



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen
FEKH69
Examensarbete i redovisning
Vt 22

Värderelevansen av goodwill

En jämförande studie mellan telekommunikationsbranschen och matproduktionsbranschen

Författare:

Albin Johansson

David Larsson

Jacob Svensson

Telefon: 0760072466

Email: al4011jo-s@student.lu.se

Handledare:

Maria Gårdängen

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Värder relevansen av goodwill

Seminariedatum: 3 Juni 2022

Ämne/kurs: FEKH69, Examensarbete på kandidatnivå i redovisning, 15 högskolepoäng

Författare: Albin Johansson, David Larsson & Jacob Svensson

Handledare: Maria Gårdängen

Fem nyckelord: Goodwill, värder relevans, redovisningshomogenitet, marknadseffektivitet & goodwills natur.

Forskningsfråga: Skiljer sig värder relevansen av goodwill mellan telekommunikationsbranschen och matproduktionsbranschen? Om skillnader i värder relevans kan identifieras, vad beror dessa skillnader på?

Syfte: Studiens syfte är att jämföra goodwills värder relevans mellan matproduktions- och telekommunikationsbranschen samt försöka förklara eventuella skillnader i värder relevans.

Metod: Studien tillämpar en multivariabel regressionsanalys för att undersöka värder relevansen av goodwill i de 80 största företagen inom respektive bransch under tre år, 2009, 2013 och 2018. Resultatet från regressionen analyseras utifrån teorier och tidigare forskning som berör marknadseffektivitet, redovisningshomogenitet och goodwills natur.

Teoretiska perspektiv: Den teoretiska basen utgörs av effektiva marknadshypotesen och teorier om goodwills natur. Två teorier om goodwills natur presenteras: teorin om övervinster och teorin om underliggande tillgångar.

Resultat: Resultat från den multivariabla regressionsanalysen visar på skillnad i värder relevansen av goodwill inom urvalet. Värder relevansen av goodwill inom matproduktionsbranschen är högre för samtliga tre observationsår.

Slutsats: Tydlig skillnad i värder relevans mellan branscherna i urvalet antyder att skillnad i värder relevans av goodwill existerar mellan branscherna överlag. Tre förklaringsfaktorer till skillnaden i värder relevans identifierades i studien. Dessa faktorer var: skillnader i marknadseffektivitet mellan branscherna, bristande homogenitet i redovisning och goodwills natur. Resultatet från studien talar för ytterligare undersökning huruvida branschspecifik redovisning av goodwill eller ytterligare upplysningar om goodwill är nödvändigt.

Abstract

Title: The value relevance of goodwill

Seminar date: June 3th 2022

Course: FEKH69, Degree Project, Business Administration, Undergraduate level, 15 UPC

Authors: Albin Johansson, David Larsson & Jacob Svensson

Advisor: Maria Gårdängen

Key words: goodwill, value relevance, accounting harmonization, market efficiency & the nature of goodwill

Research question: Does the value relevance of goodwill differ between the telecommunication sector and the food production sector? If differences can be identified, what do they stem from?

Purpose: The purpose of the study is to compare the value relevance of goodwill in the food production sector and the telecommunication sector and explain potential differences in the value relevance of goodwill.

Methodology: The study uses a multivariable regression analysis to examine the value relevance of the largest 80 companies in each sector during the years 2009, 2013 and 2018. The result of the regression analysis is analyzed using theories and earlier research concerning market efficiency, accounting harmonization and the nature of goodwill.

Theoretical perspectives: The theoretical base consists of the effective market hypothesis and theories regarding the nature of goodwill. Two theories regarding the nature of goodwill are presented: the theory of excess earnings and the theory of underlying assets.

Result: The result from the regression analysis shows a difference in the value relevance of goodwill between the sectors in the sample. The value relevance in the food production sector is greater than in the telecommunication sector for all three observations.

Conclusion: A notable difference in the value relevance of goodwill in the sample suggests a difference between the sectors overall. Three explanatory factors were identified: differences in market efficiency, lacking accounting harmonization and the nature of goodwill. The results of the study suggest further research regarding whether there is a need for sector specific accounting regulation of goodwill or if additional information in financial reporting regarding the asset is needed.

1. Inledning	6
1.1 Introduktion	6
1.2 Problematisering	7
1.3 Avgränsning	9
1.4 Syfte & frågeställning	10
2. Teori	11
2.1 Den effektiva marknadshypotesen	11
2.2 Goodwills natur	13
2.3 Övervinster	13
2.4 Teori om underliggande tillgångar	15
2.5 Sammanfattning och kritisk förhållning, teorier om goodwill	16
2.6 Homogen redovisning	17
3.Hypotes	20
4. Metod	21
4.1 Modell	21
4.2 Statistiska antaganden och tester	23
4.3 Alternativa modeller	24
4.4 Kvantitativ metod	25
4.5 Urval	26
4.6 Observationstidpunkt	26
4.7 Datainsamling	29
4.8 Tabeller och presentation	29
4.9 Bortfall	30
4.10 Litteraturinsamling	30
4.11 Källkritik	30
4.12 Validitet & Reliabilitet	31
5. Empiri	33
5.1 Deskriptiv statistik	33
5.2 Statistiska tester	33
5.3 Statistik multivariabel regression	35
5.4 Ytterligare statistik	38

6. Analys	40
6.1 Statistisk Analys	40
6.2 Analys av bakomliggande faktorer	43
6.2.1 Effektivitet inom branscherna	43
6.2.2 Goodwills natur	44
6.2.3 Homogen redovisning	45
7. Slutsats & diskussion	47
7.2 Framtida forskning	48
Litteraturlista	50
Bilagor	54
Bilaga 1 Deskriptiv statistik	54
Bilaga 2 Jarque-Bera test	55
Bilaga 3 Ramsey reset test	55
Bilaga 4 Bortfallsanalys	56
Bilaga 5 Observationer 2009	57
Bilaga 6 Observationer 2013	61
Bilaga 7 Observationer 2018	65

1. Inledning

1.1 Introduktion

Goodwill uppkommer i samband med företagsförvärv, det vill säga då ett företag köper upp hela eller delar av en verksamhet. Residualen mellan köpeskillingen och värdet på identifierbara förvärvade tillgångar är det som benämns goodwill. För att goodwill ska kunna redovisas i en finansiell rapport så måste alltså ett förvärv ha ägt rum. Goodwill kan ses som en restpost i finansiella rapporter, alltså något som traditionella redovisningsbegrepp inte kunnat förklara (Rahm et al., 2016). Av IASB definieras goodwill som en tillgång som representerar framtida ekonomiska fördelar som uppstår från andra förvärvade tillgångar i ett rörelseförvärv som inte är enskilt identifierade och redovisade separat (IAS 38). Enligt internationell redovisningsstandard ska börsnoterade företag redovisa och motivera vad som ligger bakom det värde som redovisas i goodwillposten (IFRS 3, p. 59-60).

Hur goodwill ska behandlas efter ett förvärv har länge varit omdiskuterat (Sandell & Svensson, 2017). Ska den skrivas av mot eget kapital, skrivas ner systematiskt utefter en fastställd avskrivningsplan eller ska den stå kvar i balansräkningen till förvärvspriset tills man identifierar att en nedskrivning bör göras? Goodwill har genom historien behandlats på alla dessa olika sätt och diskussionen om vilket alternativ som är bäst pågår ännu (Marton, 2022). EFRAG (2021) har nyligen utgivit ett Discussion Paper med titeln Better information on intangibles-Which is the best way to go? EFRAG konstaterar i denna att det inte alls är säkert att den bästa informationen om immateriella tillgångar erhålls genom en traditionell redovisningsmodell. En möjlig väg enligt EFRAG är att istället införa kvalitativa upplysningar, det vill säga fördjupade upplysningar om de specifika immateriella tillgångarna som är centrala för ett företags affärsmodell (EFRAG, 2021).

De immateriella tillgångarnas natur skapar enligt Marton osäkerhet i redovisningen, både med hänseende i hur relevant det är att redovisa i balansräkningen och hur de ska värderas (Marton, 2022). Diskussionen om hur goodwill ska behandlas måste ses med bakgrund i IASB och deras föreställningsramar, i vilken ändamålet med redovisningen är att ge information till investerare och potentiella investerare att fatta beslut ifrån (Marton et al., 2020). Ett sätt att koppla ihop redovisningssiffrorna med dess användare, investerare, inom redovisningsforskning är Capital

market research. Inom detta forskningsområde försöker man förstå hur investerare reagerar på redovisningsinformation, exempelvis hur en aktiekurs påverkas vid tillkännagivande av ett företags resultat. Ett centralt begrepp inom denna typen av forskning är värder relevans, begreppet syftar till vilken grad finansiella poster i redovisningen förklarar aktiepriset. Genom att undersöka värder relevansen kan man svara på frågan om redovisningen är relevant för investerare och därmed om syftet med redovisningen uppfylls.

Forskning om goodwill's inverkan på aktiepris blir allt mer väsentlig i och med att goodwillposten i sig men också som del av totala tillgångar har ökat med tiden (EFRAG, 2016). Från 2005 till 2014 har den totala mängden goodwill ökat från 935 miljarder till 1341 miljarder euro i de bolag som tillhör S&P 350 Europe. Detta innebär att mängden goodwill har ökat med cirka 43,4% för perioden (EFRAG, 2016). Enligt EFRAG (2016) förklaras ökningen av en signifikant ökning av förvärv som bidragit till goodwill samt att företagen gjort ett mindre antal nedskrivningar än vanligt under perioden. Av den mängd immateriella tillgångar som redovisats för detta urval av företag så utgör goodwill i snitt 62% av de totala immateriella tillgångarna. Andelen goodwill i relation till totala tillgångar var under 2005 till 2014 3,7% i snitt. Det är vidare av intresse att framföra en alternativ procentsats som framställs om man exkluderar företag som tillhör finanssektorn, dessa har typiskt sett relativt stor balansomslutning. Om dessa inte räknas med blir procenttalet betydligt högre, procenttalet fluktuerar då mellan 13,5 till 19,5 %. Det justerade procenttalet har sedan 2009 sjunkit och har stabiliserats vid 16,5% för 2014. Trots denna ökning av mängden goodwill, så har den relativt totala tillgångar avtagit något från 2009 till 2013 (19,5 till 16,4%). I bakgrund av goodwill's ökning inom noterade företag är det mer intressant än någonsin att undersöka goodwill's värder relevans. I problematiseringen som följer kommer tidigare forskning av värder relevansen för goodwill diskuteras och hur denna studie positioneras gentemot den.

1.2 Problematisering

Värder relevansen av goodwill inom detta arbete syftar till graden som goodwillposten inom den finansiella rapporteringen påverkar marknadsvärdet av företaget i fråga. Tidigare forskning om goodwill's värder relevans är enad angående huruvida goodwill är värder relevant eller ej. Sambandet har i tidigare studier försökt förstås genom att utföra multivariabla regressionsanalyser. I dessa regressionsanalyser har goodwill visats vara signifikant för marknadsvärdet (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014). Studierna visar därmed att investerare bedömer goodwill som relevant vid värdering av företags marknadsvärde. Goodwill's

värder relevans har även påvisats inom flera olika redovisningssystem som IFRS (Ji & Lu, 2014), FASB (Chambers, 2007) och enligt svensk redovisningssed innan IFRS (Hamberg & Beisland, 2014). Baserat på tidigare forskning som utförts inom området kan slutsatsen dras att goodwill är värder relevant för investerare.

En fråga som däremot är omtvistad inom forskningsområdet är om goodwills värder relevans skiljer sig vid systematisk avskrivning eller nedskrivningsprövning av goodwill. Studier som undersökt detta område har fokuserat på redovisning före samt efter implementering av nya redovisningsregler och försöker identifiera eventuella skillnader i goodwills värder relevans. Aharony et al. (2010) hävdar att introduktionen av IFRS i EU och därmed införandet av nedskrivningsprövning av goodwill ökade värder relevansen av goodwill. En liknande undersökning som utförts av Ji & Lu (2014) förkastar hypotesen att goodwills värder relevans ökat efter implementering av IFRS från tidigare redovisningssystem i Australien. Chambers (2007) som undersökte goodwills värder relevans vid övergången till SFAS 142 och därmed nedskrivningsprövning av goodwill hävdar att årlig nedskrivningsprövning av goodwill ökade värder relevansen, samtidigt som avskaffningen av systematisk avskrivning minskade värder relevansen. Utifrån detta resultat argumenterar Chambers (2007) att nedskrivningsprövning och systematisk avskrivning ska kombineras för ökad värder relevans. Det är viktigt att påpeka att studierna som nämns ovan inte nödvändigtvis är motstridiga. Förändringar av goodwills värder relevans är beroende av den tidigare redovisningssed som gällde inom landet tidigare. I fallet med Ji & Lu (2014) och Aharony et al. (2010) undersöks goodwills värder relevans innan och efter implementering av IFRS, dock så skiljer sig de redovisningssystem som tillämpades innan introduktionen av IFRS. Hur goodwill hanterades enligt Australiens redovisningssed såväl som EUs innan implementering av IFRS kan därmed svara för eventuella skillnader i resultat. Dock finns det ingen tydlig konsensus inom området som talar för att systematisk avskrivning eller nedskrivningsprövning av goodwill resulterar i ökad värder relevans.

Tidigare forskning (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014) har fokuserat på att undersöka den generella aktiemarknaden och om goodwill är värder relevant eller om implementering av nya redovisningsregler har inverkan på goodwills värder relevans. Det finns en avsaknad inom tidigare forskning som studerar goodwills värder relevans för individuella segment inom marknaden. Segment syftar på uppdelningar i form av exempelvis börser, branscher och länder. För närvarande finns det inga jämförande studier som undersöker om

goodwills värder relevans skiljer sig mellan olika segment inom aktiemarknaden. Med avstamp i detta ämnar denna studie att bidra till forskningsområdet genom att undersöka skillnader i värder relevans av goodwill mellan två branscher. Branscherna som undersöks i denna studie är telekommunikations- och matproduktionsbranschen inom den europeiska marknaden.

Värdet av bidraget som denna studie medför grundar sig i den finansiella rapporteringens syfte. Enligt IASBs föreställningsramar ska finansiell rapportering ske i syfte att ge underlag för beslutsfattare, specifikt investerare, potentiella investerare och kreditgivare (Marton et al., 2020). Den finansiella rapporteringen ska därmed möjliggöra för investerare att uppskatta företagets värde (Marton et al., 2020). Om detta syfte uppfylls bör redovisade värden i de finansiella rapporterna reflekteras i företagets aktievärde. För att den finansiella informationen ska vara relevant ska det enligt IASB även finnas en jämförbarhet mellan företag (Marton et al., 2020). Om värder relevansen skiljer sig eller ej mellan branscher kan ge en indikation på om målet med jämförbarhet uppfylls. Om värder relevansen skiljer sig mellan branscher har goodwillposten olika värde från investerarens perspektiv beroende på bransch, tillgången är därmed inte jämförbar mellan branscherna.

Goodwill bör således vara värder relevant och inga skillnader mellan branscher bör observeras. Då denna studie undersöker om denna hypotes är korrekt eller inte innebär det även att resultatet kan ge svar på huruvida aktuella redovisningsregler resulterar i finansiella rapporter som uppfyller de mål som är uppsatta i IASBs föreställningsramar. Resultatet av studien kan även tänkas bidra till en diskussion om huruvida branschspecifik redovisning bör vara aktuellt i fallet med goodwill för att öka jämförbarheten mellan bolag, i det fall skillnader identifieras. Goodwill är i ljuset av den ökning som skett ett speciellt intressant studieobjekt för en jämförelse av värder relevansen av redovisningsinformation mellan branscher. På grund av goodwills ökning som andel av företags totala tillgångar bör tillgången ha högre inverkan på marknadsvärdet av företag idag än vad det har haft historiskt och därmed vara en viktigare post för investerare.

1.3 Avgränsning

Denna studie undersöker de 80 största börsnoterade företagen inom två branscher på den europeiska marknaden, matproduktions- och telekommunikationsbranschen. Den europeiska marknaden valdes då samtliga länder tillämpar IFRS, redovisning och uppställning av finansiell information utformas därmed enligt samma regelverk. För att kunna jämföra värder relevansen av goodwill mellan två

branscher är det väsentligt att uppställningen av finansiell information sker på samma sätt mellan samtliga företag. Börsnoterade företag valdes då information om marknadsvärdet är tillgängligt och samtliga företag följer samma regelverk. Tillgänglig information om företags marknadsvärde krävs då värder relevansen av goodwill representerar investerarens bedömning av goodwills bidrag till det slutgiltiga marknadsvärdet. För icke-noterade företag är marknadsvärdet av företaget inte tillgängligt och därmed exkluderas dessa företag. Val av de två branscherna genomförs utifrån två kriterier: bolagen ska redovisa goodwill och de två branschernas verksamhet ska skilja sig från varandra. För att undersöka värder relevansen av goodwill krävs branscher där goodwill utgör en del av företagens tillgångar. Branscher som tenderar att inte ha goodwill är inte lämpliga för denna undersökning. Kriteriet att verksamheten som bedrivs i de olika branscherna ska skilja sig från varandra motiveras av forskningsansatsen att undersöka redovisningens jämförbarhet. Om företag skiljer sig på en operativ nivå i större utsträckning kan även goodwill tänkas skilja sig som tillgång, vilket bör uttrycka sig i en skillnad i värder relevans. Ju mer branschernas verksamhet skiljer sig desto större sannolikhet att värder relevans av goodwill kan observeras.

Vi valde undersöka de 80 största företagen i varje bransch, istället för att utföra ett sannolikhetsurval som representerar hela branschen, för att säkerställa att företagen i fråga redovisar goodwill. Med hänseende i faktumet att goodwill uppstår genom företagsförvärv behöver företagen som undersöks i studien genomfört ett eller flera förvärv. Större företag tenderar att genomföra flera företagsförvärv och besitter därmed goodwill i större utsträckning.

1.4 Syfte & frågeställning

Syftet med studien blir därmed att jämföra goodwills värder relevans mellan telekommunikations- och matproduktionsbranschen och utifrån tidigare forskning och relevanta teorier ge möjliga förklaringar till eventuella skillnader. Tidigare forskning och teorier som kommer användas inom studien syftar till att diskutera goodwills natur, marknadens effektivitet samt redovisningens homogenitet och hur detta påverkar värder relevansen av goodwill mellan de två branscherna. För att uppfylla detta syfte ställs följande frågeställningar upp:

1. Skiljer sig värder relevansen av goodwill mellan telekommunikationsbranschen och matproduktionsbranschen?
2. Om skillnader i värder relevans kan identifieras, vad beror dessa skillnader på?

2. Teori

2.1 Den effektiva marknadshypotesen

Värderelevans syftar på den inverkan redovisningsinformation har på företags marknadsvärde. Ett annat sätt att uttrycka detta är att informationen är inkorporerad i aktiepriset. Hur väl marknader inkorporerar redovisningsinformation kan därmed påverka värderelevansen av en finansiell post. Frågan är därmed hur väl branscherna inkorporerar finansiell information om goodwill. Om skillnader i vilken information som inkorporeras om goodwill existerar mellan branscherna kan detta resultera i att värderelevansen av goodwill skiljer sig mellan branscherna.

Till vilken grad information är inkorporerat i marknadsvärdet beskrivs av den effektiva marknadshypotesen. Hur effektiv marknaden är kan delas in i olika nivåer: stark, semi-stark och svag (Fama, 1970). Vid svag nivå är informationen som antas vara inkorporerad i det aktuella priset endast de historiska priserna (Fama, 1970). Vid en semi-stark nivå är det all allmänt tillgänglig information som är inkorporerad i priset och ny information fångas snabbt upp i priset (Fama, 1970). Vid stark effektivitet är även information som inte är allmänt tillgänglig inkorporerad i priset (Fama, 1970).

I denna studie undersöks den europeiska marknaden och därmed har effektiviteten på denna marknad inverkan på huruvida skillnader i värderelevans av goodwill existerar eller ej mellan branscherna. Om den europeiska marknaden har semi-starkt effektivitet innebär det att all tillgänglig information inkorporeras för samtliga branscher. Detta innebär att inga skillnader i marknadseffektivitet bör föreligga mellan branscherna som valts i denna studie, då branscherna inkorporerar samma information vid värdering av marknadsvärde.

Dock om en semi-stark effektivitet inte kan påvisas finns det en risk att viss allmänt tillgänglig information inkorporeras olika i de olika branscherna. Det finns därmed möjlighet att informationsunderlaget investerare utnyttjar vid värdering av företags marknadsvärde skiljer sig mellan branscherna. I detta fall är det möjligt att effektiviteten mellan branscherna skiljer sig vilket kan resultera i att värderelevansen av goodwill även skiljer sig.

