företag redovisar en diskonteringsränta som skiljer sig från en teoretisk behöver därför inte nödvändigtvis tyda på att företagen faktiskt har agerat opportunistiskt. Istället kan det ifrågasättas om CAPM ger rätt diskonteringsränta att jämföra med. Detta visas också i en jämförelse mellan vår studie och tidigare studier på den svenska marknaden, då ingen studie har kommit fram till samma teoretiska diskonteringsränta som någon annan. Komplexiteten i att välja "rätt" värden att räkna med och rätt tidpunkt för nedskrivningsprövningen kan vara avgörande faktorer för detta, bortsett från tidigare nämnda riskjusteringar. De värden och tidpunkter som

företagen har använt sig av finns inte redovisade i företagens årsredovisningar, varför beräkningar enligt CAPM och andra modeller kan ge missvisande resultat, eller till och med antas göras på subjektiva bedömningar.

Resultatet från vår analys av årsredovisningar påvisar att en stor andel av företagen redovisar diskonteringsräntor som hamnar utanför ramen för vad som kan ses som estimeringsfel. Teoretiskt skulle detta kunna tyda på att företagen har agerat opportunistiskt. Huruvida dessa företag verkligen har agerat opportunistiskt kräver djupare analys av bland annat företagens resultat, kapitalstruktur och eventuella nedskrivningar av goodwill. Som vi ser det finns det inga incitament till att år efter år sätta en för hög diskonteringsränta. Däremot tror vi att företagen kan lockas till att sätta en för hög diskonteringsränta vid specifika situationer, såsom VD-byte, för att vid nästa år kunna påvisa en stark utveckling.

Vår undersökning visar på att företagen inte tenderar att agera opportunistiskt när de tar fram sin diskonteringsränta till nedskrivningsprövningen, men det kan emellertid fortfarande vara så att företagen agerar opportunistiskt när de genomför sina nedskrivningsprövningar. Gallery (2009) menar i sin kritik av Carlin & Finch (2009) studie att det finns andra metoder som är lättare att använda sig av om man vill undvika att skriva ner goodwill. Trots att vår studie påvisar att företagen tenderar att sätta högre diskonteringsräntor så är det i praktiken väldigt få företag som skriver ner goodwill. För åren 2008, 2009 och 2010 låg nedskrivningsgraden på 1 % årligen bland de svenska börsbolagen (Gauffin & Wallén, 2011). Detta kan tyda på att man agerar opportunistiskt i nedskrivningsprövningens andra beståndsdelar såsom exempelvis vid framtagandet av tillväxtprognoser.

Efter att ha analyserat företagens årsredovisningar fann vi att graden av informationsdelgivning och detaljrikedomen kring redovisningen av diskonteringsräntan har ökat under åren 2007-2012. Vad detta beror på försökte vi ta reda på i vår enkätundersökning, men kunde dessvärre inte uttyda någon klar anledning. Vissa företag upplevde att en ökad press och efterfrågan varit bidragande orsaker, medan andra företag inte hade några särskilda skäl till ökningen.

Vad gäller frågan om finanskrisen 2008 har haft någon effekt på hur företagen sätter diskonteringsräntan fann vi inga tecken på att krisen haft någon större effekt. Endast på Small Cap kunde en nämnvärd skillnad uttydas då fler företag i samband med finanskrisen sänkte sina diskonteringsräntor mer än vi sänkte vår teoretiska.

6.1 Förslag till vidare forskning

Vid vår korrespondens med Tyrone Carlin föreslog han en artikel, skriven av Kaiying Ji (2013), där författaren studerar tidpunkten för nedskrivningsprövning av goodwill och speciellt om det förekommer att företag skjuter upp eller undviker nedskrivning av goodwill. Enligt artikeln finns det utrymme i de nya redovisningsreglerna, IFRS 3, för företagen att välja tidpunkt för nedskrivningsprövningen av goodwill (Ji, 2013). Detta kan följaktligen ses som ett subjektivt inslag som faller inom ramen för opportunistiskt beteende. Då vår studie har studerat förekomsten av opportunistiskt beteende på Stockholmsbörsen för åren 2007-2012, föreslår vi att en studie likt Ji (2013) utförs på Stockholmsbörsen för att påvisa om det förekommer att företagen skjuter upp eller undviker nedskrivningsprövning av goodwill genom att genomföra nedskrivningsprövningen vid av företagen valda tidpunkter.

En annan intressant forskningsfråga är att analysera hur många företag som faktiskt skriver ner sin goodwill utav de som redovisar en förhållandevis låg diskonteringsränta.

En tredje fråga att studera djupare är hur företagsledningens belöningsystem ser ut och koppla det till nedskrivningar av goodwill, då teorierna om opportunistiskt beteende och earnings management nämner företagsledningens belöningar som incitament till att manipulera diskonteringsräntan.

Referenslista

Böcker:

Alvesson, M. & Svenningsson, S., (2012) "Organisationer, Ledning och Processer", Lund: Studentlitteratur, andra upplagan.

Backman, J. (2008), "Rapporter och uppsatser", Lund: Studentlitteratur

Berk, J. & Demarzo, P. (2007), "Corporate Finance", Boston: Pearson Education.

Bryman, A & Bell, E. (2011) "Företagsekonomiska forskningsmetoder", Liber.

Carlsson, J. & Sandell, N. (2010), "Koncernredovisning", Liber, Upplaga 1:1

Nobes, C. & Parker, R. (2010), "Comparative International Accounting", Pearson Education Ltd, elfte upplagan

Nilsson, H., Isaksson, A., & Martikainen, T. (2002), "Företagsvärdering: med fundamental analys" Lund: Studentlitteratur, 2002

"Internationell Redovisningsstandard i Sverige - IFRS/IAS 2009". Stockholm: FAR SRS Förlag AB, 2009.

Artiklar:

AbuGhazaleh, N., Al-Hares, O. & Parker, C. (2011), "Accounting Discretion in Goodwill Impairments: UK Evidence", *Journal of International Financial Management and Accounting*, September 2011, 22(3):165-204, tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se

(<http://eds.a.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/eds/detail?vid=9&sid=22e55859-13d1-4f51-a6c0-f93c1908f4f2%40sessionmgr4002&hid=4213&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d#db=edselc&AN=edselc.2-52.0-80052778148>), hämtad: 2014-02-13

Beatty, A & Weber, J (2006), "Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments ", *Journal of Accounting Research*, No. 2 Vol 44, tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se: (<http://eds.a.ebscohost.com/eds/results?sid=d0c30bd6-fae0-4a59-8a7d-2168d507dfae%40sessionmgr4001&vid=2&hid=4108&bquery=Accounting+AND+Discretion+AND+%22in%22+AND+Fair+AND+Value+AND+Estimates%3a+AND+%22An%22+AND+Examination+AND+%22>

[of%22+AND+SFAS+AND+142+AND+Goodwill+AND+Impairments&bdata=JmNsaTA9RIQxJmNsdjA9WSZ0eXBIPtAmc2l0ZT1lZHMtbGI2ZSZyY29wZT1zaXRl](http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1835-2561.2014.00094.x/full)), hämtad 2014-03-01

Bradbury, M. (2010), "Commentary: Discount Rates in Disarray – Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing", *Australian Accounting Review*, Volume 20 Issue 3 pages 313-316, tillgänglig online via: Google Scholar

(<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1835-2561.2010.00094.x/full>), hämtad: 2014-02-26

Carlin, T. & Finch, N. (2009), "Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing", *Australian Accounting Review*, No. 51 Vol. 19 Issue 4 2009, tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se

(<http://eds.a.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/eds/detail?vid=18&sid=397a7ab3-7f8e-47c2-a097-8786fed1dd8f%40sessionmgr4004&hid=4213&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d#db=edselc&AN=edselc.2-52.0-73449096428>), hämtad: 2014-02-12

Chalmers, K. G., Godfrey, J. M., & Webster, J. C. (2011), "Does a goodwill impairment regime better reflect the underlying economic attributes of goodwill?", *Accounting And Finance*, 51(3), 634-660 tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se

(<http://ludwig.lub.lu.se/login?url=http://search.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/login.aspx?direct=true&db=edselc&AN=edselc.2-52.0-79960936615&site=eds-live&scope=site>), hämtad: 2014-01-27

Dempsey, M. (2013), "The Capital Asset Pricing Model (**CAPM**): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance?", *Abacus*, Jan2013 Supplement, Vol. 49, p7-23, hämtad: 2014-03-02

Drefeldt, C. (2009), "Den eviga frågan: Vad är egentligen goodwill?", *Balans* nr 12 2009, tillgänglig online: faronline.se via ludwig.lub.lu.se

(http://www.faronline.se.ludwig.lub.lu.se/Dokument/Balans/2009/BALANS_Nr_12_2009/BALANS_2009_N12_A0025/?path=/3/25468/25485/25932/26615/), hämtad: 2014-02-26

Gallery, G. (2009), "Commentary: Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing", *Australian Accounting Review*, vol. 19, no. 4, (<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1835-2561.2009.00072.x/pdf>), hämtad: 2014-03-05

Gauffin B., & Wallén, P., (2011), "630 Miljarder som tagna ur luften". *Dagens Industri*, tillgänglig online via: (http://www.meritmind.se/sites/default/files/mm-pressdokument/2011-12-03_di_debatt_om_goodwill.pdf), hämtad: 2013-03-02

Gore, R. & Zimmerman, D. (2010), "Is goodwill an asset?", *CPA Journal*, (2010), Vol. 80 Issue 6, p46-48, tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se (<http://eds.a.ebscohost.com/ludwig.lub.lu.se/eds/detail?vid=6&sid=22e55859-13d1-4f51-a6c0-f93c1908f4f2%40sessionmgr4002&hid=4213&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d>), hämtad: 2014-02-13

Hamberg, M. & Beisland, L-A. (2009), "Changed Methods to Account for Goodwill – Did it really make a difference?", Konferenspaper, Mölle 2009, The 11th annual SNEE European integration conference, tillgänglig online: (<http://www.snee.org/publikationer.asp>), hämtad: 2014-02-27

Hayn, C. & Hughes, P. (2006), "Leading indicators of goodwill impairment", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Summer2006, Vol. 21 Issue 3, p223-265, tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se (<http://eds.a.ebscohost.com/eds/detail?vid=10&sid=207fc205-dd25-489d-8ac9-e07c66760c16%40sessionmgr4004&hid=4213&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d#db=bth&AN=21386606>), hämtad: 2014-03-02

Healy, P. & Wahlen, J., (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting." *Accounting Horizons*, Dec 99, Vol. 13 Issue 4, p365-383, hämtad: 2014-03-03

Husmann, S. & Schmidt, M., (2008), "The Discount Rate: A Note on IAS 36", *Accounting in Europe*, Vol. 5, No. 1, 49 –62, 2008, hämtad: 2014-03-03

Ji, K. (2013), "Better late than never, the timing of goodwill impairment testing in Australia", *Australian Accounting Review*, Dec 2013, Vol. 23 Issue 4, p369-379, tillgänglig online via: lubsearch.lub.lu.se (<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=93278256&site=eds-live&scope=site>), hämtad: 2014-03-25

