

Nedskrivningsprövning av goodwill

- En studie av de WACC antaganden som gjordes av svenska noterade bolag under åren 2007-2009**

Kandidatuppsats inom redovisning och finansiering

Handelshögskolan i Stockholm

Vårterminen 2011

Författare: Daniel Eriksson och Richard Perbeck

Handledare: Niclas Hellman

Abstract

Title	Impairment tests on goodwill - A study of the WACC assumptions made by Swedish listed companies during 2007-2009
Authors	Daniel Eriksson and Richard Perbeck
Supervisor	Niclas Hellman

Purpose

The purpose of this study is to examine the companies on Nasdaq OMXS Large and Mid Cap to see if there are interesting patterns regarding their WACC assumptions, used when performing impairment tests on goodwill, during 2007-2009. If so, can we explain these patterns?

Method

We have gathered information about the WACC assumptions presented in the annual reports of the 133 companies that were listed on OMXS Large and Mid Cap during the spring of 2011. To complement this quantitative information we have also conducted an interview with Peter Malmqvist and contacted eight of the companies that were in the study.

Conclusion

We can conclude that not all companies present their WACC assumptions in the annual report, even though IAS 36 states that this should be done. Of the 45 companies that were included in our study, eight had lowered their WACC during 2008 and increased it in 2009. We were not able to find explanations that justify these patterns, and when contacting the eight companies only two of them replied. The answers from those two companies showed a discrepancy from what they had written in their own annual reports or stood in direct contrast to general consensus in terms of the development of the market risk premium during 2008. Earnings management, which can include management not providing the market with important information, is one of the theories that has been used to explain the behavior of the companies in our study.

Keywords

WACC, discount rate, goodwill, impairment test, earnings management

Innehållsförteckning

1	Inledning	1
1.1	Bakgrund och problembeskrivning	1
1.2	Syfte	2
1.3	Frågeställning	2
1.4	Avgränsningar	2
1.5	Tidigare forskning	3
2	Teoretisk referensram	5
2.1	Harmonisering av redovisningen	5
2.2	IFRS 3 - Rörelseförvärv	7
2.3	Goodwill	9
2.4	IAS 36 – Nedskrivning av goodwill	11
2.5	WACC	13
2.6	CAPM	14
2.7	Agentteori	15
2.8	Earnings management vid nedskrivning av goodwill	16
2.9	Disclosure	17
3	Metod	19
3.1	Val av metod	19
3.2	Urval	19
3.3	Tillvägagångssätt	20
4	Empiri	25
4.1	Undersökt urval	25
4.2	Uteslutningskriterier	27
4.3	Empiriska mönster	30
4.4	Korrespondens med utvalda företag	34
4.5	Kompletterande information	36
4.6	Intervju med Peter Malmqvist	37
5	Analys	39
5.1	Empirisk tolkning	39
6	Slutsats	46
6.1	Slutsatser kring empirisk undersökning	46
6.2	Förslag till vidare forskning	47
7	Källförteckning	49
8	Appendix	51

Ordlista

CAPM – Capital Asset Pricing Model

Disclosure – Redovisning av information

IAS – International Accounting Standards

IASB – International Accounting Standards Board

IFRS – International Financial Reporting System

Impairment – Nedskrivning

Impairment test – Nedskrivningsprövning

RR – Redovisningsrådet

WACC – Weighted Average Cost of Capital

1. Inledning

1.1 Bakgrund och problembeskrivning

I en undersökning som publicerades i januari 2010 av revisionsfirman Grant Thornton uppdagades det att svenska noterade bolag har en hög andel redovisad goodwill i sina balansräkningar (Gauffin och Thörnsten, 2010). Undersökningen jämförde svenska och amerikanska bolag och resultaten visade att de svenska bolagen gjort avsevärt lägre nedskrivningar av goodwill än de noterade bolagen i USA. Något som enligt Gauffin och Thörnsten väcker en del frågor var att en tredjedel av de svenska börsbolagen i samband med finanskrisen använde sig av en lägre kapitalkostnad (WACC – Weighted Average Cost of Capital), detta trots att riskpremien på aktiemarknaden ökade under samma period. Studien visade även att de svenska börsbolagens goodwill uppgår till i genomsnitt cirka 30 % av deras totala kapital. En potentiell anledning till den höga värderingen av goodwill i de svenska företagen är enligt Grant Thornton att IFRS tolkas och efterlevs på olika sätt samt att det är subjektiva antaganden som ligger bakom värderingen.