Hur effektiv marknaden är på att inkorporera information råder det delade meningar om (Titan, 2015). Titan (2015) som tagit fram en översikt över empiriska studier som utförts angående den effektiva marknadshypotesen menar att det inte råder någon konsensus huruvida marknaden är effektiv eller till vilken grad. Anledningen till detta kan vara att det är en teori som är svår att ta sig ann empiriskt och att modellerna för att testa den måste utvecklas (Titan, 2015). Det finns emellertid ett starkt stöd inom capital market research för att finansiell information på kort sikt snabbt inkorporeras i aktiepriset, vilket tyder på en semi-stark marknad (Kothari 2001). Landsman & Maydew (2002) undersökte marknadens reaktion på tillkännagivande av resultat under en 30-års period. Syftet med undersökningen var att undersöka huruvida redovisningsinformationens användbarhet för investerare över tid förändrats. För att uppfylla syftet undersöktes onormal volym och volatilitet i handlade aktier vid tidpunkten då företag gav ut information om deras resultat (Landsman & Maydew, 2002). De fann att marknaden under de 30 åren alltså reagerat på redovisningsinformationen (Landsman & Maydew, 2002). Kothari (2001) menar att detta resultatet ligger i linje med den effektiva marknadshypotesen, i och med att volatiliteten i prisförändringar ökar vid ny information. Det finns visst stöd att marknaden är semi-stark inom capital market research men inte tillräckliga bevis för att dra slutsatser huruvida den europeiska marknaden är semi-stark eller ej. Det är därmed möjligt att effektiviteten kan skilja sig mellan olika segment inom marknaden, som exempelvis bransch.

Hur en marknad segmenteras kan göras på olika sätt. Geografiskt är studien avgränsad till Europa vilket kan tänkas medföra viss homogenitet i effektiviteten. Dock har studier som undersökt marknadseffektivitet i Europa kommit till olika slutsatser för olika länder (Borges, 2010; Boya, 2019). Borges (2010) undersökte huruvida låg effektivitet rådde på sex olika aktiebörser i Europa: Storbritanniens, Frankrikes, Tysklands, Spaniens, Greklands och Portugals. Resultatet i studien varierade något, för Tyskland och Spanien kunde inte den effektiva marknadshypotesen förkastas, medan detta var möjligt för de andra länderna. Även Boya (2019) testade låg effektivitet på den franska börsen men mellan åren 1987 till 2018 och menar att den huvudsakligen är effektiv men att den under kortare perioder är ineffektiv. Dessa perioder av ineffektivitet sammanfaller eller följer stora politiska och ekonomiska händelser, exempelvis Eurokrisen 2009 (Boya, 2019). Marknaden kan även segmenteras branschvis, forskningen för olika branschers marknadseffektivitet finns dock inte i dagsläget. Generellt sett ses utvecklade ekonomier som mer effektiva än de i utvecklingsländer, detta beror på bristande informationsflöde i utvecklingsländer vilket leder till friktion och asymmetri (Nguyen & Parson, 2021). Beroende på om urvalet för de olika branscherna

skiljer sig i vilken typ av länder de är koncentrerade i, avseende hur utvecklade ekonomierna är, kan detta innebära skillnader i marknadseffektivitet mellan branscherna och därmed skillnad i värder relevans.

2.2 Goodwills natur

För att goodwill ska vara värder relevant vid värdering av ett företag krävs det att tillgången bidrar till framtida ekonomiska fördelar. Vad goodwill är och hur det skapar ekonomiska fördelar är därmed en avgörande faktor för om goodwill är värder relevant eller ej. Frågan uppstår även om huruvida goodwill är densamma oavsett vilken typ av verksamhet företaget i fråga bedriver. Uppstår goodwill på samma sätt och består tillgången av samma beståndsdelar oavsett vilket företag som observeras? Om goodwill skiljer sig beroende på typ av verksamhet är det möjligt att olika typer av goodwill skiljer sig i värder relevans, då investerare kan värdera en typ av goodwill mer än andra. Det är även möjligt att goodwill värderas olika även om dess natur och beståndsdelar är desamma beroende på vilken företagskontext den är i och hur den interagerar med ett företags andra tillgångar. För att undersöka goodwills natur tillämpar studien två teorier: goodwill i form av övervinster och i form av underliggande tillgångar. Teorierna valdes då det är de mest etablerade teorierna inom området som även har diskuterats av andra forskare.

2.3 Övervinster

En bestående teori om goodwill och bakomliggande orsaker till dess uppkomst grundar sig på uppkomsten av övervinster. Övervinster syftar till vinster som överstiger normal avkastning för företaget i fråga (Colley & Volkan, 1988). Goodwill uppstår därmed i företagsförvärv där goodwill representerar de övervinster som förvärvaren förväntar sig uppkomma genom förvärvet (Colley & Volkan, 1988). Goodwill är, utifrån teorin om övervinster, nuvärdet av förväntade vinster över normal kapacitet som diskonteras över ett visst antal år (Colley & Volkan, 1988). Utgångspunkten att goodwill består av förväntade övervinster sträcker sig tillbaka till 1921 då Leake förklarar goodwills uppkomst genom så kallade super-profits (Leake, 1921). Super-profits defineras enligt Leake (1921) som mängden av framtida vinster som förväntas överstiga normal avkastning från investerat kapital. Goodwill uppstår i ett företagsförvärv genom att det finns en betydande sannolikhet att super-profits kommer att uppstå som ett resultat av att förvärvet inträffar (Leake, 1921). Detta innebär att om det inte finns en skäligen sannolikhet att framtida super-profits kommer uppstå kan ingen nuvarande goodwill existera (Leake, 1921). Goodwill representerar därmed den

premie företag betalar för att få tillgång till en extra lönsam placering av kapital (Leake, 1921). Goodwills värde grundar sig i den universella efterfrågan på super-profits, vinster som överstiger normal avkastning (Leake, 1921). Teorin om att goodwill består av så kallade övervinster eller super-profits har även stöd av flera författare som Spacek (1969) som hävdar att goodwill är nuvärdet av framtida förväntade vinster som är utöver normala vinster. Paton & Littleton (1940) hävdar som Leake att goodwill uppstår i förvärv där företaget som förvärvas har förmåga att generera övervinster.

Det är av vikt att påpeka att goodwills värde baseras på uppskattade övervinster och därmed finns det en osäkerhet kopplat till värderingen av goodwill. Om övervinster uppskattas bestå under en längre period ökar osäkerheten då risken att oväntade händelser inträffar ökar (Leake, 1921). Vid förvärv är det nuvärdet av förväntade övervinster som utgör goodwills värde, vilket innebär att förväntade framtida övervinster måste diskonteras för att beräkna goodwillens storlek (Colley & Volkan, 1988; Leake, 1921).

Det finns dock betydande kritik mot teorin om övervinster. Kaner (1937) hävdar att processen för uppskatta den period övervinster beräknas bestå och den diskonteringsränta som bör användas för beräkning av nuvärde är ytterst svårt. Utöver problematiken att uppskatta period och diskonteringsränta hävdar Kanter (1937) att ett enkelt och effektivt system för värdering av goodwill är omöjlig på grund av goodwillens natur.

To invent a simple yet efficient system is impossible. There is no short cut. Goodwill, by its very nature, is intangible and fluctuating; it is influenced easily by many factors both internal and extraneous, and it is composed of diverse elements. Its value can be computed therefore by no simple device, but by some formula which must take into account all these different factors, which operate, moreover in their number and effect differently in each separate business. (Kanter, 1937, s.58).

Kanter (1937) påpekar att teorin om goodwill i form av övervinster är för simplificerat och beaktar inte alla diverse faktorer som utgör goodwills värde. Liknande kritik har framförts av Lee (1971) som hävdar att teorin om övervinster totalt ignorerar att goodwills värde är beroende av verksamheten i fråga, då värdet uppkommer genom att företagets tillgångar interagerar och kombineras för att skapa goodwills värde. Likväl som Kanter hävdar Lee (1971) att värdering av

goodwill inte är så enkel så att teorin om övervinster kan tillämpas. Kanter och Lee är dock långt ifrån de enda som kritiserar teorin om övervinster. Reg S. Gynther i Some "Conceptualizing" on Goodwill förkastar uttryckligen teorin om att goodwill består av framtida diskonterade vinster över normal avkastning (Gynther, 1969). Teorin om övervinster är omdebatterad inom forskningsområdet då flera instämmer med teorin samtidigt som det finns en bestående kritik mot teorin.

2.4 Teori om underliggande tillgångar

Ett annat sätt att betrakta goodwill och dess natur är att se det som bestående av underliggande tillgångar. Bloom (2008) presenterar i boken *double accounting for goodwill* detta synsätt på goodwill, vilket bygger på Lonergan (1995). I detta perspektivet är goodwill en post som består av underliggande tillgångar som kan identifieras och delas in i olika kategorier (Bloom, 2008). Syftet med denna ansatsen är att i praktiken kunna fastställa avskrivningstider som inte är godtyckliga (Bloom, 2008). I stället för att se goodwill som en residual menar Bloom (2008) att Goodwill kan ses ur ett bottom-up perspektiv där det definieras utifrån sina underliggande tillgångar och beståndsdelar. Lonergan (1995) föreslår att goodwill kan delas in i följande kategorier: synergifördelar, kvalite på marknadsföringspersonalen, kundlojalitet, skalekonomier, välutvecklat distributionsnätverk, geografiska fördelar, monopolsituation, ledningens skicklighet, innovativ användning av teknologi. Grundtanken, att se goodwill som bestående av underliggande tillgångar, är förvisso inget nytt synsätt utan något som tidigare förespråkats av andra (Ratiu & Tudor, 2013). Här kan bland andra Tearney (1973) och Gynther (1969) nämnas. Tearney (1973) menar att goodwill kan representera vitt skilda underliggande tillgångar exempelvis tillgång till utländska marknader eller teknisk expertis. I och med detta hävdar Tearney (1973) att posten goodwill blir otydlig och icke informativ. Utifrån detta argumenterar Tearney för att de underliggande tillgångarna bör identifieras och värderas för att göra finansiella rapporter mer informativa och objektiva. Gynther (1969) hävdar att goodwill existerar endast då underliggande tillgångar finns, även om dessa inte är uppställda som tillgångar i finansiella rapporter.

Kritiken som riktats gentemot denna syn på goodwill är framförallt att goodwill förlorar sitt existensberättigande som post (Ratiu & Tudor, 2013). I fall goodwills alla komponenter går att identifiera och placeras inom de kategorier som Lonergan (1995) och Bloom (2008) föreslår så finns det inget syfte att goodwill som post existerar, då det den gör är att fånga upp värden som inte kan identifieras vid företagsförvärv (Ratiu & Tudor, 2013). Detta är en rimlig kritik men teorins

grundval kvarstår att goodwills underliggande natur kan skilja sig, oavsett om den kan identifieras eller inte. Ytterligare kritik mot teorin om underliggande tillgång grundar sig i svårigheten att särskilja varje individuell tillgångs bidrag till goodwills totala värde. Lee (1971) instämmer med teorin att goodwill består av underliggande tillgångar och hävdar att tillgångarna tillsammans bidrar till lönsamhet överlag men att det inte är möjligt att individuellt värdera varje enskild tillgång. Liknande argument förs av Gynther (1969) som menar att värdering av mer subjektiva tillgångar inte är möjlig, som exempelvis kvalitét av personal.

2.5 Sammanfattning och kritisk förhållning, teorier om goodwill

Vi instämmer med den tidigare nämnda kritiken av Kanter (1937) och Lee (1971) att teorin om övervinster är för simplificerad för att utvärdera goodwills värde. Teorin att goodwill utgörs av förväntade framtida diskonterade övervinster och därmed är likvärdigt oavsett hur goodwill uppstår eller i vilken typ av verksamhet den uppstår, framstår som en orealistisk förenkling av goodwills natur. Då goodwill är ett resultat av företagsförvärv innebär det att tillgången uppstår i betydande olika verksamheter där orsaken varför en premie betalas över förvärvets tillgångar kan skilja sig drastiskt. Att goodwill, som uppstår i drastiskt skilda förhållanden, ska bestå av övervinster oberoende av verksamheten reflekterar inte tillgångens komplexa natur. I fall goodwill består av övervinster oberoende av verksamhet bör även dess värder relevans vara densamma för samtliga företag. Framtida övervinsters värde bör inte skilja sig beroende på verksamhet eller vilka tillgångar företaget besitter.

Teorin att goodwill består av underliggande tillgångar beaktar, till skillnad från teorin om övervinster, tillgångens komplexitet i större utsträckning. Genom att goodwill kan representeras av olika underliggande tillgångar kan goodwills värder relevans skilja sig beroende på vad goodwill består av och vilken verksamhet som besitter tillgången. Vissa underliggande tillgångar kan värderas högre av investerare och därmed kan goodwills värder relevans bero på dess sammansättning av underliggande tillgångar. Värdet av goodwill kan även bero på hur de underliggande tillgångarna kombineras och samverkar med andra tillgångar inom företaget i fråga. Teorin beaktar därmed i större utsträckning företagets verksamhet vid värdering av goodwill än teorin om övervinster. Dock som nämnts av Gynther (1969) och Lee (1971) anser vi att värderingen av enskilda underliggande tillgångar är ytterst svårt om inte omöjligt. Applicering av teorin, att dela upp goodwill i underliggande tillgångar, är inte praktiskt utförbart. Om det inte är möjligt att dela upp goodwill kan teorins värderingsprocess ifrågasättas. Även om underliggande tillgångar kan

identifieras kan en exakt värdering av goodwill inte genomföras om inte samtliga beståndsdelar kan värderas. Teorins applicerbarhet kan därmed ifrågasättas om det är ytterst svårt att värdera varje underliggande tillgångs bidrag till goodwills värde.

Teorierna kan jämföras utifrån deras skillnader i abstrahering. Teorin om underliggande tillgångar är den teori där goodwills bakomliggande beståndsdelar blir som mest konkret i och med att goodwill bryts ned i konkreta tillgångar. Goodwill översätts till underliggande tillgångar som kan identifieras och värderas. Teorin om övervinster kan sägas vara mer abstrakt. Goodwill blir i det här fallet inte någon underliggande tillgång, utan snarare vad en underliggande tillgång kan tänkas generera i framtiden. Frågan huruvida goodwill är densamma oavsett verksamhet, om goodwill är likvärdigt, beror på vilken teori som tillämpas. Om goodwill bedöms bestå av framtida förväntade diskonterade övervinster är goodwill likvärdigt oavsett bransch, eftersom det består av samma sak och inte påverkas av sin kontext. Dock om goodwill anses vara i form av identifierbara underliggande tillgångar är sannolikheten lägre att goodwill är likvärdigt inom båda branscherna. Om goodwillen består av samma underliggande tillgångar kan värder relevansen fortfarande påverkas av hur de interagerar med företagets andra tillgångar. Fortsättningsvis kan själva sammansättningen av underliggande tillgångar skilja sig mellan branscherna, det vill säga att de inte representerar samma sak. Om en branschs goodwill i hög grad består av teknisk kunskap och en annan branschs goodwill består till stor del av kvalitén på marknadsföringspersonal kan goodwill inte anses vara likvärdig mellan branscherna då sammansättningen skiljer sig åt. Om sammansättningen skiljer sig åt kan det resultera i att värder relevansen även skiljer sig åt om investerare anser att vissa typer av underliggande tillgångar är mer relevanta vid värdering av marknadsvärde. Sammanfattningsvis, om goodwills natur skiljer sig mellan branscher kan det ha en inverkan på värder relevansen och därmed jämförbarheten mellan bolag. Som Marton et al (2020 s.44) beskriver "För att information ska vara jämförbar ska lika fenomen se likadan ut och olika fenomen se olika ut.". I fall goodwill behandlas redovisningsmässigt utifrån samma regelverk samtidigt som fenomenet i sig skiljer sig mellan branscher minskar jämförbarheten mellan bolag vilket bör resultera i att värder relevansen skiljer sig.

2.6 Homogen redovisning

Frågan huruvida redovisningen mellan de två branscherna som undersöks i denna studie är homogen har betydande inverkan på om värder relevansen av goodwill skiljer sig mellan branscherna eller inte. Homogen redovisning inom båda branscher innebär att uppförandet av finansiella rapporter sker på samma sätt och att det inte finns systematiska skillnader mellan branscherna vid

värdering av tillgångar. Om redovisningen mellan branscherna skiljer sig finns det risk att värdering och nedskrivningsprövning av goodwill sker på olika sätt. I fallet med redovisning som inte är homogen kan goodwill skilja sig mellan två företag i de finansiella rapporterna även om den underliggande tillgången är identisk. Om en systematisk skillnad mellan de två branscherna i redovisning föreligger kan dessa skillnader resultera i att goodwill anses vara mer eller mindre relevant av investerare vid värdering av företag. Exempelvis om goodwills värde blåses upp inom matproduktionsbranschen är det möjligt att investerare anser att posten i balansräkningen är mindre relevant vid företagsvärdering än i telekommunikationsbranschen, vilket skulle uttrycka sig i en skillnad i goodwills värder relevans mellan branscherna.

Watts (1992) diskuterar i *Accounting choice theory and market-based research in accounting* vikten av att förhålla sig till hur olika redovisningsval kan påverka studier som undersöker förhållandet mellan aktiemarknaden och finansiella rapporter. Watts (1992) menar bland annat att fel slutsatser om samband kan dras om olika redovisningsval inte tas hänsyn till. Bland annat kan olika företag göra olika redovisningsval beroende på skuldsättningsgrad och risk (Watts, 1992). Dessa variabler kan skilja sig i olika branscher vilket innebär att det kan finnas en skillnad i redovisningsval mellan branscher. Även land kan påverka redovisningsval. Jaafar & Mcleay (2007) undersökte harmoniseringen av redovisning i Europa före implementeringen av IFRS och kom fram till slutsatsen att även land påverkar val av redovisningsmetod. En redovisningspost de undersökte var goodwill och de fann att behandlingen av goodwill skiljde sig åt mellan olika branscher och även, i högre utsträckning, mellan länder (Jaafar & Mcleay, 2007). Jaafar & Mcleays studie undersöker, som tidigare nämnt, en period före implementeringen av IFRS då valfriheten i hur man redovisade goodwill var större. I en studie av Eisenschmidt & Krasodomsa (2020) undersöktes skillnader i redovisningsval i Europa mellan länder och branscher efter implementeringen av IFRS, dock inte specifikt goodwill. De menar, likt Jaafar & Mcleay (2007), att variabeln land har större påverkan på redovisningsval än bransch. Samtidigt kunde inte en signifikant inverkan på redovisningsval påvisas och därmed förkastades deras hypoteser om att redovisningsval påverkas av land och bransch (Eisenschmidt & Krasodomsa, 2020).

Under IFRS aktiveras goodwill i balansräkningen och genomgår nedskrivningstest. Nedskrivningar av goodwill under IFRS har kritiserats för att de kan användas på ett opportunistiskt sätt där ledningen kan ta sig friheter i de variabler som används för att testa om nedskrivning fordras (Avallone & Quagli, 2015). I och med att incitamenten för behandlingen av goodwill kan vara olika

i olika branscher och att det verkar finnas friheter i hur nedskrivning av goodwill går till skulle det kunna tala för att redovisningen brister i sin homogenitet. Godfrey & Koh (2009) undersöker i en studie kopplingen mellan nedskrivning av goodwill och olika variabler, bland annat skuldsättning. Skuldsättningen beräknas som: totala skulder / totala tillgångar - goodwill (Godfrey & Koh, 2009). I studien fann de ett samband mellan skuldsättning och nedskrivning av goodwill, sambandet skiljde sig dock mellan de tre åren de undersökte där det var positivt för ett av åren och negativt för de andra (Godfrey & Koh, 2009). De två åren med negativt samband, det vill säga att högre skuldsättning resulterar i lägre nedskrivning av goodwill förklaras med att företag med hög skuldsättning kan tänkas ha fler förpliktelser och förbindelser i samband med lån exempelvis krav på räntetäckningsgrad (Godfrey & Koh, 2009). Godfrey & Koh (2009) menar att det positiva sambandet det första året möjligtvis kan förklaras av att de flesta företagen i urvalet redan hade gått med förlust och därmed att eventuella skuldförbindelser redan brutits, därför kan företagen haft möjlighet att skriva ned goodwill trots eventuella skuldförbindelser (Godfrey & Koh, 2009). Godfrey & Kohs (2009) resultat ligger i linje med en tidigare studie av Zang (2008) som menar att högre skuldsättning innebär lägre nedskrivning av goodwill. I en liknande undersökning av italienska börsnoterade företag under finanskrisen åren 2008-2010 fann man bland annat att företag med högre skuldsättning har större sannolikhet att genomföra nedskrivning av goodwill (Korošec & Tominc, 2016). Dock menar författarna att deras resultat inte är generaliserbara till andra länder eller perioder med annorlunda ekonomisk situation (Korošec & Tominc, 2016).