Laux, C., & Leuz, C. (2009), "The crisis of fair-value accounting: making sense of the recent Debate.", tillgänglig online: (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1392645), hämtad: 2014-03-02

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003), "Earnings management and investor protection: an international comparison" *Journal Of Financial Economics*, 69 505-527, tillgänglig online via: [lubsearch.lub.lu.se](http://ludwig.lub.lu.se) (<http://ludwig.lub.lu.se/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edselp&AN=S0304405X03001211&site=eds-live&scope=site>), hämtad: 2014-03-02

Nabizadeh, B. (2009, 31 mars) Se upp för goodwillsmällar. *Svenska Dagbladet* tillgänglig online via: (http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/se-upp-for-goodwillsmallar_7032847.svd#E24), hämtad: 2014-03-02

Sevin, S. & Schroeder, R. (2005), " Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting", *Managerial Auditing Journal*, 2005, 20(1):47-54 tillgänglig online via: [lubsearch.lub.lu.se](http://ludwig.lub.lu.se) (<http://eds.a.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/eds/detail?vid=12&sid=22e55859-13d1-4f51-a6c0-f93c1908f4f2%40sessionmgr4002&hid=4213&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d#db=edselc&AN=edselc.2-52.0-19944394230>), hämtad: 2014-02-11

Watts, L & Zimmerman, J, (1978) "Towards a Positive Theory of Determination of Accounting Standard. *The Accounting Review*, Vol L111 no.1. January 1978, tillgänglig online via: Google Scholar (<http://www.jstor.org/stable/245729>), hämtad 2014-02-11

Whittington, G. (2008) "Fair value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project, An alternative view Alternative view" *Abacus*, vol. 44, no. 2, tillgänglig online via: Google Scholar (<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6281.2008.00255.x/pdf>), hämtad: 2014-03-26

Rapporter:

Övervakning av regelbunden finansiell information 2013 – NASDAQ OMX Stockholm AB, tillgänglig online via: (http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/83/83403_vervakningavregelbundenfinansiellinformation2012.pdf), hämtad: 2014-02-20

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden 2007 - PWC (Mail från Peter Lundblad på PWC 2014-03-11)

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden 2008 - PWC (Mail från Peter Lundblad på PWC 2014-03-11)

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden 2009 – PWC
(https://www.pwc.se/en_SE/se/assets/riskpremiestudie_2009.pdf), hämtad 2014-03-05

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden 2010 – PWC
(http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2010.pdf), hämtad 2014-03-05

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden 2011 – PWC
(http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2011.pdf), hämtad 2014-03-05

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden 2012 - PWC Hämtad 2014-03-05
(https://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/riskpremiestudien-2012.pdf), hämtad 2014-03-05

Uppsatser:

Aronsson, J., & Erlandsson, J., (2010), "Påverkar incitament värderingen av goodwill?", (Magisteruppsats), Högskolan i Borås, Institutionen för Data- och affärsvetenskap.
Tillgänglig online via: <http://hdl.handle.net/2320/6961>, hämtad: 2014-02-05

Beck-Friis, C., Mörner, J. & Svensson, K. (2012), "Goodwill – En studie av bolagsvärdering, diskonteringsräntor och nedskrivningsprövning mellan åren 2006 - 2010", (Kandidatuppsats), Lunds universitet, Företagsekonomiska institutionen. Tillgänglig online via: [http://scholar.google.se/\(lup.lub.lu.se/record/2966255/file/2966256.pdf\)](http://scholar.google.se/(lup.lub.lu.se/record/2966255/file/2966256.pdf)), hämtad: 2014-02-14

Carlberg, C. & Renman Claesson, L. (2012), "Opportunism vid nedskrivningsprövning av goodwill?", (Kandidatuppsats), Uppsala universitet, Företagsekonomiska institutionen. Tillgänglig online via: www.diva-portal.org (<http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:uu:diva-167711>) hämtad: 2014-04-17

Hirvonen, D., Pearson, J. & Stenbeck, E. (2010), " Big Bath Accounting – Strategins förekomst på NASDAQ OMX Stockholmsbörsen och faktorer som påverkar den", (Magisteruppsats), Lunds universitet, Företagsekonomiska institutionen. Tillgänglig online via:

(<http://www.lu.se/lup/publication/1620558>), hämtad: 2014-03-05

Waller, A. & Österman, F., (2010), "Diskonteringsräntan vid nedskrivningsprövning av goodwill - En studie av skillnader mellan företagens redovisade diskonteringsräntor och utomståendes uppskattningar av densamma", (Magisteruppsats), Uppsala universitet, Företagsekonomiska institutionen. Tillgänglig online via: diva-portal.org (<http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:uu:diva-127054>), hämtad: 2014-02-05

Övriga källor:

Formelsamling – finansiell ekonomi,

tillgänglig online via: www.swedsec.se/index.php/download_file/view/40/173/, hämtad: 2014-04-03

RR 1:00, Redovisningsrådets rekommendationer, tillgänglig online via:

(<http://www.bfn.se/redovisning/RADET/RR/RR1-00.pdf>), hämtad: 2014-04-03

Bilaga 1 - Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta

Nasdaq OMX Mid Cap 2007- 2009

Företag	2007				2008				2009			
	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori
Beijer Alma	9,14	13,81	-4,67	under	9,29	13,57	-4,28	under	7,55	11,49	-3,94	under
Betsson	16,00	16,09	-0,09	inom	16,00	14,48	1,52	över	16,00	11,57	4,43	över
Bilia	10,61	10,20	0,41	inom	11,81	10,21	1,60	över	11,40	11,15	0,25	inom
Bure Equity	11,90	8,44	3,46	över	10,00	7,98	2,02	över	14,20	10,39	3,81	över
Eniro	8,85	8,77	0,08	inom	8,89	7,56	1,33	inom	9,26	8,89	0,37	inom
Fagerhult	12,00	9,99	2,01	över	12,00	9,86	2,14	över	12,00	7,92	4,08	över
Fenix outdoor	10,00	8,74	1,26	inom	10,00	9,26	0,74	inom	10,00	9,92	0,08	inom
Gunnebo	8,00	9,76	-1,76	under	8,00	9,43	-1,43	inom	8,00	11,25	-3,25	under
HIQ	13,90	20,56	-6,66	under	13,90	15,98	-2,08	under	13,90	11,53	2,37	över
IFS	14,30	12,48	1,82	över	13,20	11,16	2,04	över	12,80	10,01	2,79	över
ITAB	15,00	10,06	4,94	under	10,40	8,92	1,48	inom	10,80	7,07	3,73	över
Lindab	10,50	11,22	-0,72	inom	8,30	13,01	-4,71	under	11,25	13,01	-1,76	under
Mekonomen	14,00	10,28	3,72	över	13,90	9,13	4,77	över	13,60	7,19	6,41	över
New wave	9,00	8,80	0,20	inom	12,00	7,07	4,93	över	12,00	8,59	3,41	över
Nolato	10,60	13,64	-3,04	under	10,20	11,24	-1,04	inom	10,20	10,01	0,19	inom
Nordnet	11,40	10,72	0,68	inom	10,80	8,52	2,28	över	10,40	7,54	2,86	över
OEM	12,00	9,44	2,56	över	12,00	9,78	2,22	över	11,00	8,21	2,79	över
Orexo	15,00	19,86	-4,86	under	15,00	18,91	-3,91	under	13,83	13,05	0,78	inom
Unibet group	9,00	9,31	-0,31	inom	18,00	10,81	7,19	över	13,60	9,69	3,91	över
ÅF	10,00	9,17	0,83	inom	11,40	11,34	0,06	inom	11,00	13,19	-2,19	under

Bilaga 1 forts.

Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta Nasdaq OMX Mid Cap 2010-2012

Företag	2010				2011				2012			
	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori
Beijer Alma	8,54	9,45	-0,91	inom	9,38	9,05	0,33	inom	11,36	8,51	2,85	över
Betsson	16,00	8,37	7,63	över	15,00	7,18	7,82	över	15,00	5,94	9,06	över
Bilia	10,28	13,41	-3,13	under	7,11	14,95	-7,84	under	7,09	16,01	-8,92	under
Bure Equity	12,00	8,08	3,92	över	12,00	8,19	3,81	över	12,00	9,00	3,00	över
Eniro	11,40	9,02	2,38	över	11,15	7,20	3,95	över	10,60	5,68	4,92	över
Fagerhult	12,00	5,51	6,49	över	12,00	5,24	6,76	över	11,00	4,89	6,11	över
Fenix outdoor	10,00	8,37	1,63	över	10,00	8,26	1,74	över	10,00	8,51	1,49	inom
Gunnebo	9,00	12,62	-3,62	under	10,50	12,50	-2,00	under	10,50	12,71	-2,21	under
HiQ	13,90	9,28	4,62	över	13,90	9,36	4,54	över	13,90	9,88	4,02	över
IFS	13,30	8,23	5,07	över	13,50	7,76	5,74	över	13,40	7,01	6,39	över
ITAB	9,80	5,80	4,00	över	10,20	5,03	5,17	över	10,80	4,50	6,30	över
Lindab	10,60	11,09	-0,49	inom	11,90	11,28	0,62	inom	11,60	10,36	1,24	inom
Mekonomen	13,60	5,79	7,81	över	13,60	5,10	8,50	över	10,30	4,21	6,09	över
New wave	12,00	10,24	1,76	över	12,00	9,84	2,16	över	11,50	10,17	1,33	inom
Nolato	8,90	8,40	0,50	inom	8,43	8,24	0,19	inom	8,65	8,41	0,24	inom
OEM	12,00	6,90	5,10	över	13,00	7,20	5,80	över	12,00	6,56	5,44	över
Orexo	13,81	10,60	3,21	över	12,00	9,84	2,16	över	10,00	9,10	0,90	inom
Unibet group	13,60	8,23	5,37	över	13,60	8,12	5,48	över	13,60	6,80	6,80	över
ÅF	13,00	11,11	1,89	över	12,00	11,28	0,72	inom	11,00	10,98	0,02	inom

Förklaringar:

Kategori = den kategori respektive företag indelas i enligt stycke 2.3 Operationalisering

Över = < 150 räntepunkter (< +1,5 i tabellen)

Inom = ± 150 räntepunkter (± max 1,5 i tabellen)

Under = > 150 räntepunkter (> 1,5 i tabellen)

Antal/år	2007	2008	2009	2010	2011	2012
över	5	9	10	14	13	11
inom	8	6	5	3	4	6
under	6	4	4	2	2	2
Totalt	19	19	19	19	19	19