IFRS infördes 2005 för att skapa en mer enhetlig och transparent redovisning för börsnoterade bolag. I och med detta förändrades regelverket för hur bolag ska redovisa goodwill. Tidigare tillämpades avskrivning av goodwill över en tidsperiod men med de nya principerna, IFRS 3/IAS 36, ska goodwill tas upp till återvinningsvärde. De nya riktlinjerna för hur återvinningsvärdet ska beräknas går att finna i IAS 36. Där beskrivs hur företagen årligen ska testa sin värdering av företagets goodwill genom ett så kallat *impairment test* (nedskrivningsprövning). Om nedskrivningsprövningen visar att återvinningsvärdet är lägre än det värde som är upptaget i balansräkningen så ska en nedskrivning av goodwill genomföras. Vid värdering av goodwill uppskattas nuvärdet av framtida kassaflöden från den förvärvade enheten, därefter diskonteras dessa kassaflöden med en diskonteringsränta. En låg diskonteringsränta ger i dessa sammanhang en hög värdering av goodwill och vice versa. Ett företag som vill ha ett högt värde på goodwill kan således teoretiskt sett välja en lägre diskonteringsränta än vad som är befogat för att motivera det höga värdet på den förvärvade enheten.

Trots att IASB strävat efter att öka transparensen i de finansiella rapporterna så råder subjektivitet och tvetydigheter i hur företag och revisorer ska förhålla sig till goodwillposten. Detta kan få allvarliga konsekvenser för den finansiella rapporteringens trovärdighet. De nya principerna bygger i hög grad på bedömningar av företagsledning och revisorer vilket skulle kunna skapa ett opportunistiskt beteende.

1.2 Syfte

Syftet med vår uppsats är att undersöka förekomsten av systematiska mönster i företagen på Nasdaq OMXS Large och Mid Caps WACC antaganden under åren 2007-2009, samt att kvalitativt utvärdera förklaringsmodeller för dessa mönster utifrån IAS 36 och befintlig litteratur på området.

1.3 Frågeställning

Vår frågeställning är:

”Finns det skillnader i de WACC antaganden som företagen på OMXS Large och Mid Cap gjorde under åren 2007-2009? Om ja, finns det objektiva och rationella förklaringar till varför dessa skillnader uppstått?”

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att begränsa vår undersökning till bolagen på OMXS Large och Mid Cap, då vi anser att detta ger oss ett tillräckligt stort underlag för att kunna genomföra en intressant undersökning. Detta är också en lämplig avgränsning med tanke på denna uppsats omfattning. För att möjliggöra tydliga analyser har vi valt att endast inkludera bolag som redovisat sin WACC (en enhetlig WACC för hela företaget) på samma sätt samtliga tre år. Det har därför varit lämpligt att utforma ett antal uteslutningskriterier vilka ligger till grund för uteslutning av bolag som inte passar in i studien. Dessa uteslutningskriterier förklaras i detalj i metodavsnittet. För att öka tillförlitligheten i vår undersökning har vi valt att endast inkludera bolag som redovisat sin WACC i sina respektive årsredovisningar, då vi anser att det är en signifikant skillnad att vid det aktuella tillfället publicera sina antaganden jämfört med att i efterhand se tillbaka och uppge vilka antaganden man använt.

1.5 Tidigare forskning

Sedan IFRS infördes har det studerats och skrivits mycket om earnings management, income smoothing och big bath accounting i samband med nedskrivningar av goodwill. Income smoothing och big bath accounting är exempel på när företag utnyttjar bra eller dåliga tider för att justera företagets resultat genom att skriva ned exempelvis goodwill. Income smoothing används av ledningen i bolag då man gör höga vinster för att sänka förväntningarna på kommande perioder. Big bath accounting inträffar då ledningen väljer att skriva ned exempelvis goodwill mer än befogat i en period då företaget gör stora förluster för att kunna visa ett bättre resultat i kommande perioder. Något som inte studerats i samma utsträckning är om företag i extremt svåra perioder såsom börskrascher, genom att ändra sina antaganden för värdering av nyttjandevärdet av goodwill, kan undvika att göra nedskrivningar.