Sammantaget tycks forskningen tala för att företag med högre skuldsättning skriver ned goodwill i lägre utsträckning. Detta kan innebära att nedskrivningar sker på ett sätt som inte reflekterar goodwillens verkliga värde. Ifall investerare är medvetna om detta kan det påverka hur de värderar goodwillposten. Om nedskrivning av goodwill skiljer sig mellan branscherna och investerare är medvetna om detta kan det resultera i en skillnad i värder relevans av goodwill.

Det tycks finnas en viss osäkerhet i huruvida homogenitet i redovisningen av goodwill existerar eller inte. Tidigare studier indikerar att nivån på företags skuldsättning påverkar hur stora nedskrivningar av goodwill är (Godfrey & Koh, 2009; Zang, 2008). Om skillnad i skuldsättning föreligger mellan branscherna kan det resultera i skillnad i värder relevans. Samtidigt tycks redovisningsval skilja sig mellan länder i större utsträckning än mellan branscher (Eisenschmidt & Krasodomsa, 2020). Detta kan anses vara positivt för vår studie eftersom vi ämnar att undersöka branscher. Detta vilar dock på tanken att det finns en jämn fördelning av företag från de två

branscherna mellan europeiska länder. Om de 80 största företagen inom telekommunikationsbranschen är koncentrerade i vissa länder som skiljer sig från de länderna där de 80 största företagen inom matproduktion kan det resultera i skillnad i redovisningsval. Skillnader i länders redovisningsval kan därmed även uttrycka sig i branschskillnader om branschernas största företag skiljer sig geografiskt från varandra. Vilket i slutändan kan ha en inverkan på värder relevansen.

3.Hypotes

Hypotesuppställningen grundar sig på tre utgångspunkter vilka är att goodwillens natur är samma i olika branscher och att den interagerar med företagets andra tillgångar på samma sätt, redovisningen är homogen och att inga systematiska skillnader i marknadseffektivitet mellan branscherna existerar. Om goodwillens natur är likvärdig oavsett företag är tillgången densamma i båda branscher. Om redovisning är homogen innebär det att uppställningen av finansiell information för tillgången sker på samma sätt mellan branscherna. Slutligen om inga systematiska skillnader i marknadseffektivitet mellan branscherna finns innebär det att samma typ av information inkorporeras i aktiepriset på samma sätt. Om samtliga utgångspunkter är korrekta innebär det att goodwill är likvärdigt oavsett bransch och att de finansiella rapporterna upprättas och inkorporeras i marknadsvärdet på samma sätt, vilket bör resultera i att goodwill är lika relevant för marknadsvärdet oavsett bransch. Hypotesen, utifrån dessa utgångspunkter, är därmed följande:

Goodwill är lika värder relevant mellan de 80 största börsnoterade företagen inom telekommunikationsbranschen och matproduktionsbranschen.

Det är tveksamt huruvida samtliga utgångspunkter som hypotesen baseras på kan väl underbyggas. Det är därmed möjligt att hypotesen inte uppfylls då en eller flera utgångspunkter är felaktiga. Om skillnad i värder relevans kan identifieras innebär det att minst en utgångspunkt fallerar. Dock innebär detta inte att samtliga utgångspunkter är giltiga om ingen skillnad i värder relevans kan identifieras. De kan vara felaktiga men kombinationen av skillnader i goodwillens natur, redovisning eller marknadseffektivitet kan resultera i samma värder relevans.

4. Metod

4.1 Modell

För att undersöka hypotesen att goodwill är lika värderrelevant inom både telekommunikations- och matproduktionsbranschen tillämpar studien en multivariabel regressionsanalys. Specifikt utförs tre regressioner för åren 2009, 2013 och 2018, samtliga regressioner utförs från samma modell. Modellen för de multivariabla regressionerna som utförs i denna studie baseras på Ohlson modellen med justeringar som utförts av Ji och Lu (2014). Ohlson-modellen beskriver kopplingen mellan redovisning av finansiell information och marknadsvärdet av företaget i fråga (Lo & Lys, 2000). Detta gör modellen lämplig för användning i denna studie då syftet är att undersöka goodwills värderrelevans. Värderrelevans syftar till graden finansiell information påverkar marknadsvärdet av ett företag. Därmed är Ohlson modellen, som beskriver sambandet mellan finansiell information och marknadsvärde en lämplig modell att tillämpa i denna studie. Förklaringsgraden av Ohlson modellen är även hög (Lo & Lys, 2000). Ohlson modellen har använts som bas i flertal studier som undersökt goodwills värderrelevans, bland annat Ji och Lu (2014) och Dahmash et al. (2009). Ohlson modellen ansågs därmed vara en lämplig bas för att konstruera den multivariabla regressionsmodellen.

Förkortning	Variabel
MV	Marknadsvärde
MT	Materiella tillgångar
TT	Totala tillgångar
TS	Totala skulder
NGW	Immateriella tillgångar exklusive Goodwill
GW	Goodwill
EBIT	Vinst före ränta och skatt
D	Dummyvariabel
TT-TS-GW	Nettotillgångar exklusive Goodwill

Förkortningar av variabler

Syftet med justeringen av Ohlson-modellen i studien utförd av Ji & Lu (2014) är att minska multikollinearitet inom modellen. Detta uppnås genom att totala materiella tillgångar och skulder kombineras i en variabel, då korrelationen är hög mellan dessa redovisningsmått (Ji & Lu, 2014). Modellen tillämpad i studien utförd av Ji & Lu (2014) kan ses i ekvation 1.

$$MV = \alpha_0 + \beta_0(MT - TS) + \beta_1 NGW + \beta_2 GW + \beta_3 EBIT + \varepsilon_i$$

Ekvation 1

Ytterligare justeringar av modellen utförs i denna studie för att bättre undersöka värder relevansen av goodwill. Då denna studie ämnar att undersöka goodwills värder relevans och inte värder relevansen av andra immateriella tillgångar tas variabeln NGW bort från regressionen. I studien utförd av Ji & Lu (2014) undersöktes goodwills värder relevans men även värder relevansen av andra immateriella tillgångar och därmed var variabeln nödvändig. I denna studien samlas samtliga tillgångar förutom goodwill och totala skulder till en variabel som undersöks: totala tillgångar - totala skulder - goodwill (TT - TS - GW). Sammanslagningen sker i syfte att öka förståeligheten i modellen och minska eventuell multikollinearitet, då immateriella tillgångar kan tänkas korrelera med materiella tillgångar. Andra immateriella tillgångar som inte är goodwill fångas även upp i denna variabel, då immateriella tillgångar ingår i totala tillgångar. För att goodwill inte räknas två gånger i modellen tas goodwill bort från totala tillgångar. Variabeln representerar därmed nettotillgångar exklusive goodwill.

För att kunna jämföra värder relevansen av goodwill mellan olika branscher implementeras även dummyvariabler. Specifikt implementeras en interaktiv dummyvariabel för goodwill (D*GW) och en dummyvariabel för interceptet (D). Dummyvariabeln kommer ange värdet 1 för samtliga företag inom telekommunikationsbranschen och 0 för företag inom matproduktionsbranschen. Den interaktiva dummyvariabelns betakoefficient (β_2) beskriver därmed skillnaden i värder relevans av goodwill mellan de två branscherna. Om betakoefficienten för den interaktiva dummyvariabeln är signifikant innebär det att skillnad i värder relevans mellan de två branscherna är statistiskt säkerställt och hypotesen kan förkastas. Koefficienten för dummyvariabeln för interceptet (α_1) kommer beskriva eventuell skillnad i marknadsvärde mellan företagen beroende på bransch. Om variabeln är signifikant innebär det att marknadsvärdet skiljer sig beroende på vilken bransch företaget tillhör.

Genom inkluderingen av dummyvariablerna kan studiens hypotes beprövas. Modellen som tillämpas i studien kan ses i ekvation 2.

$$MV = \alpha_0 + \alpha_1 D_i + \beta_0 (TT - TS - GW) + \beta_1 GW + \beta_2 D_i GW + \beta_3 EBIT + \varepsilon_i$$

Ekvation 2

4.2 Statistiska antaganden och tester

Den linjära regressionsmodellen som utförs i denna studie beräknas med hjälp av OLS-metoden (Ordinary Least Squares). För att betakoefficienterna i OLS-metoden ska vara förväntningsriktiga måste de oberoende variablerna i modellen vara exogena. Regressionsanalysen utgår från antagandet att de oberoende variablerna är exogena vilket innebär att de oberoende variablerna inte beror på den beroende variabeln. Antagandet är därmed att marknadsvärde inte påverkar de finansiella poster som ingår i regressionsmodellen. För att signifikansnivåer inom modellen ska vara pålitliga utgår modellen även från antagandet att residualerna är homoskedastiska. Att residualerna är homoskedastiska innebär att variansen av residualerna inte beror på värdet av de oberoende variablerna (White, 1980). Residualernas storlek ska därmed inte förändras beroende på de förklarande variablerna. Om residualerna inte är homoskedastiska leder regressionen av heteroskedasticitet och signifikansnivåerna från regressionen är då inte pålitliga (White, 1980). För att kontrollera för heteroskedasticitet utförs Whites test för heteroskedasticitet (White, 1980). Om heteroskedasticitet identifieras i regressionen används Whites robusta standardfel vid statistisk analys. Även om regressionen lider av heteroskedasticitet är signifikansnivåerna för koefficienterna fortfarande pålitliga vid tillämpning av robusta standardfel (White, 1980).

Modellen utgår även från att en linjär regression bäst förklarar sambandet mellan marknadsvärde och de oberoende variablerna ((TT-TS-GW), GW, EBIT). Tidigare studier inom området har utgått från samma antagande (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014). För att undersöka om detta är fallet utförs ett Ramsey reset test (Ramsey, 1969). Testet undersöker om relationen mellan marknadsvärde och de oberoende variablerna kan förklaras bättre av icke-linjära kombinationer av de oberoende variablerna. Om Ramsey-testet är signifikant innebär det att en linjär regression inte är den bästa modellen för att förklara sambandet (Ramsey, 1969). I fall testet är signifikant innebär det att en icke-linjär modell förklarar sambandet bättre (Ramsey, 1969).

Multikollinearitet inom modellen undersöks för samtliga regressioner. Om multikollinearitet identifieras innebär det att en hög korrelation identifieras mellan de oberoende variablerna. Multikollinearitet reducerar precisionen av de uppskattade betakoefficienterna vilket kan resultera i att p-värdena för koefficienterna inte är signifikanta. För att identifiera eventuell multikollinearitet inom modellen tillämpas korrelationsmatriser som undersöker korrelationen mellan samtliga variabler inom regressionsmodellen.

Den linjära regressionen utgår från antagandet att residualerna är normalfördelade. Om residualerna inte är normalfördelade innebär det att modellens prediktiva förmåga av den beroende variabeln marknadsvärde skiljer sig beroende på de oberoende variablernas storlek. Om residualerna ej är normalfördelade innebär det att betakoefficienterna i modellen inte är pålitliga. För att kontrollera att residualerna är normalfördelade kommer Jarque-Bera test utföras (Jarque & Bera, 1980). Om testet är signifikant förkastas hypotesen att residualerna är normalfördelade (Jarque & Bera, 1980). Dock kommer residualerna vara approximativt normalfördelade även om testet är signifikant enligt centrala gränsvärdessatsen. Centrala gränsvärdessatsen anger att slumpvariabler med samma fördelning kommer vara approximativt normalfördelade om antalet observationer är tillräckligt stort (Körner & Wahlgren, 2015). Centrala gränsvärdessatsen gäller när observationerna överstiger 30 (Körner & Wahlgren, 2015). De tre regressionerna i studien inkluderar 160 observationer var innan bortfall. Utifrån den centrala gränsvärdessatsen, kommer residualerna därmed åtminstone vara approximativt normalfördelade.

4.3 Alternativa modeller

I Ohlson modellen (Ohlson, 1995) och i tidigare undersökningar som Dahmash et al. (2009) har så kallade abnormal earnings inkorporerats i den multivariabla regressionen för att undersöka goodwill. Enligt Dahmash (2009) definieras abnormal earnings som företagets rörelseresultat för året minus nettot av företagets tillgångar multiplicerat med en diskonteringsränta. Då abnormal earnings används i Ohlson modellen samt i tidigare studier som Dahmash (2009) kan det hävdas att inkluderingen av variabeln är lämplig för att undersöka goodwills värder relevans. I denna undersökning har dock valet gjorts att inte inkludera variabeln. Beslutet grundar sig i beräkningen av diskonteringsräntan r , som används för att beräkna abnormal earnings. Diskonteringsräntan ska representera företagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad. I Ohlson-modellen utgörs diskonteringsräntan av den riskfria räntan (Ohlson, 1995). Dock är det sällan som den riskfria räntan representerar kapitalkostnaden för ett företag. Därmed är det inte lämpligt att tillämpa den

riskfria räntan som kapitalkostnaden för samtliga företag i urvalet. Diskonteringsräntan r i Dahmash studie (2009) representerar australienska företags vägda genomsnittliga kostnad för kapital (WACC). Diskonteringsräntan beräknas genom att använda viktade genomsnittliga vinster på den australiensiska aktiemarknaden, månadsräntan på 10 åriga statsobligationer, företags skattesatser och den genomsnittliga skuldsättningsgraden för företagen i undersökningen (Dahmash, 2009). En generell diskonteringsränta på 8% tas fram från dessa värden och tillämpas sedan på samtliga företag i studien (Dahmash, 2009).

Dock skiljer sig den vägda genomsnittliga kostnaden för kapital mellan företag beroende på diverse faktorer som exempelvis belåningsgrad och aktieägarnas avkastningskrav. Att tillämpa en generell kostnad för kapital för samtliga företag är inte passande i denna studie då två branscher ska jämföras. Beroende på bransch kan de faktorer som påverkar den genomsnittliga kostnaden för kapital som belåningsgrad eller aktieägarnas avkastningskrav variera. Därmed är det troligt att den genomsnittliga kostnaden för kapital skiljer sig mellan branscherna telekommunikation och matproduktion. Att tillämpa en generell diskonteringsränta för samtliga företag i undersökningen är därmed inte passande, då det kan resultera i missvisande resultat när branscherna jämförs. Om implementering av abnormal earnings ska införas i modellen måste diskonteringsräntan för varje enskilt företag representera företagets genomsnittliga kapitalkostnad, istället för att en generell diskonteringsränta appliceras för samtliga företag. Dock är tidshorisonten för att identifiera samtliga företags kapitalkostnader inte försvarbart utifrån de tidsrestriktioner som denna undersökning har. I denna undersökning, där goodwill's värder relevans inom telekommunikations- och matproduktionsbranschen jämförs, har beslutet därmed tagits att inte inkludera abnormal earnings. Exkludering av abnormal earnings har även gjorts i tidigare undersökningar av goodwill's värder relevans bland annat Ji & Lu (2014) och Hamberg & Beisland (2014). Studiens modell bryter därmed inte ny mark utan liknar tidigare utförda studier om goodwill's värder relevans. Skillnaden i modellen från tidigare studier är inkluderingen av dummyvariabler, då studien ämnar att undersöka skillnad i värder relevans av goodwill mellan två branscher.

4.4 Kvantitativ metod

För att besvara vår frågeställning och uppnå det syfte som följer av uppsatsen kommer en kvantitativ studie att genomföras. Studien har sin utgångspunkt i kvantifierbar data, det vill säga data som uteslutande uttrycks i form av siffror. Som en följd av den kvantitativa metodens

karaktistika följer studien en deduktiv ansats. Tidigare kunskap och teorier inom området används därmed för hypotesuppställning som sedan genomgår en empirisk granskning.

4.5 Urval

I denna studie väljer vi att undersöka de 80 största börsnoterade bolagen i Europa i respektive bransch. Urvalet motiveras av antagandet att större bolag är mer benägna att göra fler förvärv vilket på så sätt även säkerställer att företagen redovisar goodwill i balansräkningen. Valet att ej tillämpa sannolikhetsurval sker även som en konsekvens av databasen som används. Finansiell information om mindre företag saknas i högre utsträckning i Bloomberg. I ett sannolikhetsurval kommer mindre företag ingå i urvalet samtidigt som det finns hög risk att finansiell information saknas för dessa företag. Vid sannolikhetsurval finns det därmed stor risk att bortfallet är skevt fördelat mot mindre företag.

Då urvalet inte är ett sannolikhetsurval kan resultatet inte generaliseras för branscherna som helhet utan endast för de observationer som faller inom den valda populationen, det vill säga de 80 största företagen sett till marknadsvärdet. Urvalen är som tidigare nämnt uppdelade på två branscher. Dessa branscherna kategoriseras genom Bloomborgs egna kategorisering som är benämnd Bloomberg Industry Classification Standard. Genom denna kategorisering filtreras företag som tillhör dels kategorin Telecommunication (telekommunikation) och dels kategorin Food Production (matproduktion). Genom Bloomborgs screenerfunktion kan vi sedan utifrån marknadsvärde sortera de 80 största företagen i respektive bransch. Det är värt att notera att studiens urval utgår ifrån företagens marknadsvärde per den 29/4-2022. Vi väljer denna tidpunkt då vi vill ha samma urval för perioderna, samma företag ska ingå i urvalet för samtliga år.

4.6 Observationstidpunkt

För att öka generaliserbarheten för studien, inom den valda populationen väljer vi att utföra tre observationer under tre olika stämningslägen i ekonomin. Vi beslutar även att utesluta observationer under finanskrisen 2007-2008 och observationer efter coronapandemins början. Anledningen bakom detta är temporära effekter som kan uppstå på grund av dessa händelser vill undvikas. Båda händelserna orsakade avsevärd svängningar i aktiemarknaden som kan ge en missvisande bild av finansiell informations inverkan på marknadsvärdet. För att undersöka värder relevansen av goodwill under olika ekonomiska omständigheter väljer vi att undersöka en observation då det ekonomiska

läget kan anses vara sämre, en då det ekonomiska stämningläget återhämtar sig och sista observationen när stämningläget kan anses vara över normalläge. Som stöd för detta resonemang presenteras nedan tre separata grafer som underbygger detta resonemang och visar det ekonomiska stämningläget under de tre valda observationsåren. Ekonomifaktas barometerindikator ger varje månad en lägesrapport över konjunkturläget. Denna bygger på undersökningar där både hushåll och företag svarar på frågor om deras syn på ekonomin, både nuläget och framtidsutsikterna beaktas. Talet 100 anger ett normalt stämningläge i ekonomin (Ekonomifakta, 2022). Denna indikator visar stämningläget i Sverige men med den sammanlänkning Sverige har med den europeiska ekonomin kan resultatet även tolkas för den europeiska marknaden (Ekonomifakta, 2021).



Observation 1. Stämningläge enligt Ekonomifaktas barometerindikator för april 2009 (Ekonomifakta 2022).



Observation 2. Stämningläge enligt Ekonomifaktas barometerindikator för april 2013 (Ekonomifakta 2022).



Observation 3. Stämningläge enligt Ekonomifaktas barometerindikator för april 2018 (Ekonomifakta 2022).

4.7 Datainsamling

För att öka replikerbarheten beskrivs tillvägagångssättet vid datainsamlingen i detta stycke. Efter observationstidpunkterna definierats påbörjas datainsamlingen av sekundärdata. Den huvudsakliga databasen som används är Bloomberg. Databasen dokumenterar både marknadsdata samt poster från företagens resultat samt balansräkning vilket gör den lämplig för denna studie. Genom att använda Bloombergs Screenerfunktion (EQS) så utförs en sökning där de största bolagen i Europa i respektive bransch identifieras. Väl från detta kopieras de valda bolagens Ticker, det vill säga företagets identifieringskod på marknaden, för exempelvis Telia är tickern TELIA SS Equity. Dessa infogas sedan i ett Exceldokument. Via Bloomberg Plug-in öppnas därefter tillägget Spreadsheet builder. Genom tillägget hämtas historiska data (Historical Data table). Efter detta steg väljs vilka dataposter som ska undersökas. De poster som väljs i denna studie är EBIT, goodwill, totala tillgångar, totala skulder samt marknadsvärde. I nästa steg väljs observationstidpunkterna, vilket är åren 2009, 2013 samt 2018. Notera att tidpunkten för datan är 31/12 för samtliga år. Detta motiveras av att det är den tidpunkten då räkenskapsåret för de som följer kalenderår har sitt slut och det är vid den tidpunkten datan kommer att införas i Bloomberg. Datan infogas och presenteras för respektive aktie/företag årsvis.