Bilaga 2 - Data för bolagen på Nasdaq OMX Mid Cap 2007-2008

	2007					2008				
	Riskpremie: 4,3 %		Riskfri ränta: 4,1654 %	Bolagsskatt: 28 %		Riskpremie: 4,9 %		Riskfri ränta: 3,878 %	Bolagsskatt: 28 %	
Företag	Redovisad disk,ränta	Beta	Börsvärde	Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta	Redovisad disk,ränta	Beta	Börsvärde	Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta
Beijer Alma	9,14	1,09	2335,07	1	13,81	9,29	0,95	1697,30	1,3	13,57
Betsson	16	1,40	2077,56	1	16,09	16	1,19	2990,52	0,6	14,48
Bilia	10,61	0,60	2374,78	1	10,20	11,81	0,56	1272,53	1,3	10,21
Bure Equity	11,9	0,36	2825,69	1	8,44	10	0,34	2812,97	0,6	7,98
Eniro	8,85	0,50	12900,76	0	8,77	8,89	0,32	5574,02	0	7,56
Fagerhult	12	0,54	1924,24	1,3	9,99	12	0,52	1738,21	1,3	9,86
Fenix outdoor	10	0,38	836,25	1,3	8,74	10	0,45	788,13	1,3	9,26
Gunnebo	8	0,54	3240,04	1	9,76	8	0,47	1812,57	1,3	9,43
HiQ	13,9	1,9	1917,53	1,3	20,56	13,9	1,23	1399,91	1,3	15,98
IFS	14,3	0,91	2024,42	1	12,48	13,2	0,67	1260,12	1,3	11,16
ITAB	15	0,55	1577,65	1,3	10,06	10,4	0,41	1288,37	1,3	8,92
Lindab	10,5	0,91	10920,71	0	11,22	8,3	1,12	7608,10	0	13,01
Mekonomen	14	0,61	3901,05	1	10,28	13,9	0,49	3333,84	0,6	9,13
New wave	9	0,41	4801,62	1	8,80	12	0,22	2446,42	0,6	7,07
Nolato	10,6	1,01	1537,67	1,3	13,64	10,2	0,68	1024,68	1,3	11,24
OEM	12	0,47	1226,82	1,3	9,44	12	0,51	1135,3	1,3	9,78
Orexo	15	1,81	1370,60	1,3	19,86	15	1,57	900,37	1,3	18,91
Unibet group	9	0,59	5873,59	0	9,31	18	0,71	4570,08	0,6	10,81
ÅF	10	0,46	2551,34	1	9,17	11,4	0,78	2328,44	0,6	11,34

Bilaga 2 forts.

Data för bolagen på Nasdaq OMX Mid Cap 2009-2010

	2009					2010				
	Riskpremie: 5,4 %		Riskfri ränta: 3,2505 %	Bolagsskatt: 26,3 %		Riskpremie: 4,6 %		Riskfri ränta: 2,8844 %	Bolagsskatt: 26,3 %	
Företag	Redovisad disk,ränta	Beta	Börsvärde	Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta	Redovisad disk,ränta	Beta	Börsvärde	Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta
Beijer Alma	7,55	0,79	2002,47	1,2	11,49	8,54	0,77	3673	0,7	9,45
Betsson	16	0,80	3497,50	1,2	11,57	16	0,62	4452,12	0,7	8,37
Bilia	11,4	0,71	1054,86	1,6	11,15	10,28	1,32	2493,35	0,7	13,41
Bure Equity	14,2	0,63	1912,43	1,6	10,39	12	0,58	2346,27	0,7	8,08
Eniro	9,26	0,50	3760,47	1,2	8,89	11,4	0,71	4247,05	0,7	9,02
Fagerhult	12	0,37	1579	1,6	7,92	12	0,25	1850,40	0,12	5,51
Fenix outdoor	10	0,58	1279,26	1,6	9,92	10	0,62	2170,25	0,7	8,37
Gunnebo	8	0,72	1368,82	1,6	11,25	9	1,21	3045,61	0,7	12,62
HiQ	13,9	0,75	1295,29	1,6	11,53	13,9	0,67	1754,89	1,3	9,28
IFS	12,8	0,59	1359,78	1,6	10,01	13,3	0,60	2334,40	0,7	8,23
ITAB	10,8	0,28	998,22	1,6	7,07	9,8	0,24	1048,23	1,2	5,80
Lindab	11,25	0,96	4561,13	1,2	13,01	10,6	1,15	6071,91	0	11,09
Mekonomen	13,6	0,31	3472,75	1,2	7,19	13,6	0,30	5834,21	0	5,79
New wave	12	0,44	1119,55	1,6	8,59	12,00	0,88	2252,37	0,7	10,24
Nolato	10,2	0,59	1196,99	1,6	10,01	8,9	0,57	1867,83	1,2	8,40
OEM	11	0,40	883,91	1,6	8,21	12	0,38	1109,81	1,2	6,90
Orexo	13,83	0,91	820,60	1,6	13,05	13,81	0,85	905,68	1,2	10,60
Unibet group	13,6	0,59	3912,87	1,2	9,69	13,6	0,60	4443,58	0,7	8,23
ÅF	11	0,98	2551,39	1,2	13,19	13	1,00	3957,36	0,7	11,11

Bilaga 2 forts.

Data för bolagen på Nasdaq OMX Mid Cap 2011-2012

Företag	2011					2012				
	Riskpremie: 4,5 %	Beta	Risikfri ränta: 2,5891 %	Bolagsskatt: 26,3 %	Teoretisk disk,ränta	Riskpremie: 5,8 %	Beta	Risikfri ränta: 1,5914 %	Bolagsskatt: 26,3 %	Teoretisk disk,ränta
Beijer Alma	9,38	0,77	4135,50	0,8	9,05	11,36	0,72	3465,08	0,7	8,51
Betsson	15	0,60	5434,02	0	7,18	15	0,48	7372,72	0	5,94
Bilia	7,11	1,59	2824,48	0,8	14,95	7,09	1,57	2387,33	0,7	16,01
Bure Equity	12	0,65	2152,81	0,8	8,19	12	0,70	1577,29	1,4	9,00
Eniro	11,15	0,46	1928,25	1,4	7,20	10,6	0,36	1157	1,4	5,68
Fagerhult	12	0,24	2062,43	0,8	5,24	11	0,31	2094,55	0,7	4,89
Fenix outdoor	10	0,66	2276,44	0,8	8,26	10	0,72	2190,17	0,7	8,51
Gunnebo	10,5	1,25	2920,44	0,8	12,50	10,5	1,08	1839,50	1,4	12,71
HiQ	13,9	0,73	1766,49	1,4	9,36	13,9	0,79	1714,42	1,4	9,88
IFS	13,5	0,59	2561,12	0,8	7,76	13,4	0,55	2453,41	0,7	7,01
ITAB	10,2	0,19	964,30	1,4	5,03	10,8	0,24	1381,81	1,4	4,50
Lindab	11,9	1,08	4732,73	0,8	11,28	11,6	0,93	3049,85	0,7	10,36
Mekonomen	13,6	0,26	7133,52	0	5,10	10,3	0,26	7398,48	0	4,21
New wave	12	0,88	2103,09	0,8	9,84	11,5	0,82	1592,25	1,4	10,17
Nolato	8,43	0,59	1759,31	1,4	8,24	8,65	0,64	1700,12	1,4	8,41
OEM	13	0,46	1268,38	1,4	7,20	12	0,45	1411,10	1,4	6,56
Orexo	12	0,79	891,07	1,4	9,84	10	0,71	1156,31	1,4	9,10
Unibet group	13,6	0,64	4231,64	0,8	8,12	13,6	0,59	5180,17	0	6,80
ÅF	12	1,08	4261,64	0,8	11,28	11	1,00	4878,68	0,7	10,98

Bilaga 3 - Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta

Nasdaq OMX Small Cap 2007- 2009

Företag	2007				2008				2009			
	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori
Acando	15,30	18,00	-2,70	under	15,30	15,55	-0,25	inom	14,90	12,10	2,80	över
ACAP	11,44	7,11	4,33	över	9,21	8,88	0,33	inom	9,21	6,69	2,52	över
Addnode	13,00	15,82	-2,82	under	13,00	13,30	-0,30	inom	13,00	11,25	1,75	över
Anoto	15,00	15,97	-0,97	inom	15,00	17,61	-2,61	under	16,30	18,96	-2,66	under
BE group	11,80	9,47	2,33	över	11,32	16,93	-5,61	under	9,67	16,28	-6,61	under
Beijer el.	14,06	12,40	1,66	över	14,00	10,21	3,79	över	15,94	8,97	6,97	över
Björn Borg	20,30	14,77	5,53	över	20,30	18,65	1,65	över	19,80	16,85	2,95	över
Bong	12,50	7,96	4,54	över	14,00	7,85	6,15	över	13,70	8,21	5,49	över
BTS	14,20	11,31	2,89	över	13,10	13,14	-0,04	inom	12,80	15,05	-2,25	under
Cision	10,40	13,81	-3,41	under	9,00	11,59	-2,59	under	8,70	9,35	-0,65	inom
Connecta	12,00	16,60	-4,60	under	13,50	17,01	-3,51	under	12,00	14,76	-2,76	under
Consilium	10,00	11,12	-1,12	inom	10,00	11,35	-1,35	inom	10,00	8,54	1,46	inom
Cybercom	11,00	17,37	-6,37	under	13,20	13,48	-0,28	inom	12,90	11,82	1,08	inom
Elos	12,00	8,59	3,41	över	10,00	9,29	0,71	inom	11,00	8,75	2,25	över
Enea	12,00	22,20	-10,20	under	14,00	16,84	-2,84	under	10,96	12,96	-2,00	under
Feelgood	11,00	13,66	-2,66	under	11,00	12,07	-1,07	inom	10,00	7,88	2,12	över
Formpipe	13,00	15,45	-2,45	under	13,00	17,36	-4,36	över	13,00	11,25	1,75	över
IAR systems	15,14	21,19	-6,05	under	11,11	18,03	-6,92	under	10,58	13,31	-2,73	under
Image systems	16,10	12,57	3,53	över	11,00	10,52	0,48	inom	12,00	9,21	2,79	över
Intellecta	10,18	12,61	-2,43	under	9,03	11,66	-2,63	under	8,01	8,86	-0,85	inom
Knowit	12,00	15,43	-3,43	under	12,00	17,10	-5,10	under	12,50	15,90	-3,40	under
Lammhults	13,82	8,82	5,00	över	11,92	9,70	2,22	över	10,90	9,40	1,50	inom
Midsona	12,50	7,26	5,24	över	12,50	7,13	5,37	över	11,50	6,04	5,46	över
Midway Hold.	12,40	7,57	4,83	över	10,40	7,71	2,69	över	10,20	6,88	3,32	över
MSC konsult	12,40	12,98	-0,58	inom	11,90	12,96	-1,06	inom	11,40	12,86	-1,46	inom
MultiQ int.	14,10	16,17	-2,07	under	11,90	19,32	-7,42	under	12,50	12,49	0,01	inom
Net Insight	12,80	19,48	-6,68	under	15,30	17,01	-1,71	under	12,20	17,04	-4,84	under
NSP	12,00	8,94	3,06	över	12,00	8,06	3,94	över	12,00	7,67	4,33	över
NOTE	16,00	10,25	5,75	över	10,00	9,83	0,17	inom	12,00	8,64	3,36	över
Opcon	13,00	16,13	-3,13	under	10,00	16,75	-6,75	under	7,10	14,67	-7,57	under
PartnerTech	13,90	12,94	0,96	inom	13,90	10,83	3,07	över	13,60	10,05	3,55	över
Poolia	10,00	17,92	-7,92	under	12,73	17,61	-4,88	under	12,73	16,38	-3,65	under
Prevas	18,00	14,01	3,99	över	12,80	17,21	-4,41	under	13,60	13,20	0,40	inom
Proact IT Group	15,30	17,16	-1,86	under	15,30	15,97	-0,67	inom	13,60	11,82	1,78	över
Probi	12,00	8,67	3,33	över	12,00	8,57	3,43	över	12,00	10,16	1,84	över
Profilgruppen	11,00	8,41	2,59	över	10,00	9,81	0,19	inom	12,45	9,40	3,05	över
PSI group	10,00	11,21	-1,21	inom	12,60	10,63	1,97	över	10,32	8,86	1,46	inom
Readsoft	11,60	16,44	-4,84	under	11,70	17,10	-5,40	under	12,00	13,64	-1,64	under
Rejlers	16,70	13,02	3,68	över	16,70	13,57	3,13	över	16,30	11,44	4,86	över
Semcon	9,70	19,63	-9,93	under	9,70	13,39	-3,69	under	9,50	12,99	-3,49	under
Softronic	13,00	14,62	-1,62	under	13,00	14,53	-1,53	under	9,50	13,31	-3,81	under
Studsvik	8,00	9,91	-1,91	under	9,00	10,64	-1,64	under	10,55	11,03	-0,48	inom
Svedbergs	12,50	10,69	1,81	över	12,00	11,93	0,07	inom	12,00	11,63	0,37	inom
VBG group	11,10	10,53	0,57	inom	11,10	13,39	-2,29	under	9,50	13,81	-4,31	under
Vitrolife	10,00	14,03	-4,03	under	10,00	14,17	-4,17	under	10,00	12,39	-2,39	under
XANO industri	12,10	8,59	3,51	över	8,00	8,57	-0,57	inom	10,00	7,02	2,98	över