Niclas Hellman, Balans nr 3, 2011

I tidskriften Balans nr 3, 2011, skriver Niclas Hellman följande, angående sänkta diskonteringsräntor vid nedskrivningstester i slutet av 2008:

”Kanske är det en lägre marknadsvikt för eget kapital i beräkningen av den vägda kapitalkostnaden som ger denna effekt, men den lägre värderingen borde innebära en högre riskpremie för eget kapital och det framstår som en aning märkligt att den vägda kapitalkostnaden skulle ha varit särskilt låg just i slutet av 2008. På motsvarande sätt kan ytterligare tecken på överträdelser observeras avseende tillämpade diskonteringsräntor och andra antaganden.”

Van de poel et al. 2009

I en undersökning av Van de poel et al. 2009 undersöktes hur revisionskvalitet och den institutionella miljön påverkar användandet av IFRS som ett verktyg för påverka ett bolags resultat. Resultaten av undersökning tyder på att införandet av IFRS, där tanken är att förbättra kvalitén och jämförbarheten mellan finansiella rapporter, har skapat möjligheter att manipulera resultat, och skillnader i redovisning mellan revisorer och länder fortsätter att existera.

Gauffin & Thörnsten 2009

Konsulterna Björn Gauffin och Anders Thörnsten från revisionsföretaget Grant Thornton har undersökt hur noterade bolag i Sverige och USA hanterade

nedskrivningar av immateriella tillgångar och goodwill i samband med finanskrisen 2008. De har studerat hur nedskrivningstesterna genomförts, noterat vilka diskonteringsräntor som bolagen använt sig av, studerat resultaten av nedskrivningstesterna, motiv till eventuella nedskrivningar samt vilka känslighetsanalyser som bolagen har genomfört. Resultaten visar att svenska bolag har gjort avsevärt mycket lägre nedskrivningar i goodwill än de amerikanska bolagen vilket tyder på att det finns en stor variation i tolkningen och efterlevnaden av IFRS.

Ovanstående undersökningar har bidragit till att öka vårt intresse när det gäller att undersöka förändringar i antaganden vid nedskrivningsprövning av goodwill.

2. Teoretisk referensram

Vår teoretiska referensram beskriver den teori som är relevant för vår studie. Inledningsvis går vi igenom utvecklingen på redovisningsområdet och harmoniseringen av redovisningen. Därefter redogör vi för teori för mer specifika delar av redovisningen som berör vårt uppsatsämne och avslutar sedermera med att gå igenom andra teorier som också är relevanta för vår undersökning.

2.1 Harmonisering av redovisningen

Under de senaste decennierna har aktiemarknaden fått ökad betydelse i länder som tidigare inte haft betydande kapitalmarknader. Detta har lett till en globalisering av kapitalmarknaderna och har skapat förutsättningar för en harmonisering av redovisningen med IFRS (Marton et al, 2010).

Tidigare regler

Tidigare har företag gjort linjära avskrivningar av goodwill och före år 2000 var den längsta tillåtna avskrivningsperioden för goodwill tio år. I en rekommendation från Redovisningsrådet år 2000 angående koncernredovisning så öppnades möjligheten för bolag att använda en längre avskrivningsperiod, på upp till 20 år (*RR1:00*). Redovisningsrådet definierade även ett antal faktorer som skulle vara vägledande för fastställandet av avskrivningstiden och bidra till att undvika att möjligheterna för subjektiva antaganden missbrukades. Exempel på de faktorer som definierades är produkters livscykler, branschens stabilitet och beroende av nyckelpersoner. Dessa regler finns fortfarande kvar men får numera endast tillämpas av onoterade bolag och koncerner.