Då Bloomberg inte har finansiell data för samtliga företag kompletteras databasen med manuell inhämtning av data. Där finansiell data saknas hämtas den in via finansiella rapporter från företagen i fråga. Datan insamlad från Bloomberg kontrolleras även genom att utföra stickprov och undersöka extremvärden. Extremvärden i denna studie syftar till när ett företags skulder överstiger dess tillgångar eller EBIT överstiger företagets marknadsvärde. Om felaktigheter i datan från Bloomberg identifierades korrigerades datan med manuell insamling av finansiell information. All data beräknades även om till miljontals euro genom historiska valutakurser per den 31/12 för respektive år. Följande data från Bloomberg och via manuell inhämtning presenteras i excel, se bilaga 5-7.

4.8 Tabeller och presentation

För att kunna göra de test och analyser som krävs för modellen och för att testa hypoteserna så behöver datan sammanställas för att sedan analyseras i EViews. Denna sortering sker manuellt för att få den uppställning som ekonometriprogrammet kräver. För att se exempel på denna uppställning hänvisas läsaren till bilaga 5-7. För att förtydliga både de resultat som studien får genom modellen i

Eviews och de beräkningar som gjorts i Excel har vi valt att presentera dessa i form av diagram och tabeller.

4.9 Bortfall

I samband med datainsamlingen har vi varit tvungna att konstatera ett visst bortfall. För vissa företag saknades marknadsvärde eller finansiella poster i Bloomberg. För att motverka detta kompletterades informationen från Bloomberg med manuell sökning för finansiell information via företagens publicerade finansiella rapporter. Däremot var det inte möjligt att införskaffa finansiell information för samtliga företag. För åren 2009 och 2013 var bortfallet större då vissa företag i urvalet inte var noterade under dessa år och därmed var det inte möjligt att införskaffa information om marknadsvärde eller finansiella poster.

4.10 Litteraturinsamling

Tre centrala faktorer identifierades som påverkar värder relevansen av goodwill, homogen redovisning, marknadseffektivitet och goodwills natur. Forskningsområdet kring dessa tre faktorer undersöktes genom att använda databaserna LUBsearch och Google Scholar. De sökord som användes i olika kombinationer var: value relevance, goodwill, accounting choice, effective market hypothesis. Sökningen filtrerades för artiklar som undergått peer review. Utifrån sökresultatet valdes de artiklar som närmast behandlade vårt ämne och utifrån dessa kunde nya källor hittas genom dess referenser. De teorier som behandlar goodwills natur valdes eftersom det är de mest förekommande inom ämnet, vilket gav oss ett relativt stort underlag att diskutera teorierna utifrån.

4.11 Källkritik

En grundläggande förutsättning för denna studies genomförande är tillgången och användningen av sekundärdata, det vill säga data som inte upprättats av oss skribenter i syfte att användas i denna uppsats. På grund av mängden finansiell data som var nödvändig ansågs det inte vara praktiskt att införskaffa samtlig finansiell information manuellt. Bloomberg som källa är tillförlitlig och lämplig för denna studie då databasen är ett primärt verktyg för investerare vid värdering av företag. Då värder relevans grundar sig på investerares värdering av finansiella poster är det lämpligt att använda en källa som investerare även tillämpar. Litteraturen som samlades in är peer-reviewed och relevant inom etablerade forskningsområden därmed anses den vara tillförlitlig.

4.12 Validitet & Reliabilitet

Syftet med denna studie är att undersöka om värder relevansen mellan telekommunikations- och matproduktionsbranschen skiljer sig. Genom tillämpning av multivariabel regressionsanalys med dummyvariabler kan skillnader i goodwill värder relevans identifieras. Modellen bygger även på tidigare studier som undersökt värder relevans av goodwill. Modellen är därmed lämplig för att uppfylla syftet med denna studie.

Urvalet i undersökningen, de 80 största företagen inom de två branscherna, är inte ett sannolikhetsurval. På grund av detta representerar urvalet inte branscherna överlag, utan endast de 80 största företagen. Definitiva slutsatser kan därmed inte dras huruvida skillnad i goodwill värder relevans mellan branscherna existerar eller ej. Dock kan den multivariabla regressionsanalysen visa på om en skillnad i värder relevans kan tänkas existera. För att uppfylla syftet, att undersöka om skillnad i värder relevans mellan branscherna existerar eller ej, är ett sannolikhetsurval mer passande då urvalet representerar branscherna. Valet att endast undersöka de 80 största företagen baseras på tre faktorer: tillgång till finansiell information, tid, och den grad företagen besitter goodwill. För mindre företag finns begränsad tillgång till finansiell information i databaser, exempelvis Bloomberg som användes i denna studie. Bearbetning av större mängder finansiell data är inte möjligt då studiens tidsperiod är begränsad. Slutligen tenderar mindre företag att inte besitta goodwill. För att säkerställa att en betydande del i urvalet besitter goodwill valdes de 80 största företagen, då större företag tenderar att genomfört fler förvärv.

Urvalet för de 80 största företagen utfördes genom att filtrera företag inom branscherna efter störst marknadsvärde per den 29:april 2022. Valet gjordes i syfte att säkerställa att samma företag undersöktes samtliga tre år. Detta innebär dock att de största företagen inom branscherna år 2009, 2013 och 2018 skiljer sig från de företag som undersöks i urvalet, då företags marknadsvärde förändras konstant. Detta resulterar även i bortfall, specifikt för året 2009, då vissa företag i urvalet inte är noterade vid observationstidpunkten. En förbättring för framtida studier är därmed att filtrera för de största företagen för respektive år som undersöks. Givetvis innebär detta även att företag i urvalet kan skilja sig mellan år.

Reliabiliteten för en studie kan anses vara hög om en upprepning av studien ger samma resultat. Mycket av den data som analysen bygger på är primärt inhämtad av Bloomberg men har även kompletterats från företags respektive årsredovisningar när så har varit nödvändigt. Däremot är det

svårt att tro att den data som Bloomberg inhämtar är felfri. För att kontrollera för fel i datan utfördes ett antal stickprov och extremvärden kontrollerades att det var korrekta. Extremvärden identifieras om skulder översteg tillgångar inom företaget eller att årets EBIT översteg marknadsvärdet. Dock är det möjligt att mindre felaktigheter i datan kvarstår som inte identifierats. Vidare har vi i största möjlig mån försökt att redogöra för de antaganden och teorier som används för läsaren. Med bakgrund i detta och att datan som analysen baseras på är allmänt tillgänglig bedömer vi att vår uppsats har en hög reliabilitet.

5. Empiri

5.1 Deskriptiv statistik

Bilaga 1 visar deskriptiv statistik för samtliga variabler i regressionsmodellen för alla tre år. Samtliga variabler är angett i miljontals euro. Medelvärdet av marknadsvärdet är relativt lika för alla tre åren, medelvärdet varierar mellan 5355,84 och 5881,94 miljontals euro i de tre observationerna. Det högsta medelvärdet år 2013 (5881,94) är endast 9,8% högre än medelvärdet för det lägsta värdet år 2018. Variabeln (TT-TS-GW) är väldigt lika för åren 2009 och 2018, däremot är värdet för 2013 betydligt större. Störst skillnad i variabler mellan åren är dock goodwill, då goodwill (GW) året 2009 är betydligt större än de andra två åren. Goodwill år 2009 är 45% högre än goodwill år 2013. Likväl är medelvärdet av EBIT betydligt större år 2009 än resterande år, då variabelns medelvärde 2009 var 38% högre än det näst största värdet år 2013.

5.2 Statistiska tester

Korrelation 2009	MV	TT-TS-GW	GW	EBIT
MV	1,000000			
TT-TS-GW	0,686989	1,000000		
GW	0,727747	0,580641	1,000000	
EBIT	0,924153	0,691912	0,797004	1,000000

Korrelation 2013	MV	TT-TS-GW	GW	EBIT
MV	1,000000			
TT-TS-GW	0,806804	1,000000		
GW	0,789949	0,586164	1,000000	
EBIT	0,581995	0,124401	0,553783	1,000000

Korrelation 2018	MV	TT-TS-GW	GW	EBIT
MV	1,000000			
TT-TS-GW	0,686989	1,000000		
GW	0,727747	0,580641	1,000000	
EBIT	0,924153	0,691912	0,797004	1,000000

Tabell 1 korrelationsmatris

Tabell 1 visar korrelationen mellan variablerna i regressionsmodellen för alla tre åren som undersöks i studien. Korrelationen mellan den beroende variabeln (MV) och de oberoende variablerna ((TT-TS-GW), GW, EBIT) är relativt lika mellan åren 2009 och 2018. För båda åren är marknadsvärdet starkt korrelerat med EBIT, 0,92 för 2018 och 0,87 för 2009. Samma korrelation mellan marknadsvärde och de oberoende variablerna skiljer sig under året 2013. Korrelationen mellan EBIT och marknadsvärde är betydligt lägre under året 2013 och uppgår istället till 0,58, vilket är betydligt lägre än de andra två åren. Samtidigt är korrelationen mellan nettotillgångar exklusive goodwill (TT-TS-GW) och marknadsvärde betydligt högre år 2013 än de andra två åren. Korrelation mellan oberoende variabler är som lägst under år 2013, då den högsta korrelationen mellan variabler är mellan GW och (TT-TS-GW) som uppgår till 0,59. Det finns ingen betydande risk för multikollinearitet för regressionen år 2013. För året 2009 är korrelationen mellan GW och EBIT som högst, 0,62. Detta innebär att det finns viss risk att multikollinearitet existerar för regressionen år 2009. Högst korrelation mellan två oberoende variabler är år 2018, korrelationen mellan GW och EBIT uppgår till 0,80. Korrelationen mellan GW och (TT-TS-GW) är även relativt hög för året och uppgår till 0,69. Hög korrelation, speciellt mellan GW och EBIT, indikerar på att viss multikollinearitet möjligtvis existerar inom regressionen år 2018.

Heteroskedasticitetstest	2009	2013	2018
Nollhypotes: Heteroskedasticitet			
F-värde	23,21278	35,68413	783,6400
P-värde (F)	0,0000	0,0000	0,0000

Tabell 2 heteroskedasticitetstest

Whites test för heteroskedasticitet i tabell 2 förkastar nollhypotesen att regressionen är homoskedastisk för samtliga år, F-värdet är signifikant för alla tre regressioner. Samtliga regressioner för alla tre år lider därmed av heteroskedasticitet. Variansen av residualerna är därmed inte konstanta utan förändras beroende på värden av de oberoende variablerna. Detta resulterar i att signifikansnivån för samtliga regressioner inte är pålitliga. För att motverka detta tillämpas Whites

robusta standardfel i den linjära regressionsanalysen, detta för att säkerställa att betakoefficienternas signifikansnivåer är pålitliga.

Jarque-Bera test för samtliga år visas i bilaga 2. För samtliga år förkastas nollhypotesen att residualerna i regressionerna är normalfördelade. Då nollhypotesen förkastas innebär det att modellens prediktiva förmåga att förutspå marknadsvärdet inte är detsamma för olika värden av de oberoende variablerna. Beroende på storleken av variablerna (TT-TS-GW), GW och EBIT skiljer sig regressionens prediktiva förmåga.

Ramsey reset test för alla tre regressioner visas i bilaga 3. Variabeln $ANP.^2$, vilket är modellens kvadrerade anpassade värden, är signifikant för samtliga regressioner. Därmed förkastas nollhypotesen att icke-linjära kombinationer av anpassade värdena inte hjälper att förklara den beroende variabeln marknadsvärde för samtliga tre år. Då nollhypotesen förkastas innebär det att en modell som inkluderar icke-linjära kombinationer av de oberoende variablerna bättre förklarar sambandet mellan den beroende variabeln (MV) och de oberoende variablerna ((TT-TS-GW), GW och EBIT). En linjär regression är därmed inte den bästa modellen för att förklara sambandet.

5.3 Statistik multivariabel regression

Regressionsmodell	2009		2013		2018	
	Koeff.	P-värde	Koeff.	P-värde	Koeff.	P-värde
C	-668,9357	0,0001	-603,0519	0,0024	-593,6545	0,0538
D	423,0501	0,3982	613,2002	0,0783	696,4901	0,1132
(TT-TS-GW)	0,974038	0,0000	1,63507	0,0000	0,821289	0,0000
GW	2,699127	0,0000	3,602002	0,0000	2,988982	0,0049
D*GW	-2,329139	0,0001	-2,840536	0,0000	-3,078832	0,0004
EBIT	4,986461	0,0000	2,616705	0,0003	7,156811	0,0000
R ²	0,960584		0,974221		0,958093	
Justerad R ²	0,958809		0,973252		0,956677	
F-värde	541,0297		1005,239		676,7304	
P-värde (F)	0,000000		0,000000		0,000000	
Antal observationer	117		139		154	
Antal bortfall	43		21		6	

Tabell 3 Regressionsmodell

Resultatet från den linjära regressionsmodellen visas i tabell 3. Regressionsmodellen visar att variabeln GW såväl som $D*GW$ är signifikanta under samtliga år, p-värdet är under 0,01 (1% signifikansnivå) för samtliga år. Variabeln GW i denna regressionsmodellen visar på värder relevansen av goodwill inom matproduktionsbranschen och $GW+D*GW$ visar värder relevansen av goodwill inom telekommunikationsbranschen. Därmed uttrycker variabeln $D*GW$ skillnaden i värder relevansen av goodwill mellan branscherna. Då variabeln $D*GW$ är signifikant i alla tre regressioner kan därmed en skillnad i värder relevans mellan de två branscherna statistiskt säkerställas för samtliga år. Tolkning av variabeln $D*GW$ visar att värder relevans av goodwill inom matproduktionsbranschen är högre än i telekommunikationsbranschen. Då $D*GW$ är ett negativt värde innebär det att värder relevansen av goodwill inom telekommunikationsbranschen ($GW+D*GW$) understiger värder relevansen inom matproduktionsbranschen (GW).

I regressionen utförd under året 2009 uppgick betakoefficienten för värder relevansen av goodwill inom matproduktionsbranschen (GW) till 2,70. Tolkning av betakoefficienten i den linjära regressionen är att en ökning av goodwills värde med en 1 enhet ökar marknadsvärdet av företaget inom matproduktionsbranschen med cirka 2,7 enheter. För 2013 uppgick betakoefficienten GW 3,60 och 2018 var värdet 2,99. Därmed varierade betakoefficienten mellan 2,7 och 3,6 mellan de tre åren. Detta innebär att goodwill var värder relevant under alla de åren som observerades inom matproduktionsbranschen och att varje ökning av goodwills värde med en euro resulterar i en ökning mellan 2,7-3,6 euro i marknadsvärde.

Under 2009 uppgick värder relevansen av goodwill inom telekommunikationsbranschen ($GW-D*GW$) till 0,37 (2,70 - 2,33). En värdeökning av goodwill med en euro inom telekommunikationsbranschen år 2009 ökar marknadsvärdet med 0,37 euro. För 2013 uppgick värdet till 0,76 (3,60 - 2,84) och för 2018 uppgick värdet till -0,09 (3,02 - 3,11). Under året 2018 var betakoefficienten negativ med ett värde på -0,08985 vilket skulle innebära att en ökning av goodwill med en euro resulterar i en minskning av marknadsvärde med 0,09 euro. Mellan de tre åren varierade betakoefficienten mellan -0,09 och 0,76.

Variablerna (TT-TS-GW) och EBIT var även signifikanta i alla tre regressioner ($p < 0,01$). Variabeln (TT-TS-GW) lägsta betakoefficient var 0,82 år 2018 och variabeln högsta värde var 1,64 år 2013. Tolkning av dessa värden är att för varje enhet nettotillgångar (TT-TS) exklusive goodwill ökar marknadsvärdet av företaget mellan 0,82 och 1,64 enheter, beroende på år observerat.

Betakoefficienten för EBIT uppgick år 2009 till 4,99, 2013 till 2,62 och 2018 till 7,16. En vinstökning före räntor och skatt ökar marknadsvärdet mellan 2,62 och 7,16 enheter beroende på år. För åren 2009 och 2018 är betakoefficienten för EBIT störst för samtliga variabler (exklusive variabel D) och därmed har EBIT störst inverkan på slutgiltigt marknadsvärde för dessa år.

Dummyvariabeln D:s betakoefficient var inte signifikant för någon av regressionerna, $p > 0,01$ för samtliga år. Variabeln uttrycker skillnad i marknadsvärde beroende på typ av bransch. Under året 2009 uppgick betakoefficientens värde till 423,05. Tolkningen av variabelns värde är att marknadsvärdet av ett företag är 423 enheter högre om företaget tillhör telekommunikationsbranschen än om företaget skulle tillhöra matproduktionsbranschen. Betakoefficientens värde för 2013 var 613,05 och 2018 var värdet 696,49. Dock, då betakoefficienten inte var signifikant för någon av åren kan inte en skillnad i marknadsvärde beroende på bransch statistiskt säkerställas.

F-värdet är signifikant för samtliga regressioner. Detta innebär att nollhypotesen att samtliga koefficienter i regressionsmodellen har värdet 0 förkastas. Då nollhypotesen förkastas innebär det att regressionsmodellen har en prediktiv förmåga. Förklaringsgraden inom regressionsmodellen är hög då R^2 och adjusted R^2 är hög för samtliga år. Det lägsta värdet av R^2 är för året 2018 då det uppgick till 0,958 och det lägsta värdet av adjusted R^2 var 0,957 samma år. Över 95% av variationen i marknadsvärde kan därmed förklaras av de oberoende variablerna. Det höga värdet av R^2 visar på ett starkt förhållande mellan regressionsmodellen och den beroende variabeln MV.

5.4 Ytterligare statistik

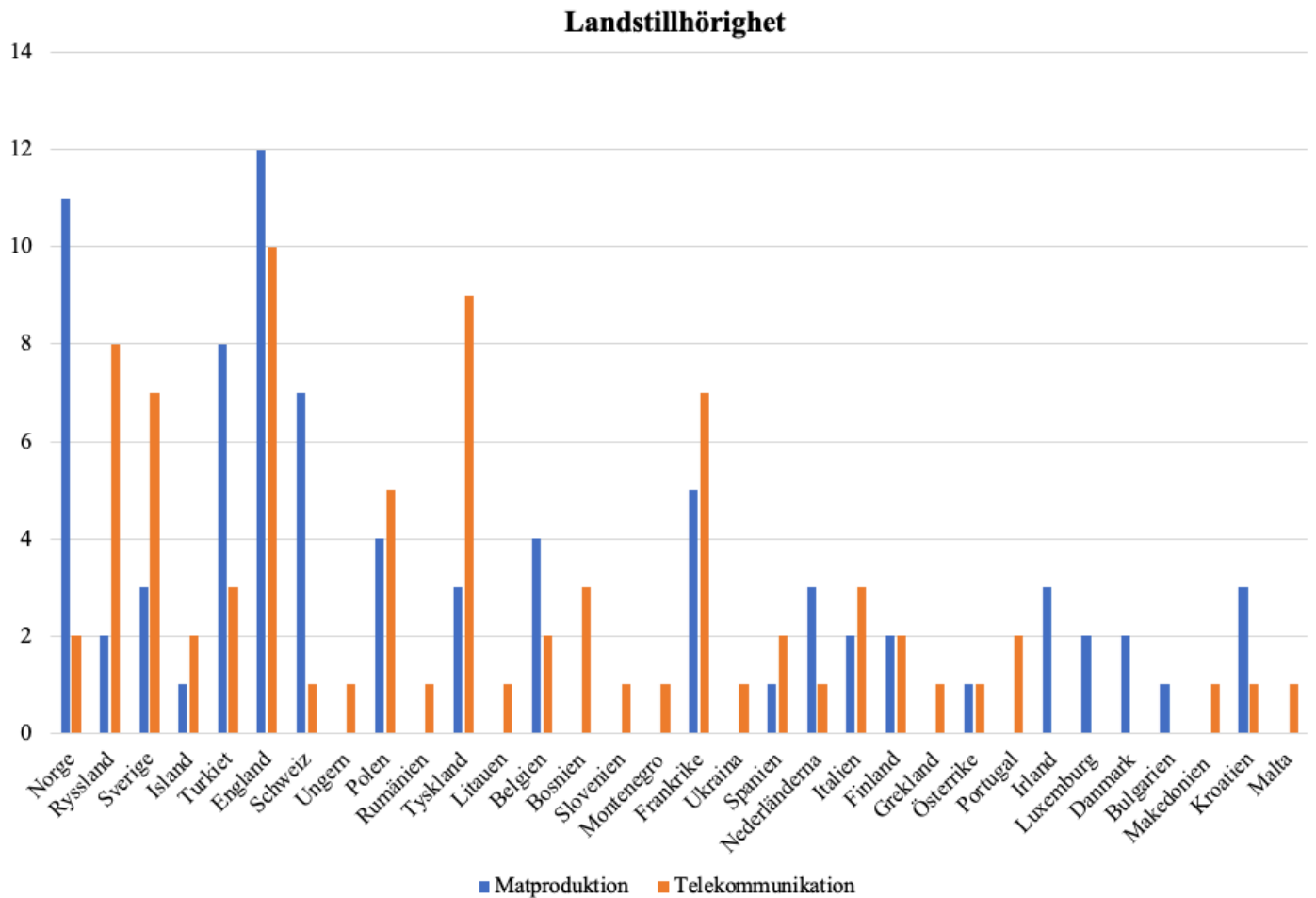


Diagram 1, observationernas landstillhörighet.