Bilaga 3 forts.

Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta Nasdaq OMX Small Cap 2010-2012

Företag	2010				2011				2012			
	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori
Acando	8,34	8,71	-0,37	inom	8,34	7,28	1,06	inom	9,00	6,07	2,93	över
ACAP	9,21	5,67	3,54	över	9,21	5,34	3,87	över	10,18	4,53	5,65	över
Addnode	13,00	7,77	5,23	över	13,00	7,28	5,72	över	13,00	7,14	5,86	över
Anoto	12,50	14,34	-1,84	under	15,00	13,92	1,08	inom	15,00	12,99	2,01	över
BE group	10,58	14,13	-3,55	under	10,68	13,20	-2,52	under	10,34	11,83	-1,49	inom
Beijer el.	12,23	8,01	4,22	över	10,00	7,52	2,48	över	10,00	6,85	3,15	över
Björn Borg	19,10	11,70	7,40	över	15,90	10,32	5,58	över	18,20	9,68	8,52	över
Bong	13,40	8,07	5,33	över	13,40	7,56	5,84	över	13,90	5,35	8,55	över
BTS	11,40	13,67	-2,27	under	12,10	14,08	-1,98	under	9,50	15,05	-5,55	under
Cision	9,25	10,84	-1,59	under	11,20	11,84	-0,64	inom	9,49	13,69	-4,20	under
Connecta	12,00	10,92	1,08	inom	13,41	9,76	3,65	över	12,20	8,90	3,30	över
Consilium	10,00	7,14	2,86	över	10,00	6,31	3,69	över	7,00	4,32	2,68	över
Cybercom	12,90	11,86	1,04	inom	12,60	12,76	-0,16	inom	12,60	12,19	0,41	inom
Elos	11,00	8,07	2,93	över	11,00	8,72	2,28	över	10,30	7,97	2,33	över
Enea	13,01	9,50	3,51	över	12,63	9,52	3,11	över	15,00	10,46	4,54	över
Feelgood svenska	10,00	6,31	3,69	över	10,00	5,92	4,08	över	10,00	4,55	5,45	över
Formpipe	13,00	8,62	4,38	över	13,00	7,37	5,63	över	12,00	4,67	7,33	över
IAR systems	11,26	12,22	-0,96	inom	11,00	12,57	-1,57	under	11,00	12,30	-1,30	inom
Image systems	13,40	9,50	3,90	över	13,40	9,71	3,69	över	13,40	8,61	4,79	över
Intellecta	8,90	6,13	2,77	över	8,90	4,86	4,04	över	7,90	3,19	4,71	över
Knowit	12,00	14,54	-2,54	under	12,35	13,44	-1,09	inom	12,35	13,78	-1,43	inom
Lammhults	10,90	7,70	3,20	över	9,30	6,69	2,61	över	9,10	5,92	3,18	över
Midsona	10,50	5,48	5,02	över	10,01	5,05	4,96	över	9,88	4,10	5,78	över
Midway Hold.	10,20	5,88	4,32	över	10,20	5,03	5,17	över	10,20	3,53	6,67	över
MSC konsult	11,10	9,16	1,94	över	14,50	7,23	7,27	över	15,70	7,16	8,54	över
MultiQ int.	12,20	10,75	1,45	inom	12,60	9,59	3,01	över	12,70	9,00	3,70	över
Net Insight	12,00	13,67	-1,67	under	16,30	12,56	3,74	över	8,50	13,00	-4,50	under
NSP	12,00	8,07	3,93	över	12,00	6,98	5,02	över	12,00	6,38	5,62	över
NOTE	14,80	8,25	6,55	över	14,20	8,72	5,48	över	13,60	9,00	4,60	över
Opcon	13,00	11,31	1,69	över	11,90	11,61	0,29	inom	10,90	12,76	-1,86	under
PartnerTech	13,60	8,99	4,61	över	13,60	8,52	5,08	över	17,50	8,54	8,96	över
Poolia	10,00	12,81	-2,81	under	10,00	14,40	-4,40	under	10,00	13,90	-3,90	under
Prevas	13,60	8,43	5,17	över	13,60	8,04	5,56	över	13,60	6,38	7,22	över
Proact IT Group	13,60	9,19	4,41	över	13,60	8,16	5,44	över	13,60	6,75	6,85	över
Probi	12,00	7,69	4,31	över	12,00	7,27	4,73	över	12,00	5,35	6,65	över
Profilgruppen	16,70	8,07	8,63	över	17,50	7,56	9,94	över	13,90	6,60	7,30	över
PSI group	10,32	7,79	2,53	över	11,31	7,46	3,85	över	12,02	6,83	5,19	över
Readsoft	14,50	10,74	3,76	över	14,10	9,52	4,58	över	14,80	9,19	5,61	över
Rejlers	16,30	9,27	7,03	över	16,30	9,12	7,18	över	16,30	8,70	7,60	över
Semcon	9,50	12,02	-2,52	under	9,50	13,82	-4,32	under	12,20	15,15	-2,95	under
Softronic	9,50	10,10	-0,60	inom	9,50	10,16	-0,66	inom	9,50	10,82	-1,32	inom
Studsvik	9,95	9,19	0,76	inom	8,38	9,58	-1,20	inom	9,18	8,31	0,87	inom
Svedbergs	12,00	9,82	2,18	över	12,00	9,28	2,72	över	12,00	9,10	2,90	över
VBG group	9,50	12,57	-3,07	under	9,50	13,28	-3,78	under	9,50	13,98	-4,48	under
Vitrolife	9,50	9,50	0,00	inom	8,20	8,72	-0,52	inom	8,20	8,02	0,18	inom
XANO industri	10,00	7,60	2,40	över	10,00	7,84	2,16	över	10,50	6,75	3,75	över

Förlaringar:

Kategori = den kategori respektive företag indelas i enligt stycke 2.3

Operationalisering

Över = < 150 räntepunkter (< +1,5 i tabellen)

Inom = ± 150 räntepunkter (± max 1,5 i tabellen)

Under = > 150 räntepunkter (> 1,5 i tabellen)

Antal/år	2007	2008	2009	2010	2011	2012
över	19	12	20	29	31	32
inom	6	15	11	8	9	7
under	21	19	15	9	6	7
Totalt	46	46	46	46	46	46

Bilaga 4 - Data för bolagen på Nasdaq OMX Small Cap 2007-2008

Företag	2007					2008				
	Riskpremie: 4,3 %	Beta	Risikfri ränta: 4,1654 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 28 %	Riskpremie: 4,9%	Beta	Risikfri ränta: 3,878 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 28 %
	Redovisad disk,ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta	Redovisad disk,ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta
Acando	15,3	1,57	1130,7	1,3	18,00	15,3	1,18	964,4	1,3	15,55
ACAP	11,44	0,17	542,4	1,3	7,11	9,21	0,34	432,6	2,5	8,88
Addnode	13	1,29	536,48	1,3	15,82	13	0,77	484,12	2,5	13,30
Anoto	15	1,31	1118,04	1,3	15,97	15	1,42	736,79	1,3	17,61
BE group	11,8	0,5	3206,25	1	9,47	11,32	1,34	1933,75	1,3	16,93
Beijer electronics	14,06	0,85	810,67	1,3	12,40	14	0,56	695,25	1,3	10,21
Björn Borg	20,3	1,22	2879	1	14,77	20,3	1,54	1953,34	1,3	18,65
Bong	12,5	0,28	720,25	1,3	7,96	14	0,24	356,36	2,5	7,85
BTS	14,2	0,71	812,17	1,3	11,31	13,1	0,9	582,96	1,3	13,14
Cision	10,4	1,09	2074,39	1	13,81	9,0	0,72	1475,98	1,3	11,59
Connecta	12	1,39	719,32	1,3	16,60	13,5	1,35	567,93	1,3	17,01
Consilium	10	0,61	447,74	2	11,12	10	0,58	436,09	2,5	11,35
Cybercom	11	1,49	901,74	1,3	17,37	13,2	0,94	806,49	1,3	13,48
Elos	12	0,32	275,47	2	8,59	10	0,38	263,07	2,5	9,29
Enea	12	2,11	1086,90	1,3	22,20	14	1,33	585,64	1,3	16,84
Feelgood svenska	11	0,9	171,24	2	13,66	11	0,65	135,90	2,5	12,07
Formpipe	13	0,94	90,92	3,1	15,45	13	0,98	95,39	3,9	17,36
IAR systems	15,14	1,98	684,95	1,3	21,19	11,11	1,23	301,27	2,5	18,03
Image systems	16,1	0,66	93,87	3,1	12,57	11	0,42	56,68	3,9	10,52
Intellecta	10,18	0,78	238,46	2	12,61	9,03	0,61	261,88	2,5	11,66
Knowit	12	1,24	731,79	1,3	15,43	12	1,14	490,88	2,5	17,10
Lammhults design group	13,82	0,39	681,13	1,3	8,82	11,92	0,42	448,81	2,5	9,70
Midsona	12,5	0,19	805,41	1,3	7,26	12,5	0,17	395,76	2,5	7,13
Midway Holding	12,4	0,23	1574,62	1,3	7,57	10,4	0,27	1069,76	1,3	7,71
MSC konsult	12,4	0,7	43,63	3,1	12,98	11,9	0,62	35,27	3,9	12,96
MultiQ international	14,1	1,01	84,5	3,1	16,17	11,9	1,14	58,5	3,9	19,32
Net Insight	12,8	1,86	2275,24	1	19,48	15,3	1,35	1442,43	1,3	17,01
Nordic service partners	12	0,36	237,92	2	8,94	12	0,26	164,78	2,5	8,06
NOTE	16	0,51	719	2	10,25	10	0,5	432	1,5	9,83
Opcon	13	1,33	924,77	1,3	16,13	10	1,32	718,33	1,3	16,75
PartnerTech	13,9	0,92	1033,47	1,3	12,94	13,9	0,53	324,23	2,5	10,83
Poolia	10	1,56	944,1	1,3	17,92	12,73	1,42	515,22	1,3	17,61
Prevas	18	0,94	221,17	2	14,01	12,8	1,15	222,4	2,5	17,21
Proact IT Group	15,3	1,3	408,23	2	17,16	15,3	1,03	355,50	2,5	15,97
Probi	12	0,33	284,24	2	8,67	12	0,31	349,32	2,5	8,57
Profilgruppen	11	0,3	408,17	2	8,41	10	0,43	262,41	2,5	9,81
PSI group*	10	0,62	< 400	2	11,21	12,6	0,51	< 300	2,5	10,63
Readsoft	11,6	1,37	687,12	1,3	16,44	11,7	1,14	330,57	2,5	17,10
Rejlers	16,7	0,93	558,56	1,3	13,02	16,7	0,95	539,30	1,3	13,57
Semcon	9,7	1,78	1323,42	1,3	19,63	9,7	0,93	823,02	1,3	13,39
Softronic	13	1,01	309,34	2	14,62	13	0,89	310,56	2,5	14,53
Studsvik	8	0,53	1676,60	1,3	9,91	9	0,61	862,95	1,3	10,64
Svedbergs	12,5	0,63	1388,60	1,3	10,69	12	0,76	869,20	1,3	11,93
VBG group	11,1	0,61	1484,62	1,3	10,53	11,1	0,93	1097,05	1,3	13,39
Vitrolife	10	1,06	635,41	1,3	14,03	10	1,02	520,74	1,3	14,17
XANO industri	12,1	0,36	789,86	1,3	8,59	8	0,31	499,48	2,5	8,57