IAS-förordningen

I juli år 2002 utfärdade Europaparlamentet ett direktiv om tillämpning av IAS-förordningen, som krävde att alla noterade bolag inom EU skulle följa reglerna i IFRS från och med 1 januari 2005. Detta innebar att från och med den första januari 2005 ska alla noterade bolag i EU upprätta sin koncernredovisning i enlighet med internationella redovisningsstandarder. De internationella standarderna som förordningen syftar på är IFRS och IAS med de tillhörande tolkningarna från SIC

och IFRIC som utfärdats (SOU 2005:53). De svenska företagen ska därför numera tillämpa redovisningsstandarderna *IFRS 3-Rörelseförvärv* och *IAS 36-Nedskrivning av goodwill* vid värdering av goodwill. I de nya redovisningsstandarderna ska fler tillgångar än tidigare värderas till verkligt värde som motsvaras av nettoförsäljningsvärde eller nyttjandevärde. Värderingen av goodwill sker årligen genom nedskrivningsprövningar för att avgöra om det befintliga värdet ska förbli eller om det ska skrivas ned. Detta innebär att goodwill inte längre ska skrivas av över en nyttjandeperiod, utan istället testas för nedskrivning varje år med en obestämbar nyttjandeperiod (IAS 36).

IASB

IFRS regelverk är framtaget av IASB (International Accounting Standards Board) och syftar till att uppnå internationell konvergens i redovisningen och underlätta finansiella jämförelser mellan bolag i olika länder. IASB är ett internationellt redovisningsorgan som verkar för att dessa regler ska implementeras internationellt i samband med finansiell rapportering (Deegan, Unerman, 2008).

Harmonisering med IFRS

Genom EU:s beslut att göra IFRS obligatoriskt för noterade bolag så ökade jämförbarheten mellan noterade bolag inom EU (Marton et al, 2010). Detta bidrog till att öka jämförbarheten av finansiella rapporter mellan noterade bolag i och med att värderingsprinciper, för liknande transaktioner, redovisas på ett likartat sätt. Införandet av IFRS och dess effekter har studerats flitigt under de senaste åren. Bland annat har man undersökt hur IFRS har påverkat redovisningen i europeiska länder. Resultatet av denna undersökning pekar på att det inte längre finns märkbart stora skillnader mellan de traditionella redovisningssystemen och att harmoniseringen har bidragit till att anpassa den kontinentala redovisningen till den anglosaxiska redovisningen (Callao et al, 2009).

2.2 IFRS 3 - Rörelseförvärv

IFRS 3 är en standard som behandlar redovisning på koncernnivå och anger hur de finansiella rapporterna ska utformas när ett bolag gör ett rörelseförvärv (IFRS 3). Standarden infördes den 31 mars 2004 och ska tillämpas vid redovisning av rörelseförvärv. I vår uppsats har vi använt oss av den version av IFRS som var aktuell under perioden 2007-2009 och har således inte tagit hänsyn till uppdateringar som gjorts efter detta. Ett rörelseförvärv är sammanförandet av två separata enheter eller verksamheter till en gemensam rapporterende enhet. Koncernens bokslut efter ett rörelseförvärv ska återspegla redovisningen som den skulle ha sett ut om de sammanslagna enheterna skulle varit ett enda företag.

Resultatet av de flesta rörelseförvärv är att en av enheterna, förvärvaren, erhåller kontroll över en eller fler verksamheter, den förvärvade enheten. Vid förvärvet kan det uppstå en positiv eller negativ differens mellan köpeskillingen och de identifierbara nettotillgångarna, denna differens benämns som goodwill. Ett rörelseförvärv kan även involvera mer än en valutatransaktion, ett exempel på detta är när förvärvet sker i steg genom successiva aktieköp. Om så är fallet så ska varje enskild transaktion behandlas separat av förvärvaren. För att kunna bestämma andelen goodwill vid varje enskilt förvärv så ska information kring transaktionskostnad och verkligt värde, kopplat till den enskilda transaktionen, vid transaktionsdatumet, användas. Detta resulterar i en steg-för-steg jämförelse av förvärvarens enskilda investeringskostnader och verkligt värde av den förvärvade enhetens identifierbara tillgångar, skulder och ansvarsförbindelser vid förvärvstidpunkten.

IFRS 3 innehåller följande krav:

- a. Förvärvsmetoden är den metod som ska gälla för alla rörelseförvärv.
- b. En förvärvare ska kunna identifieras för varje rörelseförvärv. Förvärvaren är den enhet som får kontroll över den förvärvade enheten.
- c. Förvärvaren ska beräkna kostnaden för ett rörelseförvärv som ansamlingen av verkligt värde av förvärvade tillgångar, skulder, utställt eget kapital i utbyte mot kontroll av den förvärvade enheten och eventuella kostnader direkt hänförliga till förvärvet.