Diagram 1 visar företagens landstillhörighet sorterat på bransch. Land presenteras horisontellt och antal observationer vertikalt. Branschernas fördelning, sorterat för olika länder visar på att koncentrationen skiljer sig.

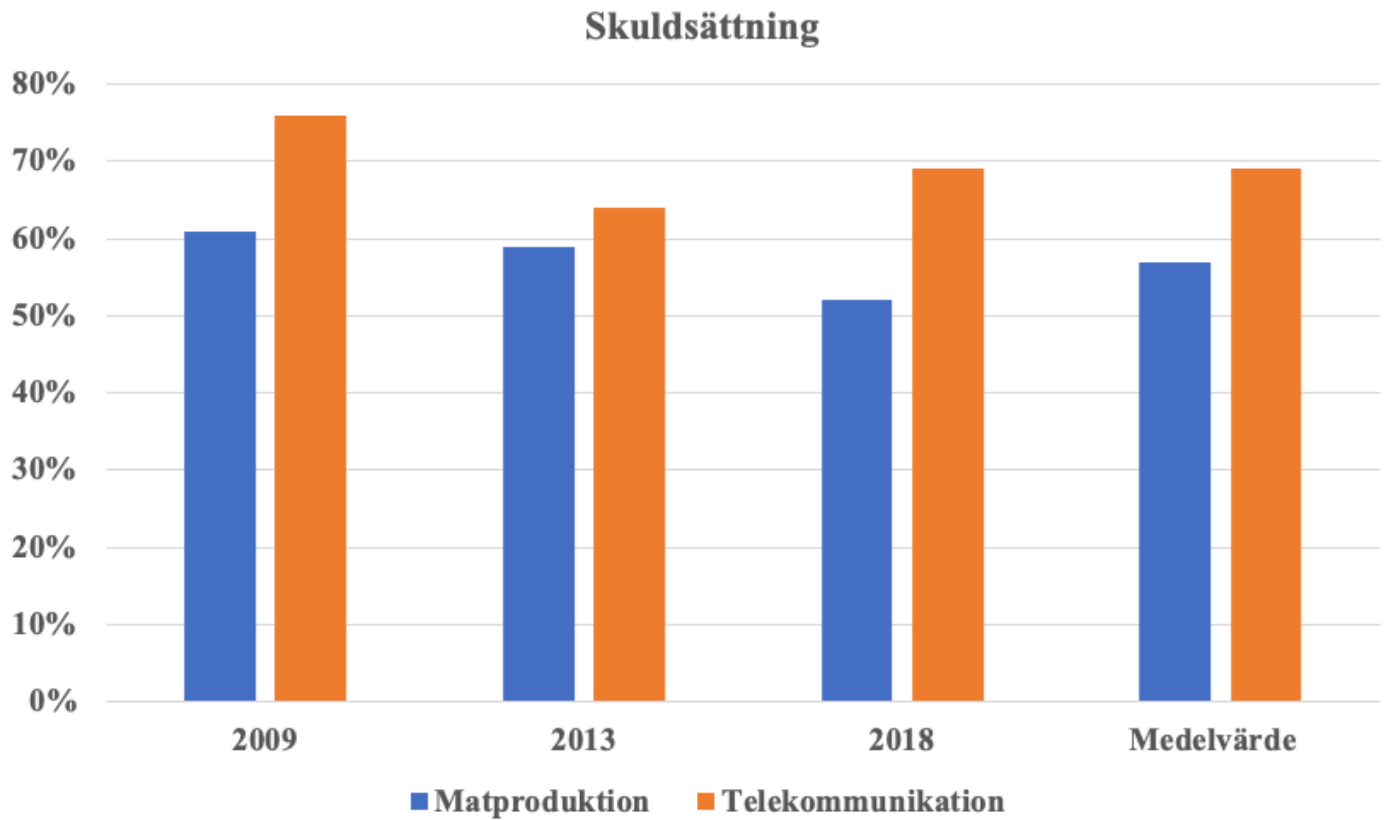


Diagram 2, observationernas skuldsättning.

Diagram 2 visar skuldsättningen för branscherna över åren (TS / (TT-GW)). Horisontellt presenteras de olika observationsåren samt ett medelvärde för alla år. Vertikalt redovisas skuldsättningen i procent. Sammantaget har telekommunikationsbranschen en högre skuldsättning än matproduktionsbranschen för samtliga år.

6. Analys

6.1 Statistisk Analys

Resultatet från Jarque-Bera testet visar att residualerna från regressionen inte är normalfördelade. En möjlig förklaring till detta är att urvalet, de 80 största företagen inom båda branscher, är för litet. Det är möjligt att ett större urval är nödvändigt. En annan möjlig förklaring är att studien inte använde ett sannolikhetsurval. Då de största företagen i varje bransch var med i urvalet kan det tänkas att företagens marknadsvärden i urvalet är relativt likt. Detta är dock inkorrekt. Bland de största företagen som observerades i urvalet var de största företagen i urvalet betydligt större än resterande företag. Ett exempel på detta är Nestles marknadsvärde jämfört med medianen av marknadsvärdet i urvalet, då Nestles marknadsvärde är 367,5 ggr större än medianens marknadsvärde år 2018. Denna markanta skillnad i marknadsvärde mellan de största företaget i urvalet och medianen kan tänkas förklara varför Jarque-Bera testet är signifikant. Om residualerna inte är normalfördelade innebär det att betakoefficienterna i regressionsmodellen inte är pålitliga. Dock, utifrån centrala gränsvärdesatsen är residualerna approximativt normalfördelade. Utifrån Jarque-Bera testet bör koefficienterna tolkas försiktigt. Samtidigt kan betakoefficienterna användas för att identifiera branschskillnader, då residualerna fortfarande är approximativt normalfördelade.

Resultatet från Ramsey testet som visar på att en icke-linjär regression är mer lämpat för att beskriva relationen mellan marknadsvärde och de oberoende variabler är till viss del oföväntat, då tidigare studier om goodwill's värder relevans och värder relevans av andra poster har grundat sig på linjära regressioner för att undersöka sambandet mellan marknadsvärde och finansiella poster (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014). Ohlson modellen som denna studies modell grundar sig på, utgår från antagandet att kopplingen mellan marknadsvärde och finansiell information är linjärt. Tidigare studier (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014) har genomfört en totalundersökning, där hela aktiemarknaden i landet undersöks, filtrerat utifrån kriterier uppsatta i respektive studie. Urvalen i samtliga studier har därmed varit betydligt större än i denna studie, 2052 observationer för Hamberg & Beisland (2014), 2611 observationer Dahmash et al. (2009), 563 observationer för Jennings et al (1996) och 6550 observationer för Ji & Lu (2014). Då urvalet i denna studien är relativt litet i jämförelse kan det förklara varför ett linjärt samband förkastas av Ramsey testet. Det kan även bero på de drastiska skillnader i marknadsvärde som nämnts innan.

Kombinationen av ett mindre urval och drastiska skillnader i observerade värden på grund av skillnader i företagens storlek kan förklara testets utfall. Dock är det viktigt att påpeka att tidigare studier som nämns ovan (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014) ej utfört Ramsey test, utan utgår från antagandet att sambandet mellan marknadsvärde och de oberoende variablerna är linjärt. Givetvis skiljer sig regressionsmodellerna i dessa studier från den regressionsmodell som tillämpas i denna studie men dessa skillnader är inte avsevärda. Speciellt inte för Dahmash et al. (2009) och Ji & Lu (2014) som likt denna studie tillämpar Ohlson modellen som bas för deras respektive regressionsmodeller. I bakgrund av att tidigare studier inom området tillämpat linjär regression gör även denna studie det för att kunna vara jämförbar med dessa.

I bilaga 5-7 kan bortfallet i studien observeras och i bilaga 4 visas analys av bortfallet. Bortfallet skiljde sig mellan observationsåren. Den större delen av bortfallen inträffade då företag inte var noterade på aktiemarknaden under observationsåret i fråga. Då urvalet av företag var detsamma för samtliga tre år var vissa företag inte noterade under vissa observationsår men var noterade under andra. Bortfall på grund av att företag inte var noterade uttrycker sig starkast under året 2009 och till viss del 2013, då urvalet filtrerades på aktuell data 2022. Med en längre tidsperiod mellan observationsår och 2022 blir bortfallet högre, då fler företag har noterats under perioden som faller inom urvalet. På grund av detta har 2009 flest bortfall med 43 bortfall av 160 observationer. För året 2013 var bortfallet 21 av 160 observationer och för året 2018 var bortfallet 6 av 160 observationer. Bortfall som beror på att företag inte varit noterade kan inte anses vara systematiskt. Denna typ av bortfall var även relativt jämt fördelat mellan branscherna, för 2009 var det 18 i telekommunikationsbranschen och 13 i matproduktionsbranschen. Dock är regressioner utförda med hög andel bortfall mindre pålitliga. Specifikt ska resultat från regressionen utförd 2009 tolkas försiktigt då 27% av urvalet var bortfall. Bortfall skedde dock inte uteslutande av att företag inte var noterade. För vissa bolag var finansiell information inte tillgänglig. Den finansiella informationen som saknades i Bloomberg kompletterades med manuell införskaffning. Dock var det inte möjligt att hitta eller få tillgång till finansiell data för samtliga företag. Bortfall på grund av att finansiella poster saknas var som starkast 2009 där 12 av det totala bortfallet 43 berodde på det. Det finns en risk att denna typ av bortfall är mer systematiskt, om det är skevt fördelat mot ett visst land, vilket skulle påverka studiens pålitlighet. Men, som visas i bilaga 4, så finns det ingen urskiljbar trend i vilka länder som bortfallet varifrån, utan det är relativt spritt. Detta talar för att bortfallet inte är systematiskt, vilket är positivt för regressionens pålitlighet. Sammanfattningsvis tycks bortfallet inte

vara systematiskt, men det stora bortfallet 2009 innebär att resultatet från regressionen inte är lika pålitligt och får därför tolkas försiktigt

Resultatet från den linjära regressionen visar att skillnad i värder relevans av goodwill är signifikant i urvalet. Den linjära regressionens resultat kan till viss del ifrågasättas då Jarque-Bera testet visar på att residualerna inte är normalfördelade och Ramsey testet visar på att förhållandet mellan marknadsvärdet och de oberoende variablerna inte förklaras bäst av en linjär regression. Samtidigt är residualerna fortfarande approximativt normalfördelade enligt centrala gränsvärdessatsen och att tillämpa en linjär regressionsmodell ligger i linje med tidigare studier som undersökt värder relevansen av finansiella poster. Betakoefficienterna inom modellen kan därmed användas för att förklara sambandet mellan de oberoende variablerna och marknadsvärdet. Dock, då både Ramsey testet och Jarque-Bera testet är signifikant bör betakoefficienterna tolkas försiktigt. Analys av betakoefficienterna i sig talar även för en försiktig tolkning. Värder relevansen av goodwill för telekommunikationsbranschen år 2018, som beräknas genom att addera betakoefficienterna $GW+D*GW$, uppgår till -0,09. Om den linjära regressionen är korrekt innebär det att för varje miljon euro ökning i goodwills värde minskar marknadsvärdet med 90 tusen euro. Att en tillgång, som enligt IASBs definition ska förväntas ge framtida ekonomiska fördelar (IAS 38), ska minska ett företags värde är motsägelsefullt. Betakoefficienterna bör därmed inte användas i syfte att bedöma exakt hur mycket en enhet goodwill påverkar det slutgiltiga marknadsvärdet.

Betakoefficienterna kan dock användas i syfte att identifiera skillnader i värder relevans mellan branscherna. Variabeln $D*GW$, som uttrycker skillnad i goodwills värder relevans mellan de två branscherna, är ytterst signifikant för samtliga år (p-värde = 0,0001 år 2009, p-värde = 0,0000 år 2013, p-värde = 0,0004 år 2018) visar att det finns skillnader i värder relevans i urvalet. Denna signifikansnivå är även vid tillämpning av whites robusta standardfel vilket betydligt minskar sannolikheten att betakoefficienterna är signifikanta. Tydliga skillnader i värder relevans av goodwill kan därmed identifieras för samtliga tre år, då värder relevansen av goodwill inom matproduktion är betydligt högre för samtliga regressioner. Regressionerna visar även att goodwill som tillgång är värder relevant överlag vilket överensstämmer med tidigare studier inom området (Dahmash et al., 2009; Jennings et al., 1996; Hamberg & Beisland, 2014; Ji & Lu, 2014). Då urvalet inte är ett sannolikhetsurval kan resultatet från regressionerna inte generaliseras över branscherna överlag. Dock, då en tydlig skillnad i värder relevans kan visas i urvalet, antyder det att en skillnad i värder relevans finns mellan branscherna överlag.

6.2 Analys av bakomliggande faktorer

6.2.1 Effektivitet inom branscherna

I fall förklaringen till den möjliga skillnaden i värder relevans beror på marknadens effektivitet innebär detta att matproduktions- och telekommunikationsbranschen har olika marknadseffektivitet. Frågan är därmed om det finns skillnad i marknadseffektivitet mellan branscherna. Om marknaden generellt har semi-stark effektivitet innebär det att all allmän tillgänglig information är inkorporerad i marknadsvärde. I detta fall finns ingen skillnad i effektivitet mellan branscher. Dock kan semi-stark effektivitet inte påvisas för den europeiska marknaden. Därmed är det möjligt att effektivitetsskillnader mellan branscherna föreligger.

Att segmentera marknaden utifrån bransch vid jämförelse av marknadseffektivitet kan anses vara bristfälligt. Investerare skulle i detta fall inkorporera olika information beroende på bransch som uttrycker sig i en skillnad i värder relevans av goodwill, informationsundelaget vid värdering av marknadsvärde skulle därmed skilja sig mellan investerare inom två branscher. Detta anses vara en mindre rimlig förklaring då investerare tenderar att diversifiera sina investeringar över flera branscher. Det bör därmed finnas ett visst överlapp av investerare inom båda branscherna vilket minskar risken att branschskillnader existerar. En geografisk segmentering av marknader framstår som en rimligare vid en jämförelse av marknadseffektivitet, i litteraturgenomgången identifierades inga studier som undersökte den effektiva marknadshypotesen för en specifik bransch, utan endast för länder. I det avseendet är vår studie avgränsad till Europa. Inom Europa kan dock olika länders marknadseffektivitet skilja sig. I diagram 1 visas branschernas uppdelning i de olika länderna. Vissa länder har många fler observationer inom en viss bransch, till exempel är det för Schweiz ett bolag inom telekommunikation och sju inom matproduktion, medan det för Tyskland är nio i telekommunikation och tre i matproduktion. Det är inte möjligt, att utifrån diagrammet göra en meningsfull uppdelning av de länder där en viss bransch har slagsida. Även om vissa länder, som Schweiz och Tyskland, skiljer sig i vilken bransch som har flest observationer kan båda ländernas ekonomier ses som likvärdiga i hur utvecklade de är vilket kan vara en faktor som påverkar marknadseffektiviteten (Nguyen & Parson, 2021). Skillnaden i värder relevans bör inte bero på denna faktorn, då det inte finns en tydlig uppdelning mellan branscherna i form av hur utvecklade länderna är.

6.2.2 Goodwills natur

En möjlig förklaring till den skillnad i värder relevans av goodwill som identifieras mellan de två branscherna är tillgångens natur. Om tillgången är likvärdig, att goodwill representerar samma sak, oavsett verksamhetsform eller andra faktorer vid förvärv och att tillgången interagerar inom verksamheten på samma sätt, bör värder relevansen vara densamma mellan branscherna. Givet att det inte finns en skillnad i marknadseffektivitet och redovisningen är homogen.

Om goodwill representerar framtida diskonterade övertvinster, som Leake (1921) och Spacek (1969) hävdar, bör tillgången vara lika värder relevant oavsett verksamhet. Framtida övertvinster har samma värde oavsett verksamhet eller vilka tillgångar företaget i fråga redan besitter. En skillnad i värder relevans mellan branscherna bör därmed ej observeras om goodwill består av framtida förväntade diskonterade övertvinster. Resultatet från regressionerna talar dock mot denna teori om goodwills natur, då skillnad i värder relevans identifieras i urvalet.

Snarare kan skillnaden i värder relevans förklaras av teorin om underliggande tillgångar. Om goodwill kan delas upp i underliggande tillgångar kan tillgången skilja sig beroende på verksamhet och därmed beroende på bransch. Investerare kan värdera vissa underliggande tillgångar mer än andra och om sammansättningen av underliggande tillgångar skiljer sig mellan branscherna kan det förklara skillnaden i värder relevans. Om en branschs goodwill består i högre grad av underliggande tillgångar som värderas högre av investerare kan det resultera i en skillnad i värder relevans mellan branscherna. Det är även möjligt att vissa underliggande tillgångar anses vara mer eller mindre värda beroende på vilken verksamhet företaget i fråga bedriver. Kvalité på marknadsföringspersonal kan vara mer värder relevant inom en bransch som starkt påverkas av konsumenters attityder mot företaget. Underliggande tillgångars värde kan även bero på hur de kombineras med andra tillgångar inom företaget för att skapa värde. Därmed kan värder relevansen av goodwill även bero på vilka andra tillgångar företaget besitter. Utifrån teorin om underliggande tillgångar kan goodwills värde bero på hur tillgången interagerar med verksamheten. Kritiken som lyfts mot teorin om underliggande tillgångar är svårigheten att värdera varje underliggande tillgångs värde (Gynther, 1969; Lee, 1971). Dock, även om värderingsprocessen är ytterst svår innebär det inte att investerare är oförmögna att identifiera vilka underliggande tillgångar som är mer värdefulla utifrån ett företags kontext. En förklaring till skillnaden i värder relevans som observeras i urvalet kan därmed vara att

goodwill består av underliggande tillgångar. Sammansättningen av dessa kan skilja sig mellan branscherna eller att vissa underliggande tillgångar värderas mer av investerare inom en av de två branscherna, vilket uttrycker sig i en skillnad i värder relevans.

Om goodwill består av olika tillgångar beroende på verksamhet som kan vara mer eller mindre värdefulla beroende på företagets kontext i fråga talar det för att branschspecifik redovisning av goodwill är nödvändig. Om goodwill som tillgång kan skilja beroende på verksamhet bör dess beståndsdelar tydligt belysas i finansiell rapportering. Detta skulle öka jämförbarheten mellan branscher som ligger i linje med IASBs mål om jämförbarhet. Nödvändigheten att förmedla ytterligare upplysningar om goodwill kan även observeras i EFRAGs discussion paper: Better information on intangibles-Which is the best way to go? EFRAG konstaterar att det är osäkert huruvida en traditionell redovisningsmodell förmedlar den bästa möjliga information (EFRAG, 2021). Kvalitativa upplysningar om immateriella tillgångar framförs som ett förslag i syfte att belysa företags immateriella tillgångar som är centrala för ett företags affärsmodell (EFRAG, 2021). Om goodwills värde skiljer sig beroende på dess beståndsdelar och på företagets kontext som är branschspecifik är ytterligare upplysningar nödvändiga för att skapa ett tillfredsställande beslutsunderlag för investerare.

6.2.3 Homogen redovisning

Ett resonemang från Watts (1992) har tidigare framförts i uppsatsen, i vilket Watts belyser vikten av att inte försumma de underliggande faktorerna i redovisningens tillämpningssätt när samband mellan redovisning och aktiemarknaden undersöks. Med avstamp i detta vill vi vidare diskutera huruvida brister i redovisningens homogenitet kan förklara skillnaderna i värder relevans.