*= PSI group redovisade i NOK, men då växelkursen mot SEK generellt har varit låg har det inte haft någon effekt för riskpremietillägget. Därför har vi valt att inte räkna om deras börsvärden till SEK.

Bilaga 4 forts.

Data för bolagen på Nasdaq OMX Small Cap 2009-2010

Företag	2009					2010				
	Riskpremie: 5,4 %	Beta	Risikfri ränta: 3,2505 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 26,3 %	Riskpremie: 4,6 %	Beta	Risikfri ränta: 2,8844 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 26,3 %
	Redovisad disk,ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta	Redovisad disk,ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta
Acando	14,9	0,81	953	1,6	12,10	8,34	0,61	1045,1	1,2	8,71
ACAP	9,21	0,21	220,65	2,6	6,69	9,21	0,19	241,05	2,2	5,67
Addnode	13	0,72	528,64	1,6	11,25	13	0,49	640,52	1,2	7,77
Anoto	16,3	1,34	368,4	2,6	18,96	12,5	1,13	493,12	2,2	14,34
BE group	9,67	1,25	1580	1,6	16,28	10,58	1,42	2222,5	0,7	14,13
Beijer electronics	15,94	0,48	642,37	1,6	8,97	12,23	0,52	1073,21	1,2	8,01
Björn Borg	19,8	1,31	1356,18	1,6	16,85	19,1	0,99	1647,22	1,2	11,70
Bong	13,7	0,35	216,54	2,6	8,21	13,4	0,45	417,54	2,2	8,07
BTS	12,8	1,12	553,18	1,6	15,05	11,4	1,24	881,66	1,2	13,67
Cision	8,7	0,52	1072,21	1,6	9,35	9,25	0,88	610,91	1,2	10,84
Connecta	12	1,09	554,95	1,6	14,76	12	0,89	776,46	1,2	10,92
Consilium	10	0,38	370,83	2,6	8,54	10	0,35	322,40	2,2	7,14
Cybercom	12,9	0,78	626,49	1,6	11,82	12,9	1,01	626,85	1,2	11,86
Elos	11	0,4	180,62	2,6	8,75	11	0,45	240,53	2,2	8,07
Enea	10,96	0,9	576,46	1,6	12,96	13,01	0,71	804,96	1,2	9,50
Feelgood svenska	10	0,32	142,92	2,6	7,88	10	0,26	208,92	2,2	6,31
Formpipe	13	0,63	101,81	2,6	11,25	13	0,51	149,20	2,2	8,62
IAR systems	10,58	0,82	220,62	2,6	13,31	11,26	0,9	340,72	2,2	12,22
Image systems	12	0,38	41,17	3,9	9,21	13,4	0,49	50,00	3,8	9,50
Intellecta	8,01	0,41	238,46	2,6	8,86	8,9	0,24	210,99	2,2	6,13
Knowit	12,5	1,21	551,77	1,6	15,90	12	1,35	1058,35	1,2	14,54
Lammhults design group	10,9	0,46	381,43	2,6	9,40	10,9	0,41	361,58	2,2	7,70
Midsona	11,5	0,15	388,01	2,6	6,04	10,50	0,17	410,19	2,2	5,48
Midway Holding	10,2	0,26	725,43	1,6	6,88	10,2	0,25	954,58	1,2	5,88
MSC konsult	11,4	0,67	17,67	3,9	12,86	11,1	0,46	15,62	3,8	9,16
MultiQ international	12,5	0,64	43	3,9	12,49	12,2	0,6	45,5	3,8	10,75
Net Insight	12,2	1,33	1564,31	1,6	17,04	12	1,24	1594,83	1,2	13,67
Nordic service partners	12	0,3	101,90	2,6	7,67	12	0,45	144,44	2,2	8,07
NOTE	12	0,39	219,5	2,6	8,64	14,8	0,47	222,5	2,2	8,25
Opcon	7,1	1,08	770,82	1,6	14,67	13	0,94	843,92	1,2	11,31
PartnerTech	13,6	0,52	262,8	2,6	10,05	13,6	0,55	324,86	2,2	8,99
Poolia	12,73	1,26	512,23	1,6	16,38	10	1,13	680,6	1,2	12,81
Prevas	13,6	0,81	195,08	2,6	13,20	13,6	0,49	197,51	2,2	8,43
Proact IT Group	13,6	0,78	512,71	1,6	11,82	13,6	0,67	863,01	1,2	9,19
Probi	12	0,53	466,16	2,6	10,16	12	0,48	517,2	1,2	7,69
Profilgruppen	12,45	0,46	184,23	2,6	9,40	16,7	0,45	241,2	2,2	8,07
PSI group*	10,32	0,41	< 200	2,6	8,86	10,32	0,42	< 200	2,2	7,79
Readsoft	12	0,85	320,82	2,6	13,64	14,5	0,74	435,34	2,2	10,74
Rejlers	16,3	0,74	555,15	1,6	11,44	16,3	0,68	662,85	1,2	9,27
Semcon	9,5	0,79	363,16	2,6	12,99	9,5	1,03	524,36	1,2	12,02
Softronic	9,5	0,82	275,24	2,6	13,31	9,5	0,67	342,88	2,2	10,10
Studsvik	10,55	0,61	494,14	2,6	11,03	9,95	0,67	568,11	1,2	9,19
Svedbergs	12	0,76	763,20	1,6	11,63	12	0,75	985,80	1,2	9,82
VBG group	9,5	0,99	761,06	1,6	13,81	9,5	1,1	1079,86	1,2	12,57
Vitrolife	10	0,84	566,93	1,6	12,39	9,5	0,71	709,77	1,2	9,50
XANO industri	10	0,24	292,89	2,6	7,02	10	0,4	471,62	2,2	7,60

Bilaga 4 forts.

Data för bolagen på Nasdaq OMX Small Cap 2011-2012

Företag	2011					2012				
	Riskpremie: 4,5%	Beta	Risikfri ränta: 2,5891 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 26,3 %	Riskpremie: 5,8 %	Beta	Risikfri ränta: 1,5914 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 26,3 %
	Redovisad disk,ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta	Redovisad disk,ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk,ränta
Acando	8,34	0,47	1113,50	1,4	7,28	9,00	0,4	1187,8	1,4	6,07
ACAP	9,21	0,19	182,45	2,6	5,34	10,18	0,18	90,4	3,9	4,53
Addnode	13	0,47	750,27	1,4	7,28	13	0,51	916,19	1,4	7,14
Anoto	15	1,08	413,77	2,6	13,92	15	0,95	285,73	2,6	12,99
BE group	10,68	1,21	1632,5	1,4	13,20	10,34	0,99	915	1,4	11,83
Beijer electronics	10	0,5	1236,65	1,4	7,52	10	0,48	1162,58	1,4	6,85
Björn Borg	15,9	0,85	1247,36	1,4	10,32	18,2	0,77	882,71	1,4	9,68
Bong	13,4	0,42	437,03	2,6	7,56	13,9	0,28	244,74	2,6	5,35
BTS	12,1	1,32	947,54	1,4	14,08	9,5	1,32	968,2	1,4	15,05
Cision	11,2	1,04	638,88	1,4	11,84	9,49	1,18	674,66	1,4	13,69
Connecta	13,41	0,78	821,90	1,4	9,76	12,2	0,69	637,27	1,4	8,90
Consilium	10	0,29	247,17	2,6	6,31	7	0,19	168,13	2,6	4,32
Cybercom	12,6	0,96	223,75	2,6	12,76	12,6	0,88	202,27	2,6	12,19
Elos	11	0,54	279,86	2,6	8,72	10,3	0,51	231,46	2,6	7,97
Enea	12,63	0,75	675,54	1,4	9,52	15	0,85	611	1,4	10,46
Feelgood svenska	10	0,25	195,41	2,6	5,92	10	0,21	129,93	2,6	4,55
Formpipe	13	0,4	192,52	2,6	7,37	12	0,22	236,72	2,6	4,67
IAR systems	11	0,94	341,31	2,6	12,57	11	0,89	365,95	2,6	12,30
Image systems	13,4	0,55	36,59	3,8	9,71	13,4	0,49	41,86	3,9	8,61
Intellecta	8,9	0,14	162,88	2,6	4,86	7,9	0,09	119,23	2,6	3,19
Knowit	12,35	1,24	1040,77	1,4	13,44	12,35	1,19	823,69	1,4	13,78
Lammhults design group	9,3	0,33	248,38	2,6	6,69	9,1	0,33	181,21	2,6	5,92
Midsona	10,01	0,16	296,26	2,6	5,05	9,88	0,17	303,65	2,6	4,10
Midway Holding	10,2	0,19	738,91	1,4	5,03	10,2	0,12	417,86	2,6	3,53
MSC konsult	14,5	0,33	14,26	3,8	7,23	15,7	0,38	18,7	3,9	7,16
MultiQ international	12,6	0,54	31,5	3,8	9,59	12,7	0,52	25	3,9	9,00
Net Insight	16,3	1,13	1068,42	1,4	12,56	8,5	1,11	703,83	1,4	13,00
Nordic service partners	12	0,36	115,05	2,6	6,98	12	0,37	115,23	2,6	6,38
NOTE	14,2	0,54	218	2,6	8,72	13,6	0,6	209	2,6	9,00
Opcon	11,9	0,84	420,34	2,6	11,61	10,9	0,93	261,66	2,6	12,76
PartnerTech	13,6	0,52	295,73	2,6	8,52	17,5	0,56	267,23	2,6	8,54
Poolia	10	1,13	481,99	2,6	14,40	10	1,03	213,17	2,6	13,90
Prevas	13,6	0,47	219,23	2,6	8,04	13,6	0,37	204,07	2,6	6,38
Proact IT Group	13,6	0,58	1241,41	1,4	8,16	13,6	0,47	1214,57	1,4	6,75
Probi	12	0,39	473,89	2,6	7,27	12	0,28	448,2	2,6	5,35
Profilgruppen	17,5	0,42	225,67	2,6	7,56	13,9	0,39	164,01	2,6	6,60
PSI group*	11,31	0,41	< 100	2,6	7,46	12,02	0,41	< 100	2,6	6,83
Readsoft	14,1	0,75	508,61	1,4	9,52	14,8	0,72	659,27	1,4	9,19
Rejlers	16,3	0,7	718,93	1,4	9,12	16,3	0,67	747,24	1,4	8,70
Semcon	9,5	1,07	483,61	2,6	13,82	12,2	1,33	652,05	1,4	15,15
Softronic	9,5	0,69	341,48	2,6	10,16	9,5	0,76	300	2,6	10,82
Studsvik	8,38	0,63	430,65	2,6	9,58	9,18	0,54	251,9	2,6	8,31
Svedbergs	12	0,72	837,40	1,4	9,28	12	0,71	530	1,4	9,10
VBG group	9,5	1,22	1111,12	1,4	13,28	9,5	1,21	1042,36	1,4	13,98
Vitrolife	8,2	0,65	807,76	1,4	8,72	8,2	0,6	837,80	1,4	8,02
XANO industri	10	0,54	559,25	1,4	7,84	10,5	0,47	633,93	1,4	6,75