- d. Förvärvaren ska fristående identifiera den förvärvade enhetens identifierbara tillgångar, skulder och ansvarsförbindelser som uppfyller följande kriterier på förvärvsdatumet:
- i. När det gäller en tillgång som inte är immateriell, då det är troligt att framtida ekonomiska fördelar hamnar hos förvärvaren och att dess verkliga värde kan mätas tillförlitligt.
 - ii. När det gäller en skuld som inte är en ansvarsförbindelse, då det är troligt att utflöde av ekonomiska resurser kommer krävas för att betala av skulden och dess verkliga värde kan mätas tillförlitligt.
 - iii. När det gäller en immateriell tillgång eller en ansvarsförbindelse, då dess verkliga värde kan mätas tillförlitligt.
- e. Förvärvaren ska initialt beräkna verkliga värden av identifierbara tillgångar, skulder och ansvarsförbindelser som uppfyller ovanstående kriterier på förvärvsdatumet, oavsett omfattningen av eventuellt minoritetsintresse.
- f. Goodwill som är förvärvat i ett rörelseförvärv ska identifieras som en tillgång hos förvärvaren vid förvärvsdatumet. Goodwill vid förvärvet beräknas som den extra kostnaden över de förvärvade identifierbara tillgångarnas, skuldernas och ansvarsförbindelsernas verkliga värden som identifierats i enlighet med punkt (d) ovan.
- g. Goodwill förvärvat i ett rörelseförvärv får ej amorteras utan ska istället testas årligen, eller oftare om det finns indikationer på att det uppskrivna värdet har minskat, för nedskrivning i enlighet med IAS 36 – Nedskrivning av Goodwill.
- h. Om nettovärdet av posterna i punkt (d) ovan överstiger kostnaden av förvärvet så ska förvärvaren på nytt värdera identifieringen och beräkningen av den förvärvade enhetens identifierbara tillgångar, skulder och ansvarsförbindelser och beräkningen av kostnaden av förvärvet. Eventuellt överskott efter den nya värderingen måste direkt identifieras som vinst eller förlust av förvärvaren.
- i. Information som möjliggör för användare av en enhets finansiella rapporter ska redovisas för att utvärdera karaktären och effekten av:

- i. Rörelseförvärv som var påverkade under perioden.
 - ii. Rörelseförvärv som var påverkade efter datumet för balansräkningen men före de finansiella rapporterna är godkända för publicering.
 - iii. Några rörelseförvärv som var påverkade under föregående period.
- j. Information som möjliggör för användare av en enhets finansiella rapporter ska redovisas för att utvärdera förändringar i det uppskrivna värdet på goodwill under perioden.

2.3 Goodwill

Goodwill är ett begrepp som idag används i många olika sammanhang och kan således definieras på flera sätt.

Definition

”Goodwill, det goda anseende eller rykte som t.ex. en stat, en person eller ett företag kan åtnjuta” (NE).

Två perspektiv

Ur ett redovisningsperspektiv definieras goodwill snarare som skillnaden mellan erlagd köpeskilling och de förvärvade nettotillgångarna vid ett förvärv. Man kan se på goodwill utifrån två perspektiv, antingen ur ett top-down eller ett bottom-up perspektiv (Johnsson, Petrone, 1998).

Top-down perspektivet har sin utgångspunkt i goodwill som en komponent av en större tillgång vid en investering. I redovisningen delas investeringen upp i beståndsdelar och goodwill utgör den del som resterar efter att nettotillgångar är redovisade. Enligt detta perspektiv så ser man på goodwill som en integrerad del av den större tillgången och redovisas som den restpost som återstår efter att tillgångar och skulder är identifierade.

Bottom-up perspektivet har sin utgångspunkt i goodwill som en separat del av en investering där goodwill i sig är en tillgång med olika komponenter. Om ett förvärv sker till ett pris som överstiger värdet av de identifierbara nettotillgångarna i det

förvärvade företaget så är det rimligt att fler värdeskapande tillgångar har förvärvats än de redovisade. För att kunna identifiera dessa tillgångar är det fördelaktigt med bredare perspektiv på goodwill för att förstå goodwillvärdets bredare potential.

Två typer av goodwill

Ur de två perspektiven så går det att dela upp goodwill i två olika typer, going-concern goodwill och combination goodwill (Johnsson, Petrone, 1998).