Homogen redovisning inom båda branscher innebär att uppförandet av finansiella rapporter sker på samma sätt och att det inte finns några systematiska skillnader mellan branscherna vid värdering av tillgångar. Från tidigare studier har både bransch och land identifierats som faktorer som påverkar redovisningsval (Jaafar & Mcleay, 2009; Eisenschmidt & Krasodomsa, 2020). Studierna undersöker emellertid inte hur dagens nedskrivningsprövning av goodwill skiljer sig mellan länder utan de undersöker endast andra typer av redovisningsval. Det blir därmed, trots att data över branschernas landstillhörighet sammanställts, svårt att göra någon vidare analys av hur landsfaktorn påverkar vår studie. Det som kan sägas utifrån diagram 1 är att branscherna inte är jämt fördelade mellan länderna. Ofta är antalet observationer inom en viss bransch större inom ett visst land, exempelvis

Norge som har 11 observationer inom matproduktion och endast två för telekommunikation. Huruvida denna fördelningen påverkar värder relevansen beror som sagt på om koncentrationen av den ena branschen tenderar att vara i länder som gör andra redovisningsval vid nedskrivning av goodwill än vad länder som den andra branschen i huvudsak befinner sig i gör. Utifrån datamaterialet och den tidigare forskningen går det inte entydigt att säga om detta påverkar resultatet i denna studie.

Vad gäller skillnader i redovisningsval inom branscher finns det studier som mer precist undersöker nedskrivning av goodwill. Godfrey & Koh (2009), Zang (2008), samt Korošec & Tominic (2016) undersökte bland annat hur företags skuldsättning påverkar nedskrivning av goodwill. Studiernas resultat skiljer sig där Godfrey & Koh (2009) och Zang (2008) menar att högre skuldsättning tenderar att leda till lägre nedskrivning på grund av de krav långivare har på företaget avseende exempelvis räntetäckningsgrad, medan Korošec & Tominic (2016) kom fram till det motsatta resultatet. Korošec & Tominic (2016) framhäver att deras undersökningsperiod är under finanskrisen vilket kan tänkas påverka deras resultat. Nedskrivningsprövning av goodwill öppnar, som tidigare nämnt, upp för en opportunistisk behandling av posten (Avallone & Quagli, 2015). Ur en företagsekonomisk synvinkel går det att resonera om huruvida resultateffekten som en nedskrivning av goodwill har kan skilja sig beroende på skuldsättning. Om ett företag har hög skuldsättning kan det finnas incitament att inte skriva ner goodwill, då skuldsättningen skulle försämrats ytterligare om nedskrivning genomförs. En nedskrivning av goodwill gör således att det fria egna kapitalet kan försämrats då de balanserade vinsterna blir mindre relativt om en nedskrivning istället uteblir. I diagram 2 visas skuldsättningen av branscherna de tre åren, denna är framräknad på samma vis som studierna av Godfrey & Koh (2009) och Korošec & Tominic (2016): $(\text{totala skulder} / (\text{totala tillgångar} - \text{goodwill}))$. Telekommunikationsbranschen har en högre skuldsättning relativt matproduktionsbranschen för samtliga år (se diagram 2). Ett medelvärde beräknades även och detta visade på en skuldsättning på 57% för matproduktionsbranschen relativt 69% för telekommunikationsbranschen över de tre observationsåren. I fall detta samband stämmer, att högre skuldsättning leder till lägre nedskrivning, skulle detta alltså innebära att telekommunikationsbranschen skriver ned sin goodwill i lägre utsträckning. Är investerare medvetna om skillnaderna i dessa redovisningsval kan det leda till att goodwillen inte anses varar lika värder relevant i telekommunikationsbranschen, då investerarna anser att den goodwill som presenteras i de finansiella rapporterna inte överensstämmer med verkliga förhållanden. Detta skulle därmed kunna förklara varför värder relevansen för goodwill i telekommunikationsbranschen är lägre

jämfört med matproduktionsbranschen. Däremot finns det ingen data på hur nedskrivningarna har gått till för företagen i urvalet så slutsatser från detta resonemang bör dras försiktigt. Men med bakgrund i studierna utförda av Godfrey & Koh (2009, och Zang (2008), kan skillnader i branschernas redovisningsval utgöra en förklaringsfaktor av skillnaden i värder relevans.

7. Slutsats & diskussion

I undersökningen påvisar resultatet från de tre utförda regressionerna att en skillnad i värder relevans av goodwill existerar mellan de 80 största företagen inom telekommunikations- och matproduktionsbranschen. Värder relevansen för samtliga tre år var högre inom matproduktionsbranschen. Resultatet kan ej generaliseras över hela branscherna då studien ej tillämpar ett sannolikhetsurval. Däremot är skillnaden i regressionsmodellen ytterst signifikant och med hänseende i detta är det troligt att skillnad i värder relevans även existerar mellan branscherna överlag. Förklaringen till skillnaden i värder relevans som identifieras i urvalet kan diskuteras utifrån tre aspekter: marknadseffektivitet, homogen redovisning och goodwills natur. Att skillnaden i värder relevans beror på skillnader i marknadseffektivitet mellan de två branscherna framstår utifrån tidigare forskning som mindre troligt. Det finns ingen tydlig landsfördelning mellan branscherna, i form av skev fördelning mellan utvecklade och mindre utvecklade länder för de två branscherna, som skulle resultera i en betydlig skillnad i marknadseffektivitet mellan branscherna. Brister i homogen redovisning mellan de två branscherna identifieras som en förklaringsfaktor för skillnad i värder relevans av goodwill. Företagen inom telekommunikationsbranschen i urvalet har högre skuldsättning vilket kan resultera i lägre nedskrivningar av goodwill, då tidigare studier visat att företag med hög skuldsättning tenderar att skriva av goodwill i lägre utsträckning. Det är möjligt att investerare beaktar skillnader i nedskrivningsmönster av goodwill mellan de två branscherna som uttrycker sig i form av en skillnad i värder relevans. Slutligen är goodwills natur i form av underliggande tillgångar en möjlig förklaring till varför skillnaden i värder relevans observeras i urvalet. Om goodwill består av underliggande tillgångar kan sammansättningen av dessa underliggande tillgångar skilja sig mellan branscherna. Fortsättningsvis om vissa tillgångar värderas högre av investerare kan det förklara skillnaden i värder relevans. Värder relevansen kan även bero på företagets kontext. Vissa underliggande tillgångar kan vara mer relevanta beroende på verksamhet och värdet av dem kan även bero på hur väl de kombineras med tillgångar företaget i fråga redan besitter.

Denna studie bidrar, ur ett praktiskt perspektiv, till att undersöka hur väl IASBs mål om jämförbarhet uppfylls. Resultatet, att värder relevans tycks skilja sig branscherna emellan innebär att redovisningen av goodwill brister i jämförbarhet relativt de mål som IASB har i sina föreställningsramar. För att knyta an till citatet från Marton et al: "För att information ska vara jämförbar ska lika fenomen se likadan ut och olika fenomen se olika ut." (2020 s.44). Bristen på jämförbarhet mellan de två branschernas redovisade värde av goodwill beror antingen på att redovisningen, i det här fallet nedskrivning av goodwill, sker på olika sätt, eller att fenomenet i sig skiljer sig, det vill säga att goodwillen skiljer sig mellan branscher i sina beståndsdelar. Beror skillnaden i värder relevans på att fenomenet goodwill skiljer sig mellan branscher bör det redovisas olika för de två olika branscherna för att tillgången ska vara jämförbar. Det skulle alltså krävas en branschspecifik redovisning för posten. Alternativt kan ytterligare upplysningar om goodwillposten vara en lämplig lösning för att förse investeraren med tillräcklig information för att jämföra tillgången mellan olika branscher. Om goodwillen består av samma sak i båda branscher och felet istället är att redovisningen inte sker på samma sätt innebär det att nedskrivning av goodwill sker på ett godtyckligt sätt. Utvärdering av nuvarande redovisningsprocesser kan vara nödvändigt, i fall nedskrivning av goodwill utförs på ett godtyckligt sätt. Ur ett teoretisk perspektiv bidrar studien till diskussionen kring goodwill's natur. Studiens resultat talar för teorin att goodwill består av underliggande tillgångar, då värder relevansen kan förklaras av att goodwill skiljer sig som tillgång. Samtidigt genom att skillnader i värder relevans identifieras talar detta mot teorin om övervinster, då övervinster inte bör vara mer relevant inom en bransch än en annan.

7.2 Framtida forskning

I ljuset av denna studiens resultat och slutsats går det att diskutera huruvida arbetet hade kunnat utföras på ett alternativt vis om en annan student eller forskare skulle vara intresserad att vidare fördjupa sig inom detta ämne. De slutsatser som dras i denna studie har som tidigare nämnts fått dras med viss försiktighet. Anledningen bakom detta är att denna studie inte tillämpat ett sannolikhetsurval. Framtida studier som tillämpar sannolikhetsurval vid undersökning av skillnader i värder relevans kan generalisera resultatet för branscher överlag. Urvalet i studien är relativt litet och utgjordes av 160 företag för varje observationsår, 80 företag per bransch. En förbättring för framtida studier är därmed att tillämpa ett sannolikhetsurval och öka antalet observationer. Vidare är det även av intresse att utföra en liknande studie men med en jämförelse mellan flera branscher. Detta för att undersöka huruvida liknande skillnader kan identifieras inom fler segment än de som

undersökts i denna studie. För att undvika eventuella skillnader avseende homogenitet i redovisningen kan även en studie baserat på företag inom ett land vara av intresse. Även en studie av företag med en liknande skuldsättning är av intresse att vidare studera inom forskningsområdet, för att eliminera det som en påverkande faktor. Att undersöka förklaringsfaktorer, exempelvis goodwill's natur är även det ett forskningsområde som kan utvecklas. Ett möjligt sätt att undersöka detta är genom att fånga upp investerarens syn på goodwill's beståndsdelar. Genom att kombinera dessa två delar kan man både identifiera fenomenet, att värder relevans skiljer sig och dra starkare slutsatser om förklaringsfaktorer. Detta kan vara bidragande i diskussionen och utvecklingen av hur goodwillposten på bästa sätt ska behandlas.

Litteraturlista

Avallone, F. and Quagli, A., 2015. Insight into the variables used to manage the goodwill impairment test under IAS 36. *Advances in Accounting*, [e-journal] vol 31 no 1, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-29]

Aharony, J., Barniv, R., & Falk, H. (2010). The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity Valuation of Accounting Numbers for Security Investors in the EU, *European Accounting Review*, [e-journal] vol. 19, no 3, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-18]

Bloom, M. (2008) *Double accounting for goodwill: A problem redefined*, Routledge, United Kingdom

Boya, C., (2019). From efficient markets to adaptive markets: Evidence from the French stock exchange. *Research in International Business and Finance*, [e-journal] vol. 49, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-18]

Borges, M., (2010). Efficient market hypothesis in European stock markets. *The European Journal of Finance*, vol. 16 no.7, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-18]

Chambers, D. J. (2007). Has Goodwill Accounting Under SFAS 142 Improved Financial Reporting?, Tillgänglig online: <https://ssrn.com/abstract=953649> [Hämtad 2022-04-19]

Colley, J. R., & Volkan, A. G. (1988). Accounting for goodwill. *Accounting Horizons*, [e-journal] vol. 2, no.1, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-18]

Dahmash, F.N., Durand, R.B., & Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets, *The British Accounting Review*, [e-journal] vol. 41, no. 2, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-13]

Eisenschmidt, K. and Krasodomska, J., (2021). The Use of Accounting Policy Options under IFRS in Europe: Do Country, Industry, and Topic Factors Matter?. *Contemporary Economics*, [e-journal] vol. 1,5 no. 3, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-29]

Ekonomifakta. (2021). EU. Tillgänglig Online: <https://www.ekonomifakta.se/EU> [Hämtad 2022-05-06]

Ekonomifakta. (2022). Konjturen-Barometerindikatorn. Tillgänglig Online: <https://www.ekonomifakta.se/fakta/ekonomi/tillvaxt> [Hämtad 2022-04-29]

European Financial Advisory Group. (2016). What do we really know about goodwill and impairment. Tillgänglig online: <https://www.efrag.org> [Hämtad 2022-04-02]

European Financial Advisory Group. (2021). Better information on intangibles-Which is the best way to go? Tillgänglig online: <https://www.efrag.org/Betterinformationonintangibles> [Hämtad 2022-04-28]

Fama, E., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 25, no. 2, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-17]

FAR, (2021). IFRS-volymen 2021, Stockholm: FAR Förlag

Godfrey, J. M., & Koh, P. S. (2009). Goodwill impairment as a reflection of investment opportunities. *Accounting & Finance*, vol. 49, no. 1, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-17]

Gynther, R. S. (1969) 'Some "Conceptualizing" on Goodwill, *The Accounting Review*, [e-journal] vol. 44, no. 2, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-11]

Hamberg, M., & Beisland, L. (2014). Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, [e-journal] vol. 23 no. 2, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-14]

Jaafar, A. and McLeay, S., (2007). Country Effects and Sector Effects on the Harmonization of Accounting Policy Choice, *abacus* vol. 43, no. 2, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-29]

Jarque, C. M. and Bera, A. K. (1980) 'Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals', *Economics Letters*, 6(3), pp. 255–259. Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-28]

Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R.B., & Duvall, L. (1996). The relation between accounting goodwill numbers and equity values, *Journal of Business Finance and Accounting*, [e-journal] vol. 23, no. 4, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-18]

Ji, X.D., & Lu, W. (2014). The value relevance and reliability of intangible assets: Evidence from Australia before and after adopting IFRS. *Asian Review of Accounting*, [e-journal] vol. 22, no. 3, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-03-24]

Kanter, H. (1937). *A New Theory of Goodwill*, Sir Isaac Pitman and Sons, Ltd.

Korošec, B., Jerman, M. & Tominc, P., (2016). The impairment test of goodwill: an empirical analysis of incentives for earnings management in Italian publicly traded companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, vol. 29, no. 1, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-03-24]

- Kothari, S., (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, no. 1-3, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-03-30]
- Körner, S & Wahlgren, L. (2015). *Statistisk Dataanalys*. Lund: Studentlitteratur
- Landsman, W., & Maydew, E., (2002). Has the Information Content of Annual Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?, *Journal of Accounting Research*, vol. 40, no. 3, Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/3542273?seq=1> [Hämtad 2022-04-02]
- Leake, P.D. (1921). *Commercial Goodwill. Its History, Value and Treatment in Accounts*, Sir Isaac Pitman and Sons, Ltd.
- Lee, T. A. (1971). Goodwill: An Example of Will-O'-the-Wisp Accounting, *Accounting and Business Research*, Autumn 1971
- Lo, KL., & Lys, T. (2000) The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, [e-journal] vol. 15, no. 3, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-15]
- Lonergan, W. (1995). Goodwill and bad ideas: fact and fiction in the amortisation debate. *Jassa*, vol. 4, Tillgänglig online: <https://search.informit.org/doi/10.3316/IELAPA.961009930> [Hämtad 2022-05-11]
- Marton, J., Lundqvist, P., & Pettersson, A.K. (2020). *IFRS- i teori & praktik*, Stockholm: Sanoma
- Marton, J. (2022). Information om immateriella tillgångar, *Balans*, no. 1, Tillgänglig online: <https://www.faronline.se/balans> [Hämtad 2022-05-11]
- Nguyen, J., & Parsons, R., (2021). A Study of Market Efficiency in Emerging Markets Using Improved Statistical Techniques. *Emerging Markets Finance and Trade*, [e-journal] vol 58 no. 7, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-16]
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, [e-journal] vol. 11, no 2, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-10]
- Paton, W.A. & Littleton, A.C. (1940). *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association.
- Ratiu, R., & Tudor, A., (2013). The Theoretical Foundation of Goodwill - A Chronological Overview. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, [e-journal] vol. 92, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-03-31]
- Rahm, H., Sandell, N., & Svensson, P. (2016) *Drömmen om företaget*, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-01-31]

Ramsey, J. B. (1969) Tests for Specification Errors in Classical Linear Least-Squares Regression Analysis. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 31(2), pp. 350–371. Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-28]

Sandell, N., & Svensson, P. (2017). Writing write-downs: the rhetoric of goodwill impairment, *Qualitative Research in Accounting & Management*, vol. 14 no.1, Tillgänglig online: <http://dx.doi.org/10.1108/QRAM-04-2015-0045> [Hämtad 2022-03-31]

Spacek, L. (1969) The Treatment of Goodwill in the Balance Sheet, *Journal of accountancy: a publication of the American institute of CPAs*, [e-journal] vol. 117, Tillgänglig online: <https://www.econbiz.de/Record/the-treatment-of-goodwill> [Hämtad 2022-04-29]

Tearney, G (1973). Accounting for goodwill: a realistic approach, *Journal of accountancy*, [e-journal] vol. 136, no. 1, Tillgänglig online: <http://dx.doi.org/10.1108/QRAM-04-2015-0045> [Hämtad 2022-04-29]

Çiğdem, A., (2015). The Efficient Market Hypothesis: Review of Specialized Literature and Empirical Research. *Procedia Economics and Finance*, [e-journal] vol. 32, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-03-17]

Watts, R., (1992). Accounting choice theory and market-based research in accounting. *The British Accounting Review*, [e-journal] vol. 2, no. 3, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-04-29]

White, H. (1980) A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), pp. 817–838. doi: 10.2307/1912934. Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-28]

Zang, Y. (2008). Discretionary behavior with respect to the adoption of SFAS no. 142 and the behavior of security prices. *Review of Accounting and Finance*, vol. 7 no. 1, Tillgänglig genom: LUSEMs bibliotek <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 2022-05-17]

Bilagor

Bilaga 1 Deskriptiv statistik

Deskriptiv statistik 2009	MV	(TT-TS-GW)	GW	EBIT
Medelvärde	5657,307	1252,533	2211,375	657,0827
Median	446,1835	179,9429	65,44389	68,64043
Maximum	117435,4	37573,73	65784,19	13647,00
Minimum	3,081772	-16495,00	0,000000	-62,02900
Standardavvikelse	16523,89	4761,413	8222,855	1824,619
Antal observationer	117	117	117	117

Deskriptiv statistik 2013	MV	(TT-TS-GW)	GW	EBIT
Medelvärde	5881,943	1678,408	1523,114	475,1728
Median	595,8191	257,0980	28,43440	61,16600
Maximum	169752,3	68592,53	34782,56	10650,63
Minimum	3,091117	-9746,000	0,000000	-4071,344
Standardavvikelse	19565,74	6709,377	5422,457	1490,331
Antal observationer	139	139	139	139

Deskriptiv statistik 2018	MV	(TT-TS-GW)	GW	EBIT
Medelvärde	5355,839	1284,744	1541,003	470,0462
Median	573,3545	242,6182	44,90822	36,40216
Maximum	210717,9	46642,16	29778,89	12208,17
Minimum	1,225285	-5022,000	0,000000	-423,3140
Standardavvikelse	19438,49	4986,187	5191,896	1439,744
Antal observationer	154	154	154	154

Bilaga 2 Jarque-Bera test

Jarque-Bera test	2009	2013	2018
Skevhet	-2,635445	-2,104039	-2,332171
Kurtosis	17,01722	14,38505	31,20573
Jarque-Bera	1093,290	853,2701	5244,465
P-värde	0,000000	0,000000	0,000000

Bilaga 3 Ramsey reset test

Ramsey reset test	2009		2013		2018	
Utelämnade variabler: kvadrerade anpassade värden						
t-värde	10,04887		7,806201		15,85018	
fg	110		132		147	
P-värde (t)	0,0000		0,0000		0,0000	
F-värde	100,9798		60,93677		251,2283	
fg	(1,110)		(1,132)		(1,147)	
P-värde (F)	0,0000		0,0000		0,0000	
Variabel	Koeff.	P-värde	Koeff.	P-värde	Koeff.	P-värde
C	140,1587	0,4286	107,0516	0,5712	637,8887	0,0041
D	1170,017	0,0019	508,3432	0,1017	219,2702	0,5501
(TT-TS-GW)	0,457827	0,0357	1,129850	0,0000	0,500951	0,0000
GW	0,891196	0,0012	1,715620	0,0000	0,921110	0,0070
D*GW	-0,599194	0,0247	-1,134600	0,0000	-0,645871	0,0624
EBIT	2,870627	0,0000	2,748014	0,0000	4,241443	0,0000
ANP.^2	$5,81 \times 10^{-06}$	0,0000	$2,54 \times 10^{-06}$	0,0000	$3,27 \times 10^{-06}$	0,0000