Bilaga 5 - Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta

Nasdaq OMX Large 2007- 2009

Företag	2007				2008				2009			
	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori
AaK	12,50	9,49	3,01	över	12,50	8,71	3,79	över	12,80	7,12	5,68	över
Alfa Laval	10,74	10,80	-0,06	inom	9,35	12,60	-3,25	under	10,93	12,10	-1,17	inom
Assa Abloy	16,70	11,07	5,63	över	15,30	10,25	5,05	över	19,00	8,73	10,27	över
Astra Zeneca	12,00	8,41	3,59	över	14,00	6,71	7,29	över	14,00	5,80	8,20	över
Atlas Copco	11,80	12,53	-0,73	inom	11,80	11,65	0,15	inom	9,90	10,49	-0,59	inom
Axfood	10,00	6,77	3,23	över	9,31	6,75	2,56	över	9,00	7,49	1,51	över
Boliden	12,00	13,43	-1,43	inom	10,00	12,02	-2,02	under	10,00	13,17	-3,17	under
Electrolux	11,80	10,45	1,35	inom	11,01	10,11	0,90	inom	11,38	9,57	1,81	över
Ericsson	18,10	19,72	-1,62	under	16,70	14,73	1,97	över	16,30	10,82	5,48	över
Getinge	9,30	9,64	-0,34	inom	10,30	9,74	0,56	inom	11,10	8,51	2,59	över
Husqvarna	10,00	12,54	-2,54	under	10,00	8,90	1,10	inom	9,00	7,02	1,98	över
ICA gruppen	11,65	8,95	2,70	över	13,00	8,48	4,52	över	13,00	8,00	5,00	över
Intrum Justitia	7,98	8,32	-0,34	inom	7,34	7,77	-0,43	inom	7,93	7,52	0,41	inom
JM	11,00	10,89	0,11	inom	11,00	12,74	-1,74	under	11,00	13,79	-2,79	under
Kinnevik	10,12	12,14	-2,02	under	10,33	10,97	-0,64	inom	10,31	10,36	-0,05	inom
Meda	12,90	9,28	12,90	över	12,90	11,51	12,90	inom	12,60	12,10	12,60	inom
Millicom	18,10	13,10	5,00	över	18,10	11,85	6,25	över	17,60	11,30	6,30	över
NIBE industrier	11,20	8,38	2,82	över	12,00	8,62	3,38	över	13,10	8,15	4,95	över
Nordea Bank	11,10	6,98	4,12	över	11,80	6,34	5,46	över	12,20	5,47	6,73	över
PEAB	12,00	9,55	2,45	över	9,00	10,42	-1,42	inom	8,73	10,24	-1,51	under
RATOS	11,10	8,57	2,53	över	12,44	8,55	3,89	över	10,61	8,05	2,56	över
SAAB	8,35	9,25	-0,90	inom	10,34	10,12	0,22	inom	11,34	10,20	1,14	inom
Sandvik	10,00	9,52	0,48	inom	10,00	10,80	-0,80	inom	10,00	11,08	-1,08	inom
SCA	7,40	7,70	-0,30	inom	6,70	7,67	-0,97	inom	6,40	7,27	-0,87	inom
Scania	11,00	9,38	1,62	över	11,00	9,44	1,56	över	11,00	8,59	2,41	över
SEB	9,00	6,41	2,59	över	10,00	5,90	4,10	över	14,20	5,07	9,13	över
Skanska	8,86	12,41	-3,55	under	9,93	12,19	-2,26	under	8,41	11,00	-2,59	under
SKF	13,39	8,20	5,19	över	13,32	7,87	5,45	över	12,99	6,72	6,27	över
SHB	5,50	6,20	-0,70	inom	3,80	5,75	-1,95	under	3,80	4,84	-1,04	inom
SOB	13,90	6,56	7,34	över	13,90	6,68	7,22	över	13,60	5,75	7,85	över
Swedish match	9,27	6,14	3,13	över	8,93	6,95	1,98	över	8,70	6,17	2,53	över
Tieto	15,11	13,49	1,62	över	13,30	12,29	1,01	inom	9,95	10,78	-0,83	inom
Trelleborg	10,70	9,88	0,82	inom	10,70	9,64	1,06	inom	10,40	11,15	-0,75	inom
Volvo	12,00	9,18	2,82	över	12,00	8,59	3,41	över	12,00	7,64	4,36	över

Bilaga 5 forts.

Differens mellan redovisad och teoretisk diskonteringsränta Nasdaq OMX Large Cap 2010-2012

Företag	2010				2011				2012			
	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori	Redovisad	Teoretisk	Differens	Kategori
AaK	12,80	6,82	5,98	över	12,80	6,60	6,20	över	12,80	6,17	6,63	över
Alfa Laval	11,23	10,72	0,51	inom	7,92	9,92	-2,00	under	7,36	9,87	-2,51	under
Assa Abloy	13,60	8,22	5,38	över	13,60	7,76	5,84	över	12,20	7,71	4,49	över
Astra Zeneca	10,00	4,48	5,52	över	14,00	3,91	10,09	över	10,00	2,67	7,33	över
Atlas Copco	10,50	10,03	0,47	inom	10,50	9,68	0,82	inom	10,50	9,95	0,55	inom
Axfood	8,00	6,82	1,18	över	9,00	6,20	2,80	över	9,50	5,78	3,72	över
Boliden	10,00	14,37	-4,37	under	10,00	14,32	-4,32	under	10,00	16,05	-6,05	under
Electrolux	10,53	9,60	0,93	inom	12,79	8,90	3,89	över	13,02	9,18	3,84	över
Ericsson	10,90	8,44	2,46	över	10,90	7,77	3,13	över	10,90	7,12	3,78	över
Getinge	8,90	7,50	1,40	inom	9,60	6,99	2,61	över	9,50	6,61	2,89	över
Husqvarna	11,00	7,30	3,70	över	11,00	6,93	4,07	över	11,00	6,46	4,54	över
ICA gruppen	11,60	7,25	4,35	över	12,06	6,57	5,49	över	12,83	5,98	6,85	över
Intrum Justitia	7,87	6,88	0,99	inom	9,75	6,47	3,28	över	10,01	5,94	4,07	över
JM	11,00	12,93	-1,93	under	11,00	12,89	-1,89	under	11,00	14,12	-3,12	under
Kinnevik	10,09	9,84	0,25	inom	10,09	9,23	0,86	inom	15,00	9,70	5,30	över
Meda	12,60	9,56	12,60	över	12,00	8,86	12,00	över	12,00	8,30	12,00	över
Millicom	16,30	10,03	6,27	över	13,60	9,31	4,29	över	12,90	9,32	3,58	över
NIBE industrier	14,20	8,06	6,14	över	10,50	7,39	3,11	över	10,00	6,13	3,87	över
Nordea Bank	12,40	5,26	7,14	över	11,90	4,61	7,29	över	11,30	3,26	8,04	över
PEAB	9,02	9,87	-0,85	inom	6,68	8,89	-2,21	under	6,21	7,94	-1,73	under
RATOS	10,35	7,51	2,84	över	10,24	7,01	3,23	över	10,27	6,55	3,72	över
SAAB	11,23	9,78	1,45	inom	11,19	9,47	1,72	över	11,22	9,20	2,02	över
Sandvik	10,00	10,97	-0,97	inom	10,00	10,81	-0,81	inom	10,00	11,29	-1,29	inom
SCA	6,30	6,97	-0,67	Inom	6,30	6,54	-0,24	inom	5,50	6,37	-0,87	inom
Scania	11,00	8,70	2,30	över	11,00	8,57	2,43	över	11,00	8,26	2,74	över
SEB	14,20	4,94	9,26	Över	13,60	4,55	9,05	över	13,60	3,42	10,18	över
Skanska	8,18	9,50	-1,32	inom	10,42	8,92	1,50	inom	10,26	8,53	1,73	över
SKF	11,35	6,63	4,72	över	11,41	6,05	5,36	över	13,00	4,91	8,09	över
SHB	3,90	4,43	-0,53	inom	8,40	3,99	4,41	över	7,90	2,78	5,12	över
SOB	16,50	5,47	11,03	över	14,50	5,34	9,16	över	13,60	5,23	8,37	över
Swedish match	12,51	5,47	7,04	över	10,61	5,10	5,50	över	8,55	3,18	5,37	över
Tieto	9,39	9,69	-0,30	inom	8,73	8,58	0,15	inom	8,80	8,53	0,27	inom
Trelleborg	10,40	13,43	-3,03	under	11,10	13,47	-2,37	under	11,10	15,42	-4,32	under
Volvo	12,00	8,13	3,87	över	12,00	8,40	3,60	över	12,00	8,32	3,68	över

Förklaringar:

Kategori = den kategori respektive företag indelas i enligt stycke 2.3 Operationalisering

Över = < 150 räntepunkter (< +1,5 i tabellen)

Inom = ± 150 räntepunkter (± max 1,5 i tabellen)

Under = > 150 räntepunkter (> 1,5 i tabellen)

Antal/år	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Över	18	17	20	18	23	25
Inom	12	12	10	13	6	4
Under	4	5	4	3	5	5
Totalt	34	34	34	34	34	34