Going-concern goodwill är den goodwill som sedan tidigare existerar i det förvärvade bolaget. Detta kan vara antingen internt genererad goodwill eller tidigare förvärvad goodwill i det bolag som förvärvas. Going-concern goodwill representerar det förvärvade företags förmåga att generera mer kassaflöden än om tillgångarna och skulderna skulle förvärvats separat.

Combination goodwill uppkommer i förvärvet och är de synergier som uppstår när man kombinerar förvärvets och förvärvarens verksamheter. Denna form av goodwill är unik för varje förvärv och utgörs av det belopp som förvärvaren betalat och som överstiger det förvärvade företags marknadsvärde.

Goodwill inom redovisning

Inom redovisningen är goodwill benämningen på övervärde, man skiljer på koncernmässig goodwill, inkråmsgoodwill och internt upparbetad goodwill (Edenhammar, Thorell, 2005).

Koncernmässig goodwill uppstår i samband med rörelseförvärv då ett företag betalar ett högre pris för det förvärvade företags egna kapital (nettotillgångar) än det bokförda värdet. Det högre priset eller övervärdet representerar tillgångar som kommer generera framtida kassaflöden men som inte finns uppskrivna i balansräkningen. Dessa tillgångar är svåra att redovisa eftersom det kan röra sig om till exempel starka varumärken, synergier, personalkompetens eller en effektiv organisation (Marton et al, 2010). För att det uppskrivna värdet på goodwill ska kunna motiveras långsiktigt så krävs det att företaget genererar kassaflöden efter det avkastningskrav som ägarna har ställt. Om den förväntade avkastningen sjunker så kan bolagen tvingas att skriva ned goodwillposten till det verkliga värdet.

Inkrångsgoodwill uppstår vid en fusion eller ett inkraamsförvärv då tillgångarna och skulderna i ett företag övertas av ett annat bolag. Inkrångsgoodwill ska också prövas för nedskrivning varje år, eller om det finns indikationer på en värdenedgång. Inkrångsgoodwill och förvärvad goodwill ska fördelas på en eller flera kassagenererande enheter, vilket kan vara en affärsenhet eller något annat som genererar kassaflöde (Sevenius, 2003).

Internt upparbetad goodwill är tillgångar som företagen arbetat upp men som inte får redovisas. IASB medger att det är problematiskt att särskilja den internt genererade goodwillen från den förvärvade vilket leder till att den internt genererade goodwillen kan bli uppskriven i balansräkningen (IASC Foundation Education, 2007).

2.4 IAS 36 – Nedskrivning av goodwill

Nedskrivning av goodwill

Hur goodwill ska nedskrivningsprövas beskrivs i IAS 36 – Impairment of assets. IAS 36 är en standard som beskriver de metoder som bolag ska använda sig av vid värdering av goodwill för att säkerställa att tillgångarna inte redovisas till ett högre värde än återvinningsvärdet. Om det finns indikationer på att värdet av en enskild tillgång har minskat så måste företaget beräkna ett återvinningsvärde för tillgången. Om det redovisade värdet överstiger nuvärdet av de framtida kassaflöden som tillgången förväntas generera så är tillgången övervärderad och måste då skrivas ned (IAS 36). Nedskrivningsprövningar för kassagenererande enheter kan göras löpande under hela året förutsatt att det sker under samma period varje år. Om det inte är möjligt så ska återvinningsvärdet beräknas för den kassagenererande enheten som tillgången tillhör. Oavsett om det finns indikationer på värdeminskningar så måste ett företag göra nedskrivningsprövningar varje år för goodwill som förvärvats i ett rörelseförvärv (IAS 36).

När ett bolag ska ta ställning till huruvida det föreligger ett nedskrivningsbehov av en tillgång så är det viktigt att både interna och externa informationskällor beaktas.