Bilaga 4 Bortfallsanalys

Totalt	Bortfall 2009	Telekommunikation	Bortfall 2009	Matproduktion	Bortfall 2009
Marknadsvärde saknas	31	Marknadsvärde saknas	18	Marknadsvärde saknas	13
Finansiell post saknas	12	Finansiell post saknas	12	Finansiell post saknas	0
Totalt	Bortfall 2013	Telekommunikation	Bortfall 2013	Matproduktion	Bortfall 2013
Marknadsvärde saknas	21	Marknadsvärde saknas	14	Marknadsvärde saknas	7
Finansiell post saknas	0	Finansiell post saknas	0	Finansiell post saknas	0
Totalt	Bortfall 2018	Telekommunikation	Bortfall 2018	Matproduktion	Bortfall 2018
Marknadsvärde saknas	5	Marknadsvärde saknas	4	Marknadsvärde saknas	1
Finansiell post saknas	1	Finansiell post saknas	1	Finansiell post saknas	0
Bortfall finansiell post 2009			Bortfall finansiell post 2018		
Länder			Länder		
RYSSLAND	2	TYSKLAND	1		
NORGE	1				
LITAUEN	1				
MAKEDONIEN	1				
BOSNIEN	3				
ENGLAND	1				
POLEN	1				
FRANKRIKE	2				

Bilaga 5 Observationer 2009

2009						
FÖR	MV	GW	TT	TS	EBIT	D
DTE GR Equity	44877,9828	20334	127774	85837	6012	1
VOD LN Equity	78544,02635	65784,19369	186166,6591	82808,74015	2437,286	1
TEF SM Equity	89089,2114	19566	108141	83867	13647	1
ORA FP Equity	46131,4047	27797	90910	61333	7540	1
BT/A LN Equity	6828,840822	1679,506775	33019,39646	32828,77414	373,3491	1
TEL NO Equity	16160,05755	3476,272944	19989,92391	9748,204731	1593,116	1
SCMN SW Equity	13806,57495	4490,045466	14920,10306	10466,44152	1811,785	1
TELIA SS Equity	22701,71699	8359,641727	26293,71898	12399,59408	2180,077	1
KPN NA Equity	19285,647	5769	24851	21010	2850	1
TIT IM Equity	20938,3546	43615	86267	59147	5493	1
O2D GR Equity	#N/A N/A	423,081	10160,257	938,68	-31,79	1
SESG FP Equity	6295,417	1679,5	7408,4	5812,8	719,6	1
1U1 GR Equity	268,6045	67,206	305,267	156,751	44,362	1
UTDI GR Equity	2118,0887	398,926	1323,435	883,673	360,612	1
TEL2B SS Equity	4731,838183	992,4862444	3971,992547	1161,654496	569,3219	1
PROX BB Equity	8117,9638	2088	7450	4922	1261	1
ELISA FH Equity	2483,6786	782	1964,6	1064,6	267,5	1
MTSS RM Equity	10169,74977	555,6304362	10908,87876	7808,269714	1861,602	1
HTO GA Equity	5043,6475	577,4	10321,5	8437,4	1043	1
TCELL TI Equity	10883,18714	129,545862	6523,807057	2401,904467	897,9395	1
TKA AV Equity	4403,5115	1493,062	8498,754	6884,608	343,939	1
ETL FP Equity	4039,8608	807,752	4609,443	3211,609	471,642	1
MFON RM Equity	#N/A N/A	11,46183942	5676,625573	1443,708436	1308,399	1
TTKOM TI Equity	7448,356205	22,94803079	6254,268033	3723,896223	1305,956	1
FNTN GR Equity	1202,4929	1116,505	3033,525	1985,766	122,92	1
RTKM RM Equity	2491,907545	96,89627298	9279,486779	4275,611338	1152,007	1
MGTS RM Equity	775,536263	#N/A N/A	1683,354784	607,2495158	228,7909	1
HT CZ Equity	3081,366781	10,54833663	1982,539321	336,9988066	314,2582	1
OPL PW Equity	5160,409455	977,7066942	7148,993296	3119,118069	510,5207	1
MTELEKOM HB Equity	2821,884879	909,9831244	4312,112565	2073,866107	543,9528	1
OBEL BB Equity	2874,3904	79,287	1153,073	712,246	402,685	1
AINMT NO Equity	7013,02	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
AFKS RM Equity	5092,828838	1138,605056	29041,29952	19299,63584	3165,381	1
DATA LN Equity	51,06185612	17,88917223	53,73632121	51,31462809	-2,96198	1
GAMA LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
SNC PL Equity	693,7373	526,1062	1920,1066	984,466	23,8945	1
TEL1L LH Equity	391,5262	#N/A N/A	333,2707	35,9369	56,7791	1
IOM LN Equity	32,4765	16,55	43,583	10,192	-1,649	1
TEL MS Equity	598,1204131	#N/A N/A	525,8286334	80,90903206	107,7523	1
GO MV Equity	212,752	4,019	309,835	131,703	18,735	1
NET PW Equity	464,3762799	36,56126392	570,0616749	76,78308508	3,692206	1
TLSG SV Equity	878,2395	104,751	1925,526	923,96	79,555	1
BHTSR BT Equity	648,9046594	#N/A N/A	652,8481514	110,8000184	76,84001	1
BAHNB SS Equity	13,99172572	0,164585596	10,82489605	8,911393486	1,579953	1
SIMINN IR Equity	#N/A N/A	337,5714804	672,5866766	530,3494646	24,21528	1
TLKMRA BK Equity	374,3483841	#N/A N/A	492,9938696	125,5957317	59,33143	1
PHR PL Equity	7638,2865	1162,2248	14840,4927	12453,0463	691,9226	1

SYN IR Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	94,22540757	72,04128388	28,39746
ADT LN Equity	3,683297095	#N/A N/A	28,72531836	19,02275471	1,358043
BRE2 SS Equity	5,467995661	6,767315088	13,55978603	9,514861004	-2,87732
DIGI RO Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TECG ME Equity	127,6396	0,9416	266,7119	31,2066	26,5884
MAI LN Equity	17,63380599	0,391396139	8,303914626	6,199173429	2,707063
R22 PW Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TIS IM Equity	325,0162	0	428,606	361,626	23,075
ITD IM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TTLK RM Equity	71,90482998	#N/A N/A	287,6196007	148,5575888	32,23633
CNTL RM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
E4C GR Equity	15,7605	12,115	52,7057	33,1149	-2,1631
ALBUD FP Equity	24,8556	1,0558	28,0426	9,7072	3,4001
ALSTW FP Equity	15,2423	#N/A N/A	11,343	3,748	0,44
LLN SM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
BINERO SS Equity	9,413613562	28,35620661	38,9530619	16,06123358	-2,77806
YOC GR Equity	20,65	10,7438	28,9679	17,099	0,1264
AVHOL TI Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TIDE LN Equity	4,694836165	0,900098325	1,650180263	0,913633639	-0,02369
GENI SS Equity	28,6404	29,544	97,011	73,761	-29,359
TEM1V FH Equity	68,9595	20,011	118,454	41,246	-14,737
MLNEO FP Equity	6,6553	#N/A N/A	6,319	2	0,201
SONE SS Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
MLWEA FP Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TOOP LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
PH6 GR Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
POSTRA BK Equity	14,3391	#N/A N/A	81,7143	36,698	-6,125
ORNT LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TH51 GR Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
BISV RM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TLS PW Equity	3,0817724	0,179692558	2,613831654	0,486272747	0,444301
UTLM UZ Equity	8632,8003	226,378	11748,953	4951,583	-36,115
MTL PW Equity	19,90046993	#N/A N/A	20,58953891	10,24766132	2,444023
NESN SW Equity	117435,387	18530,19664	74732,57546	38597,27709	8476,78
BN FP Equity	26275,5037	10227	24307	13698	2511
ABF LN Equity	7483,029578	1456,174108	10188,70698	4463,269516	690,301
LISN SW Equity	3696,583685	0	1668,270194	578,3022244	178,416
KYGA ID Equity	3604,1755	1233,636	4149,428	2865,373	321,676
MOWI NO Equity	1818,6948	258,2222	2457,2806	1076,0824	144,8326
BARN SW Equity	1996,804207	277,4900652	2368,220714	1521,859945	236,3291
ORK NO Equity	6975,218043	1336,305663	11400,0755	5509,566938	684,7077
UNBL FP Equity	418,7077	401,963	2009,668	1087,603	149,783
SALM NO Equity	562,6955714	24,73688521	427,4559962	222,8014883	69,84753
GLB ID Equity	607,6609	145,584	1454,969	1227,05	129,682
LSG NO Equity	674,4132291	201,021837	1000,177291	482,4318689	121,6797
EMMN SW Equity	463,1879426	42,72348333	1114,890956	497,8472665	73,44364
AAK SS Equity	626,0703171	63,57216145	830,0457214	542,5084452	143,8174
SZU GR Equity	2594,1444	1123,8	7708,6	4479,2	344,8

TATE LN Equity	1347,747903	270,7062633	4510,643112	3368,037092	184,9826
EBRO SM Equity	2235,6641	801,686	2684,465	1386,305	175,041
LOUP FP Equity	502,5761	80,585	963,055	468,769	65,667
AUSS NO Equity	881,0897135	212,3658067	1961,441107	1107,153984	173,6743
GNS LN Equity	337,3840358	79,51996484	564,5353532	333,7582638	37,22211
LOTB BB Equity	256,1182	24,837	226,11	124,913	35,59
SCHO DC Equity	319,3180996	119,5711038	1297,90684	659,146124	25,53215
BAKKA NO Equity	#N/A N/A	0	74,77147297	27,9499665	23,12306
AGR AV Equity	674,5969	222,715	1996,206	1170,293	30,857
GNC LN Equity	320,2696474	432,3573805	1134,824343	940,4707808	27,09544
CWK LN Equity	269,4678	117,756	336,612	170,13	38,909
CRBN NA Equity	1191,216	697,6	2003,7	1005,9	142,8
GSF NO Equity	137,1284388	10,54488322	429,6513469	264,1727844	32,36342
ARYN SW Equity	1944,5696	969,414	3286,896	1918,928	76,957
BON FP Equity	446	115,395	1486,543	1106,9	99,293
MHPC LI Equity	764,961562	0	793,7582799	448,8784844	152,0544
BAKK LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
FFARM NA Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	517,534	481,362	27,887
ULKER TI Equity	443,7484215	0,715900903	1273,812651	719,7975698	68,64043
NRS NO Equity	#N/A N/A	0	130,3953316	82,19730632	4,738052
SAVE FP Equity	817,1358	206,017	2701,225	1604,367	97,889
OGN ID Equity	352,4913	71,082	736,039	592,06	-62,029
CLAB SS Equity	67,02349604	8,872801674	108,5211897	39,19633267	0
SIP BB Equity	446,1835	1,348	423,739	105,21	82,671
GCHE RM Equity	435,7317153	5,998217629	856,5263821	484,8629452	102,1161
KENT TI Equity	571,3730183	0	276,3945448	109,8847217	12,03656
HOTC LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
ORON SW Equity	#N/A N/A	55,46391997	264,0286879	217,5482278	26,16273
NLM GR Equity	110,9543	0	223,12	128,291	24,627
ACOMO NA Equity	88,535	4,604	71,8922	32,5107	13,138
MPE LN Equity	182,2321909	0,807078209	235,9416762	35,24288018	4,711328
BFG IM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
SOCFI LX Equity	270,56	6,4043	1178,8692	312,2677	84,0412
RAIVV FH Equity	439,2964	0	444,2	122,2	19,4
PODR CZ Equity	219,748442	5,873779606	566,6923985	343,1186227	22,64317
PFD LN Equity	965,624694	1546,747912	4172,937049	2971,7908	182,6139
DVO LN Equity	244,3260507	0	247,0363844	118,3708254	32,9348
WWL PW Equity	90,91479337	0,488853347	61,08548799	15,34288628	9,549925
OEL GR Equity	189,2966	0	495,4776	422,2577	43,8159
AEP LN Equity	175,1672222	0	226,6676012	46,72473613	41,74415
SFNS LX Equity	386,1129	1,4626	778,8296	206,2211	166,0737
LD IM Equity	62,2626	6,403	351,77	240,457	40,009
AKVA NO Equity	41,47223842	18,64567193	73,60432754	42,70519381	-5,10394

GR6 BU Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
KERVT TI Equity	54,16579039	0	55,61084616	61,31751908	9,33266
NKHP RM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
ATRAV FH Equity	209,5874	157,801	1101,337	664,419	27,514
BANVT TI Equity	168,0476566	1,833014328	220,1937104	160,2122286	31,03939
FLOB BB Equity	89,9481	29,021	222,916	143,603	9,885
ICESEA IR Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
GREEN BB Equity	96,3165	52,773	400,481	275,333	16,669
AST PW Equity	243,6156	0,066	231,414	112,906	40,692
IMC PW Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	60,34112908	26,86168339	4,054225
TATGD TI Equity	194,2172881	0	251,2393084	158,4360569	29,55378
BELL SW Equity	410,760463	65,44389497	880,8197114	480,0716994	64,04042
TUKAS TI Equity	37,80180781	0	81,00213379	45,82829833	-4,84101
HBC NO Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
CKML CZ Equity	37,65080809	0	71,15551713	12,34936237	3,738769
KRAS CZ Equity	57,45524162	0	156,2989369	66,23848535	8,732242
PNSUT TI Equity	158,3850945	0	223,5261498	60,09092042	26,89454
TAR PW Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
SKMO SS Equity	36,85625311	0	13,2528456	2,464883806	2,548639
FFARMS DC Equity	34,1944062	2,153838673	69,22210125	21,90819981	-4,86549
PETUN TI Equity	89,38993493	0	159,921388	33,73526667	15,47298
AKBM NO Equity	163,4186	58,5502	279,9703	246,291	-33,2506

Bilaga 6 Observationer 2013

2013						
FÖR	MV	GW	TT	TS	EBIT	D
DTE GR Equity	55265,9565	14562	118148	86085	4930	1
VOD LN Equity	130095,5436	34782,56267	197263,7636	93888,67537	-4071,344207	1
TEF SM Equity	53861,376	23434	118862	91380	9450	1
ORA FP Equity	23629,6642	24988	85833	59499	5550	1
BT/A LN Equity	26356,43965	1696,376827	29868,2632	9084,639305	3540,735462	1
TEL NO Equity	26108,68812	2564,530856	21644,70262	12430,83434	2522,669752	1
SCMN SW Equity	19880,82316	3919,413851	16704,57606	11812,84765	1840,307024	1
TELIA SS Equity	26181,20348	7600,307283	28546,79616	15795,42417	2090,188944	1
KPN NA Equity	10005,2067	1169	25872	20569	1026	1
TIT IM Equity	13901,5634	29932	70220	50034	2718	1
O2D GR Equity	6701,6724	706	9021	3022	105	1
SESG FP Equity	11915,592	1717,8	9088,8	6189,9	851,2	1
1U1 GR Equity	1008	67,206	352,329	134,687	61,166	1
UTDI GR Equity	5990,9273	452,812	1270,294	962,441	312,57	1
TEL2B SS Equity	3664,435907	1076,822167	4500,02595	2062,187277	300,4533698	1
PROX BB Equity	6864,4859	2320	8417	5375	917	1
ELISA FH Equity	3069,0623	832,4	2324,3	1462,1	280,6	1
MTSS RM Equity	14969,4639	0	10718,0076	7208,392344	2246,321536	1
HTO GA Equity	4728,17	506	7860,4	5564,7	335,4	1
TCELL TI Equity	8437,360333	11,09460509	7182,27139	2211,492965	699,185838	1
TKA AV Equity	2435,987	1522,506	7800,572	6341,425	318,168	1
ETL FP Equity	4796,845	855,7	5605	3621,8	681,5	1
MFON RM Equity	13967,27923	696,0289908	9541,623685	6488,522208	1775,061565	1
TTKOM TI Equity	7048,591772	16,4672134	6164,81967	4364,621158	1010,981613	1
FNTN GR Equity	2789,1689	1122,112	2477,198	1237,616	301,087	1
RTKM RM Equity	6516,88877	517,7502046	12383,53235	7973,891784	998,546634	1
MGTS RM Equity	746,4140349	23,90737066	2289,5888	349,5597548	299,5375	1
HT CZ Equity	1901,5786	21,25842491	1682,302514	278,1966716	214,1589472	1
OPL PW Equity	3095,373918	948,2680415	5487,920782	2447,927475	189,6536083	1
MTELEKOM HB Equity	1101,560717	733,0759366	3671,344683	2024,23766	251,3879027	1
OBEL BB Equity	828,1989	80,08	1449,891	1112,713	128,758	1
AINMT NO Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
AFKS RM Equity	9156,038159	964,1644685	31405,18365	20294,50414	2487,757212	1
DATA LN Equity	212,8370615	22,42465793	79,81874057	41,18586377	9,414289838	1
GAMA LN Equity	#N/A N/A	7,966	66,141	29,182	11,426	1
SNC PL Equity	940,8882	28,4344	1227,0502	90,2906	-0,7174	1
TEL1L LH Equity	595,8191	3,1375	336,047	35,2514	47,8113	1
IOM LN Equity	289,4307612	38,23585244	95,36043976	32,53915437	11,19368085	1
TEL MS Equity	546,6455751	0	388,5984792	72,39849237	32,26844802	1
GO MV Equity	184,8916	4,019	234,976	131,481	20,775	1
NET PW Equity	441,2791324	67,55832171	707,0219128	176,4481335	22,36998005	1
TLSG SV Equity	790,7409	0,58	1391,869	633,287	66,443	1
BHTRS BT Equity	648,9046594	0	648,2720891	83,2336655	61,86688005	1
BAHNB SS Equity	83,80169514	0,464511523	27,99127922	15,74484051	7,426538874	1
SIMINN IR Equity	#N/A N/A	195,7773687	368,9043686	202,7786203	29,81502478	1
TLKMRA BK Equity	412,0344815	0	436,7035479	81,85532485	54,66380002	1
PHR PL Equity	2832,9795	380,6163	12020,3952	10153,5801	107,3837	1

SYN IR Equity	583,6555062	57,42408968	96,55316732	48,88935029	9,70999437	1
ADT LN Equity	17,86910413	0	22,34164374	10,61498776	2,858575419	1
BRE2 SS Equity	30,07701951	7,836627802	22,85365079	12,94478673	1,645549572	1
DIGI RO Equity	#N/A N/A	18,04898798	231,4619303	204,4658661	12,70592825	1
TECG ME Equity	198,5446	0,9416	198,1667	32,3469	22,0443	1
MAI LN Equity	74,48730492	5,656995631	26,01953308	21,35269215	5,245534018	1
R22 PW Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
TIS IM Equity	79,6721	0	222,733	70,837	12,65	1
ITD IM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
TTLK RM Equity	66,49223669	1,729101135	284,6252831	100,4018398	20,54298771	1
CNTL RM Equity	58,64652638	0	94,68568235	55,62141617	9,249216454	1
E4C GR Equity	22,8996	8,874	45,1512	24,9812	3,183	1
ALBUD FP Equity	14,1964	0	19,4507	10,3429	0,4921	1
ALSTW FP Equity	30,9035	0	23,158	9,25	0,187	1
LLN SM Equity	#N/A N/A	0	6,9071	4,9324	0,3371	1
BINERO SS Equity	55,21348362	23,82354724	51,00797197	21,83723545	4,224186948	1
YOC GR Equity	5,5169	1,1879	7,7293	12,4077	-7,159	1
AVHOL TI Equity	#N/A N/A	0	35,2416	20,6865	4,7564	1
TIDE LN Equity	8,709511437	0,960077098	2,787592275	0,628020357	0,045717957	1
GENI SS Equity	5,634838666	2,147998837	7,099890396	3,379168903	-1,031771098	1
TEM1V FH Equity	25,7384	15,266	71,638	49,93	1,602	1
MLNEO FP Equity	4,9002	0	5,7848	2,5433	0,475	1
SONE SS Equity	#N/A N/A	0	0,862677161	0,686402152	-0,290539876	1
MLWEA FP Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
TOOP LN Equity	#N/A N/A	0	0,331695809	0,218002469	-0,009865454	1
PH6 GR Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
POSTRA BK Equity	3,091117326	0	45,06618673	10,34374153	-3,182485185	1
ORNT LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
TH51 GR Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
BISV RM Equity	217,8572772	0	282,9588753	77,00734511	15,06029693	1
TLS PW Equity	10,313498	0,18426244	6,354839941	1,177537112	2,58511346	1
UTLM UZ Equity	213,4520861	0	706,5960899	319,8624868	-203,0001141	1
MTL PW Equity	6,166461922	0	143,0931661	65,57610455	15,85003557	1
NESN SW Equity	169752,3323	25297,29393	98162,20484	45887,86818	10650,63427	0
BN FP Equity	30687,7511	11474	30928	20199	2128	0
ABF LN Equity	17230,11471	1488,239812	12481,00227	4637,966431	1294,540047	0
LISN SW Equity	8963,2936	0	3162,83413	1015,51043	329,3481259	0
KYGA ID Equity	8874,0154	1679,3	5209,6	3242,1	185,4	0
MOWI NO Equity	3615,5409	284,1072	4034,8156	2079,3219	569,3983	0
BARN SW Equity	3913,874429	594,9521893	3689,507506	2315,173882	279,4316316	0
ORK NO Equity	5738,623188	1358,691844	6233,118438	2551,733318	292,3101116	0
UNBL FP Equity	1381,3636	400,614	2583,495	1359,82	234,163	0
SALM NO Equity	991,2709392	51,82978814	1187,844837	582,5591019	233,157381	0
GLB ID Equity	2430,4374	189,112	1785,168	1240,512	158,476	0
LSG NO Equity	1148,408423	240,2211434	1662,930098	760,0522176	285,8548901	0
EMMN SW Equity	1192,509986	179,6744397	2037,765936	1012,237324	137,2968472	0
AAK SS Equity	1912,942649	125,8945912	1134,180421	641,4414106	126,1204111	0
SZU GR Equity	6820,7429	1147,1	8806	4075,1	960,1	0
TATE LN Equity	4769,08866	261,0735968	3353,051218	2106,635336	401,8367803	0
EBRO SM Equity	2621,097	846,922	2772,68	1044,417	212,907	0