Bilaga 6 - Data för bolagen på Nasdaq OMX Large Cap 2007-2008

Företag	2007					2008				
	Riskpremie: 4,3 %	Beta	Risikfri ränta: 4,1654 %	Börsvärde	Bolagsskatt: 28 %	Riskpremie: 4,9 %	Beta	Risikfri ränta: 3,878 %	Bolagsskatt: 28 %	Teoretisk disk.ränta
AaK	12,50	0,62	6580,02	0	9,49	12,50	0,44	4614,29	0,6	8,71
Alfa Laval	10,74	0,84	37526,11	0	10,80	9,35	1,06	34788,41	0	12,60
Assa Abloy	16,70	0,89	48327,23	0	11,07	15,30	0,72	37838,26	0	10,25
Astra Zeneca	12,00	0,44	5000<	0	8,41	14,00	0,20	5000<	0	6,71
Atlas Copco	11,80	1,13	126908,04	0	12,53	11,80	0,92	96650,70	0	11,65
Axfood	10,00	0,17	14557,53	0	6,77	9,31	0,20	11228,08	0	6,75
Boliden	12,00	1,28	37231,43	0	13,43	10,00	0,98	14193,45	0	12,02
Electrolux	11,80	0,78	34500,00	0	10,45	11,01	0,69	24464,53	0	10,11
Ericsson	18,10	2,33	345557,39	0	19,72	16,70	1,37	218069,81	0	14,73
Getinge	9,30	0,65	33006,57	0	9,64	10,30	0,64	28654,19	0	9,74
Husqvarna	10,00	1,13	30672,25	0	12,54	10,00	0,52	22579,63	0	8,90
ICA gruppen	11,65	0,53	23284,29	0	8,95	13,00	0,46	17823,17	0	8,48
Intrum Justitia	7,98	0,43	8006,98	0	8,32	7,34	0,35	7651,94	0	7,77
JM	11,00	0,86	13550,62	0	10,89	11,00	1,08	7683,71	0	12,74
Kinnevik	10,12	1,06	34548,64	0	12,14	10,33	0,82	27574,86	0	10,97
Meda	12,90	0,59	24509,51	0	9,28	12,90	0,90	17973,04	0	11,51
Millicom	18,10	1,23	5000<	0	13,10	18,10	0,95	5000<	0	11,85
NIBE industrier	11,20	0,44	9063,50	0	8,38	12,00	0,48	5748,00	0	8,62
Nordea Bank	11,10	0,20	5000<	0	6,98	11,80	0,14	5000<	0	6,34
PEAB	12,00	0,63	12104,93	0	9,55	9,00	0,74	8673,52	0	10,42
RATOS	11,10	0,47	27308,36	0	8,57	12,44	0,47	25089,81	0	8,55
SAAB	8,35	0,58	18528,29	0	9,25	10,34	0,70	10969,50	0	10,12
Sandvik	10,00	0,63	124974,75	0	9,52	10,00	0,80	95028,25	0	10,80
SCA	7,40	0,32	69189,25	0	7,70	6,70	0,34	53734,17	0	7,67
Scania	11,00	0,60	112975,00	0	9,38	11,00	0,60	95350,00	0	9,44
SEB	9,00	0,11	126965,2	0	6,41	10,00	0,08	75002,3	0	5,90
Skanska	8,86	1,11	53790,10	0	12,41	9,93	1,00	41646,85	0	12,19
SKF	13,39	0,41	53731,43	0	8,20	13,32	0,37	42518,41	0	7,87
SHB	5,50	0,07	130140,68	0	6,20	3,80	0,05	104000,00	0	5,75
SOB	13,90	0,11	4210,91	1	6,56	13,90	0,17	2819,62	0,6	6,68
Swedish match	9,27	0,06	37325,88	0	6,14	8,93	1,23	33688,15	0	6,95
Tieto	15,11	1,29	5000<	0	13,49	13,30	1,02	5000<	0	12,29
Trelleborg	10,70	0,69	12859,30	0	9,88	10,70	0,63	7400,00	0	9,64
Volvo	12,00	0,57	216634,93	0	9,18	12,00	0,47	161223,05	0	8,59

Förklaring:

De företag som har ett börsvärde angett som 5000< har redovisat i annan valuta än SEK. Då detta enbart påverkar riskpremietillägget har vi valt att inte räkna om till SEK utan kom genom snabb huvudräkning fram till att dessa bolag skulle hamna över nivån för riskpremietillägget.

Bilaga 6 forts.

Data för bolagen på Nasdaq OMX Large Cap 2009-2010

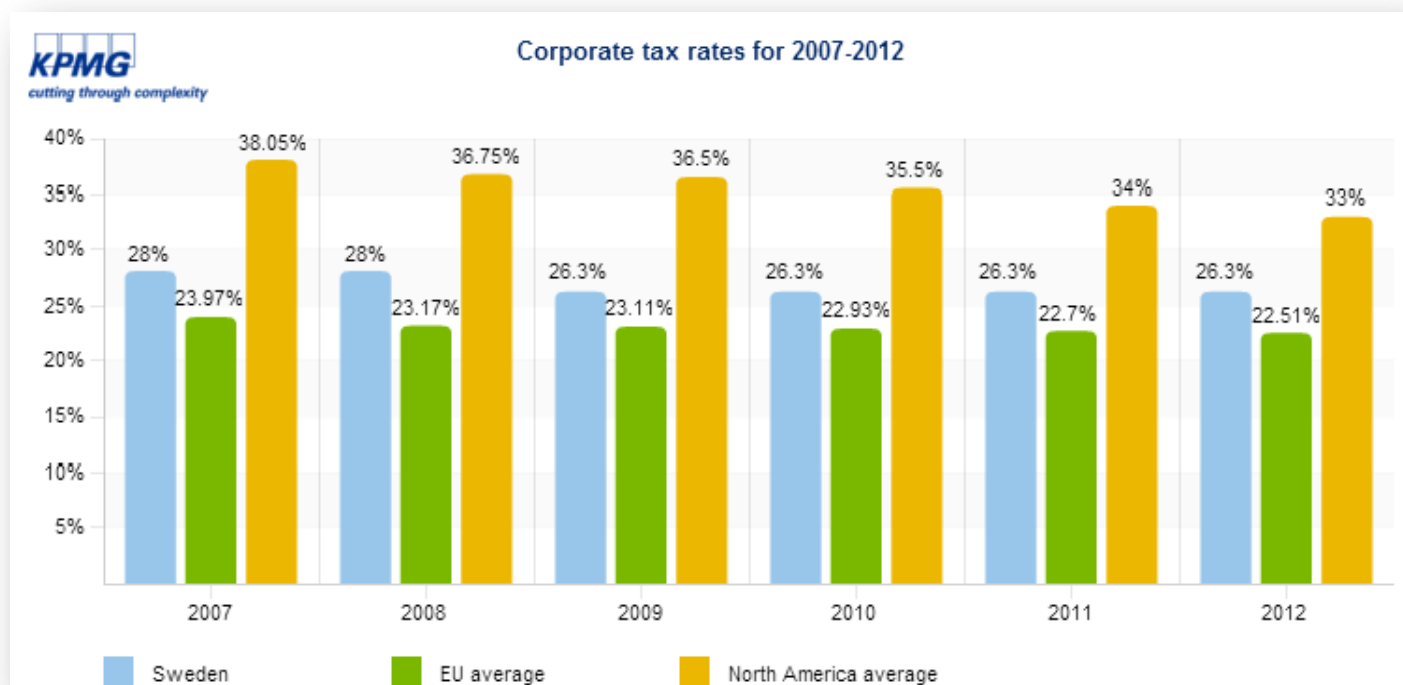
Företag	2009					2010				
	Riskpremie: 5,4 %	Beta	Risikfri ränta: 3,2505 %	Bolagsskatt: 26,3 %	Teoretisk disk.ränta	Riskpremie: 4,6 %	Beta	Risikfri ränta: 2,8844 %	Bolagsskatt: 26,3 %	Teoretisk disk.ränta
AaK	12,80	0,37	5403,85	0	7,12	12,80	0,47	7065,16	0	6,82
Alfa Laval	10,93	1,05	35381,03	0	12,10	11,23	1,09	50790,50	0	10,72
Assa Abloy	19,00	0,59	39233,94	0	8,73	13,60	0,69	56769,00	0	8,22
Astra Zeneca	14,00	0,19	5000<	0	5,80	10,00	0,09	5000<	0	4,48
Atlas Copco	9,90	0,83	100895,00	0	10,49	10,50	0,98	161680,50	0	10,03
Axfood	9,00	0,42	9890,16	0	7,49	8,00	0,47	12093,80	0	6,82
Boliden	10,00	1,20	15029,44	0	13,17	10,00	1,68	31289,68	0	14,37
Electrolux	11,38	0,70	33577,89	0	9,57	10,53	0,91	51298,89	0	9,60
Ericsson	16,30	0,88	203247,33	0	10,82	10,90	0,72	235102,22	0	8,44
Getinge	11,10	0,56	27383,36	0	8,51	8,90	0,58	33031,62	0	7,50
Husqvarna	9,00	0,36	22300,00	0	7,02	11,00	0,54	30500,00	0	7,30
ICA gruppen	13,00	0,49	16147,35	0	8,00	11,60	0,54	18422,83	0	7,25
Intrum Justitia	7,93	0,43	6653,43	0	7,52	7,87	0,48	7677,50	0	6,88
JM	11,00	1,28	6922,36	0	13,79	11,00	1,45	11697,12	0	12,93
Kinnevik	10,31	0,81	23033,15	0	10,36	10,09	0,95	33813,30	0	9,84
Meda	12,60	1,05	17681,21	0	12,10	12,60	0,91	17484,76	0	9,56
Millicom	17,60	0,94	5000<	0	11,30	16,30	0,98	5000<	0	10,03
NIBE industrier	13,10	0,51	5325,00	0	8,15	14,20	0,67	8065,00	0	8,06
Nordea Bank	12,20	0,15	5000<	0	5,47	12,40	0,22	5000<	0	5,26
PEAB	8,73	0,80	9755,22	0	10,24	9,02	0,96	14904,28	0	9,87
RATOS	10,61	0,50	25862,47	0	8,05	10,35	0,58	35149,16	0	7,51
SAAB	11,34	0,79	10341,50	0	10,20	11,23	0,94	13152,00	0	9,78
Sandvik	10,00	0,91	80292,20	0	11,08	10,00	1,13	128977,50	0	10,97
SCA	6,40	0,39	48564,41	0	7,27	6,30	0,49	60790,54	0	6,97
Scania	11,00	0,57	67770,00	0	8,59	11,00	0,77	98040,00	0	8,70
SEB	14,20	0,09	68248,03	0	5,07	14,20	0,17	108978,3	0	4,94
Skanska	8,41	0,90	41210,49	0	11,00	8,18	0,90	52504,72	0	9,50
SKF	12,99	0,32	45728,63	0	6,72	11,35	0,44	71763,33	0	6,63
SHB	3,80	0,06	103000,00	0	4,84	3,90	0,08	130500,00	0	4,43
SOB	13,60	0,15	3187,49	1,2	5,75	16,50	0,25	6398,20	0	5,47
Swedish match	8,70	0,24	32067,30	0	6,17	12,51	0,25	39055,49	0	5,47
Tieto	9,95	0,87	5000<	0	10,78	9,39	0,93	5000<	0	9,69
Trelleborg	10,40	0,92	8440,00	0	11,15	10,40	1,53	15113,50	0	13,43
Volvo	12,00	0,44	111168,91	0	7,64	12,00	0,68	184243,25	0	8,13

Bilaga 6 forts.