LOUP FP Equity	782,9451	112,915	1468,324	796,751	91,736	0
AUSS NO Equity	860,7201363	190,6162131	2713,120554	1341,966539	204,6881224	0
GNS LN Equity	998,9118555	81,57046019	734,3747625	372,8419707	43,67268001	0
LOTB BB Equity	567,4165	46,517	334,104	162,729	42,24	0
SCHO DC Equity	712,1785874	117,4218501	1299,736561	529,5242885	91,76598013	0
BAKKA NO Equity	490,1873485	0,542639516	372,2320496	173,059666	81,03496502	0
AGR AV Equity	1441,5071	227,934	2578,364	1366,475	220,383	0
GNC LN Equity	1083,48317	536,825064	1216,097657	912,9154158	69,41910845	0
CWK LN Equity	478,4815	128,327	426,98	153,316	48,163	0
CRBN NA Equity	1106,0092	51,9	765,6	260,8	37,5	0
GSF NO Equity	323,5377778	12,8346146	549,0494075	311,2117158	72,96964584	0
ARYN SW Equity	4093,036	1820,223	5831,116	3070,487	245,897	0
BON FP Equity	587,52	207,629	1687,768	1172,413	102,972	0
MHPC LI Equity	1307,783035	0	2009,327518	1102,538771	197,3237586	0
BAKK LN Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0
FFARM NA Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	774,512	770,184	86,991	0
ULKER TI Equity	1756,538805	0	1068,423209	639,9092424	96,7850381	0
NRS NO Equity	192,6876082	0	245,3792687	141,4455619	30,61864696	0
SAVE FP Equity	789,0193	273,647	3319,3	2114,016	122,783	0
OGN ID Equity	838,2722	74,57	897,53	622,944	65,969	0
CLAB SS Equity	632,2070028	223,9004255	1014,947516	591,8739437	47,19635797	0
SIP BB Equity	712,2231	1,348	703,722	161,836	66,437	0
GCHE RM Equity	559,2637886	12,61174288	1486,385641	775,9519115	62,36721525	0
KENT TI Equity	577,7013652	0	181,4160536	67,35608617	-5,802923816	0
HOTC LN Equity	#N/A N/A	0,822321675	42,67350203	35,16516976	4,812055599	0
ORON SW Equity	250,7121654	72,94152245	340,4934751	169,3889328	25,61026023	0
NLM GR Equity	125,9309	0	221,994	105,38	18,183	0
ACOMO NA Equity	389,4492	46,4771	277,1957	146,3619	40,1937	0
MPE LN Equity	311,0468945	0,839857814	345,7441284	76,22598881	17,12888923	0
BFG IM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0
SOCFI LX Equity	486,296	16,2425	1805,2108	547,6004	108,8274	0
RAIVV FH Equity	698,6958	108,5	491,2	159,5	33,7	0
PODR CZ Equity	181,2379404	3,396230216	453,7962479	231,8438571	24,53195989	0
PFD LN Equity	360,672813	858,8960403	2478,274203	2456,738639	63,04265655	0
DVO LN Equity	577,88003	0	357,803169	167,7127161	49,08664861	0
WWL PW Equity	447,5864146	0,483279753	121,1494253	31,5761224	23,10765557	0
OEL GR Equity	201,577	2,3652	320,2695	256,1401	22,5456	0
AEP LN Equity	323,2842109	0	441,1590898	82,56085411	111,2648278	0
SFNS LX Equity	556,187	9,8382	831,5313	205,6581	-22,613	0
LD IM Equity	114,5424	5,435	450,911	297,594	31,322	0
AKVA NO Equity	43,10360173	21,2915145	86,35120567	45,82295887	1,6526764	0
GR6 BU Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0
KERV TI Equity	47,31463529	0	124,8140032	132,0149202	2,902222183	0
NKHP RM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0
ATRAV FH Equity	146,5023	164,756	978,055	566,337	19,73	0
BANVT TI Equity	70,29973488	1,327169411	329,0311699	290,0343459	7,410009498	0
FLOB BB Equity	69,1819	35,069	221,766	133,363	3,357	0
ICESEA IR Equity	#N/A N/A	0	105,256	96,342	3,138	0
GREEN BB Equity	185,9926	10,258	604,775	392,839	24,892	0
AST PW Equity	403,1925	0,832	692,993	322,484	34,049	0

IMC PW Equity	91,83718166	0	262,678053	150,9472021	31,20975516	0
TATGD TI Equity	113,966876	0	191,5615654	116,6107061	13,61723054	0
BELL SW Equity	752,0658342	32,97719344	1173,683922	577,5336589	85,53026571	0
TUKAS TI Equity	30,74889028	0	73,96209666	60,58818784	-4,563101528	0
HBC NO Equity	45,44082679	0,892000332	24,5248662	17,10923137	-5,679714639	0
CKML CZ Equity	44,09154795	0	101,5783837	30,84960947	5,427052796	0
KRAS CZ Equity	73,63704491	0	151,0967352	67,40633179	3,577569829	0
PNSUT TI Equity	267,3256147	0	230,9030135	68,76776434	18,9545283	0
TAR PW Equity	40,39073113	0	79,39884413	51,62299015	3,867200734	0
SKMO SS Equity	37,63288544	0	21,32112408	2,573217699	1,293383446	0
FFARMS DC Equity	30,31891149	2,152733919	65,38359595	22,37998803	1,497530719	0
PETUN TI Equity	109,821689	0	149,1077553	36,57891367	12,78315844	0
AKBM NO Equity	293,2573	66,401	430,248	251,434	10,259	0

Bilaga 7 Observationer 2018

	2018					
FÖR	MV	GW	TT	TS	EBIT	D
DTE GR Equity	70283,2424	12267	145375	101938	8001	1
VOD LN Equity	65814,75267	29778,89234	162195,4923	85774,438	4781,954994	1
TEF SM Equity	38105,0544	25748	114047	87067	6522	1
ORA FP Equity	37550,9856	27174	96592	63343	4823	1
BT/A LN Equity	25143,22384	8849,902731	47721,5271	36681,70508	3766,081955	1
TEL NO Equity	24637,98991	1452,960297	19295,32889	13801,96272	2440,162233	1
SCMN SW Equity	21599,72974	4584,276636	20050,43999	12763,89029	1836,728962	1
TELIA SS Equity	17479,35915	7038,02729	24361,66783	14280,26504	1224,57384	1
KPN NA Equity	10759,2817	1510	13005	11127	820	1
TIT IM Equity	10181,7584	26769	65619	43872	561	1
O2D GR Equity	10167,029	1960	13796	6227	-190	1
SESG FP Equity	9517,9627	2284,2	12859,3	6608,7	391,1	1
1U1 GR Equity	7866,0269	2932,943	5246,64	966,565	566,977	1
UTDI GR Equity	7651,3458	3612,634	8173,819	3652,347	811,061	1
TEL2B SS Equity	7636,683432	2967,989862	8133,382657	4554,828132	338,448078	1
PROX BB Equity	7622,2642	2470	8671	5518	778	1
ELISA FH Equity	5762,8149	1020,7	2668,8	1541,9	403,8	1
MTSS RM Equity	5483,255609	492,1400744	11527,26783	10551,15499	1339,551748	1
HTO GA Equity	4569,0223	446,9	6699,9	4125,2	495,2	1
TCELL TI Equity	4419,458299	5,419754008	7059,062879	4409,178198	758,886719	1
TKA AV Equity	4409,5233	1277,91	7408,082	4958,633	434,36	1
ETL FP Equity	4131,6706	1197,5	7794,4	4947	554	1
MFON RM Equity	3867,217691	384,4423539	6418,182607	5532,199595	735,561085	1
TTKOM TI Equity	2253,141323	7,418694771	5975,11802	4744,786817	797,6955514	1
FNTN GR Equity	2169,9936	1380,056	4634,652	3353,899	311,988	1
RTKM RM Equity	1970,927308	336,0928981	8137,142929	4979,301797	450,5232993	1
MGTS RM Equity	1945,996013	16,8128248	1364,129179	462,9063978	220,4921432	1
HT CZ Equity	1653,155567	61,53531266	2163,317099	380,9521659	189,0591514	1
OPL PW Equity	1464,61658	500,2283811	5427,489585	2980,401235	80,38136539	1
MTELEKOM HB Equity	1418,01192	541,0354665	3353,664316	1551,778567	190,9733133	1
OBEL BB Equity	1034,6485	67,041	1463,166	876,027	42,819	1
AINMT NO Equity	1015,572208	0	484,1183412	611,0241284	-70,61530294	1
AFKS RM Equity	954,2019046	748,6237438	18441,31551	17648,14282	1345,227335	1
DATA LN Equity	774,8455756	236,3831854	364,7017625	197,1428615	-3,792815456	1
GAMA LN Equity	764,2303707	16,93121731	216,9869165	81,4257885	38,31801812	1
SNC PL Equity	755,2495	36,0596	1206,3223	142,6733	-10,5674	1
TEL1L LH Equity	643,7875	26,769	595,42	275,461	62,915	1
IOM LN Equity	438,4861139	84,47452151	194,0540283	84,36647361	16,62935153	1
TEL MS Equity	407,0963882	0	318,0126907	66,89474871	26,28030018	1
GO MV Equity	401,1895	27,917	255,432	135,255	33,086	1
NET PW Equity	390,9310893	65,40037579	588,4976049	153,4785482	18,15547106	1
TLSG SV Equity	383,8232	3,718	1232,719	613,091	17,932	1
BHTSR BT Equity	356,897532	0	575,0224713	63,86030483	28,88482128	1
BAHNB SS Equity	306,9936446	4,331623642	76,34922154	44,05690529	13,4801537	1
SIMINN IR Equity	259,710131	213,9765245	441,6761338	177,4091579	14,39122189	1
TLKMRA BK Equity	208,5296268	5,286655793	497,7804819	159,4511793	33,54366177	1
PHR PL Equity	141,2737	0	161,6843	15,4358	-17,0298	1
SYN IR Equity	93,02294995	79,92120407	202,7758447	122,396704	8,760853386	1
ADT LN Equity	85,80451319	16,18602097	72,39654853	54,52408921	6,773600819	1

BREZ SS Equity	84,16639783	0,511756326	29,13497655	21,93003797	4,044941685	1
DIGI RO Equity	75,042082	17,81677596	350,9223381	317,9667935	22,14551559	1
TECG ME Equity	73,7473	0,9416	182,3483	40,655	7,7978	1
MAI LN Equity	73,53528429	44,7775003	127,0442802	102,558621	3,910888419	1
R22 PW Equity	63,43277976	18,53524389	50,78261676	26,29682193	3,908165284	1
TIS IM Equity	55,7463	0	346,097	301,382	-34,096	1
ITD IM Equity	49,1366	0,0065	36,577	13,9267	4,1901	1
TTLK RM Equity	45,05041835	0	147,8180033	73,37942282	10,77756183	1
CNTL RM Equity	38,05838987	0	33,33965539	9,562004662	-3,502290105	1
E4C GR Equity	25,4475	8,874	43,6718	20,954	2,1529	1
ALBUD FP Equity	21,8969	0	10,5147	7,616	-0,0629	1
ALSTW FP Equity	21,8162	0	18,831	8,621	-0,999	1
LLN SM Equity	14,9264	0	8,886	5,8171	0,5288	1
BINERO SS Equity	13,70128164	11,4485795	17,88175018	7,577339726	0,63910492	1
YOC GR Equity	12,184	0	6,2239	10,1185	0,3736	1
AVHOL TI Equity	12,03326025	0	8,952729122	3,774696737	0,186061604	1
TIDE LN Equity	11,4657758	0,888888909	4,308549246	1,05597329	0,12141465	1
GENI SS Equity	8,709945049	0	3,978019703	1,808271295	0,756316801	1
TEM1V FH Equity	8,0584	0	28,554	35,055	5,274	1
MLNEO FP Equity	5,5307	1,2125	8,58	3,6258	1,2726	1
SONE SS Equity	4,592137136	0	4,062754741	0,964434321	-0,534598373	1
MLWEA FP Equity	4,3366	0	1,6128	0,54	-0,1053	1
TOOP LN Equity	3,082929615	0	2,771372938	1,253912587	-1,500083576	1
PH6 GR Equity	1,7	4,455	27,499	13,646	-2,475	1
POSTRA BK Equity	1,585158219	0	40,80794343	8,975217683	-0,655118287	1
ORNT LN Equity	1,225285463	0	0,836981361	0,142467282	-0,228905602	1
TH51 GR Equity	1,2	0	1,271	0,0661	#N/A N/A	1
BISV RM Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
TLS PW Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
UTLM UZ Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
MTL PW Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	1
NESN SW Equity	210717,909	28143,05537	121633,3585	69786,82318	12208,1666	0
BN FP Equity	39813,7751	17711	44177	27702	2741	0
ABF LN Equity	19718,00066	1347,814009	15251,46233	4896,686269	1450,29243	0
LISN SW Equity	15834,51397	689,0618754	6435,919588	2453,173907	565,2224892	0
KYGA ID Equity	15249,813	2358,7	8323,7	4289,3	691,4	0
MOWI NO Equity	9440,8951	289,3	5145,1	2266,2	879,9	0
BARN SW Equity	8402,077487	737,6868112	5177,322595	3148,388691	491,8279006	0
ORK NO Equity	6860,517701	1480,197629	5297,055632	1859,099168	433,275323	0
UNBL FP Equity	6045,8179	796,052	3927,79	2188,16	159,753	0
SALM NO Equity	4867,642996	45,03894461	1526,860624	604,8424648	434,4498573	0
GLB ID Equity	4411,0854	396,2	2483	1101,3	215,2	0
LSG NO Equity	3961,08292	223,7930093	2862,213051	1133,722838	436,1477518	0
EMMN SW Equity	3236,598288	367,5180135	2503,845966	1033,245708	192,3940298	0
AAK SS Equity	3063,923073	163,9588537	1774,90872	889,5702753	192,4991104	0
SZU GR Equity	3013,7454	1389,5	9334,4	4310,5	469,2	0
TATE LN Equity	2840,891737	227,2347586	2863,826296	1341,130634	323,0298039	0
EBRO SM Equity	2683,4124	1154,939	3834,069	1643,867	216,561	0
LOUP FP Equity	2340,8442	153,617	2191,493	1010,018	184,695	0

AUSS NO Equity	2184,05218	198,6307593	3828,862604	1563,725444	431,661259	0
GNS LN Equity	1801,754649	113,6173793	879,0866249	412,2528635	9,133946179	0
LOTB BB Equity	1732,885	177,639	711,572	364,645	92,025	0
SCHO DC Equity	1651,352046	321,9934236	2268,955322	1109,16287	140,2359045	0
BAKKA NO Equity	1553,200052	1,776176627	585,3527421	174,0661165	118,5191104	0
AGR AV Equity	1548,1644	260,956	2356,421	902,424	160,601	0
GNC LN Equity	1457,663079	456,3631402	2245,057137	1416,764164	55,4720146	0
CWK LN Equity	1452,664	151,3	651,3	171,4	88,3	0
CRBN NA Equity	1437,383	61,3	965,8	445,6	87,9	0
GSF NO Equity	1139,665902	10,99712288	821,4062829	429,6417622	136,9174232	0
ARYN SW Equity	1087,3629	1414,009	4735,573	3062,713	-423,314	0
BON FP Equity	999,1006	461,8	2027,109	1380,292	119,024	0
MHPC LI Equity	967,0880322	2,190218648	2331,343278	1372,844587	272,6992441	0
BAKK LN Equity	910,0418749	724,2550983	1484,043475	849,7911634	94,90392859	0
FFARM NA Equity	855,4014	110,311	873,717	432,964	75,932	0
ULKER TI Equity	828,1557112	54,79755244	1761,225606	1153,829545	127,3425956	0
NRS NO Equity	785,7514664	0	412,6791594	178,5606796	56,92975459	0
SAVE FP Equity	777,2253	364,957	3658,798	2262,479	115,869	0
OGN ID Equity	758,5145	138,112	1204,051	873,804	66,883	0
CLAB SS Equity	690,2263257	231,5697376	902,2657688	511,7563261	64,95368755	0
SIP BB Equity	591,2338	104,782	938,368	259,609	50,065	0
GCHE RM Equity	577,5074415	20,48748411	1864,726003	1099,478201	196,4684287	0
KENT TI Equity	569,2015517	0	128,9005314	56,21614012	11,39650436	0
HOTC LN Equity	499,6161626	1,041381254	67,07880962	22,95583454	14,85569512	0
ORON SW Equity	460,4195691	0	354,5561577	274,9021318	31,58392606	0
NLM GR Equity	432,6	0	328,627	159,171	30,039	0
ACOMO NA Equity	429,8796	64,988	357,159	163,637	45,042	0
MPE LN Equity	413,9128276	10,27194214	408,8070604	58,7177629	20,54388428	0
BFG IM Equity	397,0004	34,608	523,657	139,152	-1,441	0
SOCFI LX Equity	396,4722	4,9511	1071,5571	425,3689	90,7024	0
RAIVV FH Equity	379,8714	46,1	324,4	59,6	16,6	0
PODR CZ Equity	352,9287011	3,614120052	653,9558746	242,680564	34,87581318	0
PFD LN Equity	342,5831321	719,5767356	2485,101698	1412,642749	5,01253144	0
DVO LN Equity	297,9140139	3,453077214	460,2617758	297,07603	29,96379905	0
WWL PW Equity	291,4222208	0,467842846	180,2581243	24,09973128	21,9872158	0
OEL GR Equity	257,5872	0	195,6311	139,78	11,7721	0
AEP LN Equity	252,6453437	0	469,5500553	63,99646046	25,00288661	0
SFNS LX Equity	246,8877	0	342,3822	86,505	37,9285	0
LD IM Equity	244,5696	12,297	637,586	396,196	34,75	0
AKVA NO Equity	228,6657275	84,18373076	272,6689877	165,4742517	13,10075276	0
GR6 BU Equity	212,3665656	10,5612451	185,9379394	19,99151255	8,559537383	0
KERV TI Equity	196,6918096	0	491,4608637	362,382854	41,36584247	0
NKHP RM Equity	194,8036696	0	153,0872382	73,7737704	51,11308773	0
ATRAV FH Equity	185,2692	162,59	899,581	471,396	29,148	0
BANVT TI Equity	178,1474496	0	255,0266783	134,2812475	30,67152589	0
FLOB BB Equity	174,45	65,768	320,303	187,297	14,044	0
ICESEA IR Equity	151,8223	43,435	193,794	134,452	7,844	0
GREEN BB Equity	148,2044	477,247	1857,354	1389,472	-133,838	0
AST PW Equity	133,5899	0	744,886	379,064	18,355	0
IMC PW Equity	101,2354151	0	173,0229084	67,68465248	31,42863371	0

TATGD TI Equity	85,75472382	0	142,6676046	59,9904572	6,925875816	0
BELL SW Equity	78,03212941	1700,17966	219,5374927	2413,04817	1267,866749	0
TUKAS TI Equity	74,70838899	0	102,1544399	73,33795086	10,95563145	0
HBC NO Equity	71,38283076	0	18,95970444	10,27967141	-7,838096868	0
CKML CZ Equity	68,01271399	0	100,8267164	27,24349119	6,303010797	0
KRAS CZ Equity	65,35873374	0	162,6178594	65,74197999	8,607251859	0
PNSUT TI Equity	49,11947124	0	229,8363933	100,8477335	13,00333251	0
TAR PW Equity	47,58688666	0	143,138499	99,67545597	10,45528574	0
SKMO SS Equity	42,65292149	0	16,64162682	2,915633253	0,990838979	0
FFARMS DC Equity	38,27975419	2,153498446	103,7413521	54,16749101	3,464108117	0
PETUN TI Equity	36,6238961	0	120,9818704	29,58841692	6,759886152	0
AKBM NO Equity	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0