Data för bolagen på Nasdaq OMX Large Cap 2011-2012

Företag	2011					2012				
	Riskpremie: 4,5%	Beta	Riskfri ränta: 2,5891%	Börsvärde	Bolagsskatt: 26,3%	Riskpremie: 5,8%	Beta	Riskfri ränta: 1,5914%	Börsvärde	Bolagsskatt: 26,3%
	Redovisad disk.ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk.ränta	Redovisad disk.ränta			Riskpremie- tillägg %	Teoretisk disk.ränta
AaK	12,80	0,51	7934,25	0	6,60	12,80	0,51	9723,55	0	6,17
Alfa Laval	7,92	1,05	57229,08	0	9,92	7,36	0,98	55703,80	0	9,87
Assa Abloy	13,60	0,70	63003,60	0	7,76	12,20	0,71	72837,13	0	7,71
Astra Zeneca	14,00	0,07	5000<	0	3,91	10,00	0,07	5000<	0	2,67
Atlas Copco	10,50	1,01	186275,50	0	9,68	10,50	0,99	190578,00	0	9,95
Axfood	9,00	0,44	13250,71	0	6,20	9,50	0,46	13080,19	0	5,78
Boliden	10,00	1,77	32438,42	0	14,32	10,00	1,77	30441,79	0	16,05
Electrolux	12,79	0,88	42799,42	0	8,90	13,02	0,89	40006,88	0	9,18
Ericsson	10,90	0,70	242534,04	0	7,77	10,90	0,63	222593,35	0	7,12
Getinge	9,60	0,57	36181,71	0	6,99	9,50	0,57	45607,40	0	6,61
Husqvarna	11,00	0,56	25100,00	0	6,93	11,00	0,55	20396,50	0	6,46
ICA gruppen	12,06	0,50	17162,32	0	6,57	12,83	0,49	17219,32	0	5,98
Intrum Justitia	9,75	0,49	8424,34	0	6,47	10,01	0,48	8163,50	0	5,94
JM	11,00	1,54	11245,60	0	12,89	11,00	1,52	9529,47	0	14,12
Kinnevik	10,09	0,94	37556,62	0	9,23	15,00	0,96	37281,15	0	9,70
Meda	12,00	0,88	18557,72	0	8,86	12,00	0,78	20937,88	0	8,30
Millicom	13,60	0,95	5000<	0	9,31	12,90	0,91	5000<	0	9,32
NIBE industrier	10,50	0,64	10423,50	0	7,39	10,00	0,51	10766,50	0	6,13
Nordea Bank	11,90	0,18	5000<	0	4,61	11,30	0,14	5000<	0	3,26
PEAB	6,68	0,88	13266,59	0	8,89	6,21	0,74	9636,43	0	7,94
RATOS	10,24	0,57	33264,96	0	7,01	10,27	0,56	23216,59	0	6,55
SAAB	11,19	0,98	14484,00	0	9,47	11,22	0,90	15144,50	0	9,20
Sandvik	10,00	1,20	127821,15	0	10,81	10,00	1,16	114973,35	0	11,29
SCA	6,30	0,50	63091,04	0	6,54	5,50	0,54	74168,62	0	6,37
Scania	11,00	0,83	101310,00	0	8,57	11,00	0,78	93450,00	0	8,26
SEB	13,60	0,17	104367	0	4,55	13,60	0,16	103444,80	0	3,42
Skanska	10,42	0,89	50867,68	0	8,92	10,26	0,81	45327,78	0	8,53
SKF	11,41	0,42	76772,19	0	6,05	13,00	0,35	70306,21	0	4,91
SHB	8,40	0,08	123500,00	0	3,99	7,90	0,08	130000,00	0	2,78
SOB	14,50	0,30	6299,13	0	5,34	13,60	0,39	6856,11	0	5,23
Swedish match	10,61	0,26	45849,63	0	5,10	8,55	0,13	46695,08	0	3,18
Tieto	8,73	0,83	5000<	0	8,58	8,80	0,81	5000<	0	8,53
Trelleborg	11,10	1,63	15870,50	0	13,47	11,10	1,69	17247,00	0	15,42
Volvo	12,00	0,80	195500	0	8,40	12,00	0,78	171000	0	8,32

Bilaga 7 - Historisk bolagsskatt 2007-2012



Källa: <http://www.kpmg.com/Global/en/services/Tax/tax-tools-and-resources/Pages/tax-rates-online.aspx> (hämtad 2014-03-13)

Bilaga 8 - Enkätfrågor

Nedan redovisar vi de frågor som vi har ställt i enkäten tillsammans med svarsfrekvensen. Totalt antal respondenter var 26.

Fråga 1: Vem/vilka bestämmer diskonteringsräntan på ert företag

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Annan	4		15.4%
Chef tillsammans med extern konsult	8		30.8%
Endast chefen (CFO, ekonomichef etc.)	12		46.2%
Endast externa konsulter	2		7.7%

Fråga 2: Vilken av följande termer beskriver bäst de externa konsulterna?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Använder inte extern konsult	8		30.8%
Finansanalytiker	1		3.8%
Revisionsbyråer	16		61.5%
Vet ej / vill ej uppge	1		3.8%

Fråga 3: Har subjektiva inslag betydelse i processen att ta fram diskonteringsräntan?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja	14		53.8%
Nej	12		46.2%

Fråga 4: Upplever ni någon press från utomstående eller inifrån företaget vid framtagandet av diskonteringsräntan?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja, både från utomstående och inifrån företaget	4		15.4%
Ja, från utomstående	1		3.8%
Nej	21		80.8%

Fråga 5: Är det tillräckligt detaljerade anvisningar (IAS 36 § 55; A17; A18 etc.) kring hur diskonteringsräntan ska/bör bestämmas?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja	23		88.5%
Nej	3		11.5%



Fråga 6: Är det tillräckligt tydliga anvisningar (IAS 36 § 55; A17; A18 etc.) kring hur diskonteringsräntan ska/bör redovisas?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja	22		84.6%
Nej	4		15.4%




Fråga 7: Upplever ni det komplicerat att ta fram diskonteringsräntan i enlighet med IAS 36?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja	6		23.1%
Nej	20		76.9%



Fråga 8: Om ja på föregående fråga, varför?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Andra anledningar	7		26.9%
Svårt att allokera goodwill till respektive KGE	1		3.8%
Svårt att definiera kassagenererande enhet (KGE)	18		69.2%

Fråga 9: Påverkas ni i Er redovisning av diskonteringsräntan kopplad till nedskrivningsprövning av goodwill av en upplevd efterfrågan från revisorer, analytiker eller andra intressenter?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja	10		38.5%
Nej	16		61.5%

Fråga 10: Har pressen från olika intressenter varit en bidragande orsak till att redovisningen av nedskrivningsprövningen blivit mer detaljerad och att omfattningen av informationsgivningen kring densamma har ökat de senaste åren?

Resultat

Svarsalternativ	Antal	Fördelning	Procent
Ja	10		38.5%
Nej, det har inte varit någon bidragande orsak	7		26.9%
Nej, vi har inte känt av någon press	7		26.9%
Vet ej/vill inte svara	2		7.7%

Agerar svenska börsbolag opportunistiskt?

Eller varför skiljer sig egentligen de svenska börsbolagens diskonteringsränta från en teoretisk?

Framtagandet av diskonteringsräntan för nedskrivningsprövning av goodwill anses innehålla subjektiva bedömningar som kan försköna företagens finansiella ställning.

Två studenter vid Lunds universitet har i sitt examensarbete undersökt företagen på Nasdaq OMX Stockholm Large, Mid och Small Cap för att se hur de svenska börsbolagen använder sig av diskonteringsräntan och om det går att urskilja några effekter av finanskrisen 2008. I sin studie har de analyserat årsredovisningar från de företag som redovisar goodwill för tidsperioden 2007-2012. – Vi valde den här tidsperioden för att det har gått ett par år sedan redovisning enligt IFRS infördes och företagen borde rimligen ha anammat de nya reglerna. Sedan tyckte vi att det också vore intressant att se om finanskrisen 2008 gav någon effekt på diskonteringsräntan, säger Niklas Norstedt, en av studenterna bakom undersökningen.

I undersökningen valde studenterna att jämföra företagens redovisade diskonteringsränta med en, av studenterna själva, teoretiskt framräknad ränta. I de fall där företagens räntor skiljde sig från den teoretiska räntan analyserades storleken på skillnaden för att kunna avgöra om skillnaden

berodde på estimeringsfel eller ett opportunistiskt beteende. För att bestämma gränsen för estimeringsfel kontaktades professor Tyrone Carlin, som tillsammans med kollegan Nigel Finch har gjort en studie över australiska bolag med samma syfte. Resultatet från studenternas undersökning visade att andelen företag som sätter sin diskonteringsränta för lågt i förhållande till den teoretiska, det vill säga opportunistiskt, har minskat för den undersökta tidsperioden.

– Det krävs mer information för att helt säkert säga att företagen inte använder diskonteringsräntan opportunistiskt. Vår undersökning visar i alla fall att antalet företag som kan tänkas använda den opportunistiskt har minskat, säger Stefan Levin, uppsatsen andra författare.

Studenterna skickade även ut en enkät till de företag som ingick i deras urval för att eventuellt finna stöd för vad de fann i sin egen granskning. Resultatet av enkäten visar att en stor andel av de tillfrågade företagen inte anser det vara svårt att räkna fram diskonteringsräntan. Likaså tycker närmare 85 % att det är tillräckligt detaljerade anvisningar i IAS 36 för hur diskonteringsräntan ska räknas fram och redovisas. Trots detta anser lite mer än hälften av företagen att det förekommer subjektiva inslag i processen att ta fram diskonteringsräntan.

FAKTA:

- År 2005 infördes IFRS 3, vilket innebär att alla bolag listade på Stockholmsbörsen från och med då årligen ska genomföra en nedskrivningsprövning för goodwill och vid behov skriva ner värdet på goodwill istället för att som tidigare skriva av värdet linjärt.
- Opportunistiskt beteende kan ta många former, de mest välbekanta termerna är *income smoothing* och *big bath accounting*. Detta syftar till att redovisa ett mer gynnsamt ekonomiskt resultat än vad som kanske är det rätta i teknisk mening.
- I processen att räkna fram diskonteringsräntan som används vid nedskrivningsprövning av goodwill görs det bedömningar om bland annat risk och förväntad tillväxttakt, som anses ge utrymme för subjektiva inslag. I teorierna om opportunistiskt beteende anses detta utnyttjas av företagen för att påvisa resultat som skiljer sig från det faktiska.