Interna informationskällor som indikerar att tillgången bör skrivas ned är framför allt om det finns belägg för att tillgången är föråldrad eller skadad. Det kan även ha skett

betydande förändringar i verksamheten som påverkat möjligheten att utnyttja tillgången

Det värde som testas i IAS 36 är återvinningsvärdet, vilket är det högsta värdet av nettoförsäljningsvärdet och nyttjandevärdet. Nettoförsäljningsvärdet är det verkliga värdet på tillgången, det värde som kan utvinnas vid en försäljning av tillgången på en aktiv marknad, minus försäljningskostnader. Nyttjandevärdet är det värde som företaget kan nyttja om man behåller tillgången, mer explicit nuvärdet av de framtida kassaflöden som tillgången genererar under dess nyttjandeperiod (IAS 36).

Av de två återvinningsvärdena så är nyttjandevärdet mer förekommande än nettoförsäljningsvärdet. Detta beror på att det inte finns en aktiv marknad för handel av många av de tillgångar som innehar goodwill och det blir därför problematiskt att få tillgång till nettoförsäljningsvärdet (IAS 36). För att beräkna nuvärdet måste företaget göra antaganden om kassaflöden, tillväxt och diskonteringsränta. Det ligger därför ett stort ansvar på företagsledningen att undersöka om dessa antaganden är rimliga.

Kassaflöden

För att kunna räkna ut nyttjandevärdet ska bolagen göra uppskattningar av de framtida kassaflöden som de kan förväntas erhålla från respektive enskild tillgång. Dessa kassaflöden ska representera ledningens bästa uppskattning gällande det spektrum av ekonomiska förhållanden som kommer att existera under tillgångens livslängd. De ska baseras på de senaste finansiella prognoserna som godkänts av ledningen och ska exkludera framtida investeringar, omstruktureringar och förbättringar i tillgången. Dessa prognoser ska täcka en period på maximalt fem år om inte en längre period kan motiveras. Det ska framgå vilken information som företagen har baserat prognoserna på, intern eller extern, och tyngre vikt ska läggas på extern information. Extern information är exempelvis prognoser kring konjunktursvängningar och inflation (IAS 36).

Tillväxt

Prognoser för framtida kassaflöden, bortom det som baseras på de senaste budgeterna, ska baseras på en oförändrad eller avtagande tillväxttakt, om det inte finns goda skäl att använda en ökande tillväxttakt. Tillväxttakten kan inte överskrida

den långsiktiga tillväxttakt som gäller för bolagets produkter eller för den bransch eller det land där bolaget är verksamt. Detta gäller även för den marknad där tillgången är avsedd att brukas om det inte finns goda skäl att räkna med en högre tillväxttakt (IAS 36).

Diskonteringsränta

De framtida kassaflödena som genereras av tillgången ska diskonteras med en diskonteringsränta. Diskonteringsräntan ska vara beräknad före skatt och ska återspegla marknadsbedömningar av pengars tidsvärde och den specifika risken för tillgången som de framtida genererade kassaflödena inte har blivit justerad för. Detta är med andra ord det avkastningskrav investerare skulle ha krävt om de skulle göra en investering som skulle generera kassaflöden i samma mängd, med samma timing och risk motsvarande de som enheten förväntar sig att generera från tillgången. Diskonteringsräntan beräknas från den ränta som ett bolag skulle få betala för att låna pengar för att köpa en liknande tillgång under en nuvarande marknadstransaktion. Den diskonteringsränta som vanligen används är företagets viktade kapitalkostnad (WACC) (IAS 36).

2.5 Definition av weighted average cost of capital (WACC)

WACC är den vägda kapitalkostnaden för ett företag, vilket innebär att man vid beräkning av WACC tar hänsyn till risken för tillgångarna, vilket kombineras med risken för bolagets egna kapital och räntebärande skulder (Berk, DeMarzo, 2007). Om ett företag inte har några räntebärande skulder så är deras WACC densamma som deras avkastningskrav på eget kapital. WACC används för att diskontera framtida kassaflöden till ett nuvärde, och algebraiskt beräknas WACC på följande sätt:

$$p = \frac{K_e}{K} r_e + \frac{K_f}{K} (1 - s) r_f$$

där

$$K = K_e + K_f$$

Definitioner:

$P = WACC$.

$K_e =$ Eget kapital.

$K_f =$ Främmande kapital/Externt kapital (räntebärande skulder).

$K =$ Företagets totala kapital.

$r_e =$ Avkastningskrav på eget kapital.

$r_f =$ Räntesats på främmande kapital.

$s =$ Skattesats.

Man tar således andelen eget kapital av totalt kapital och multiplicerar med avkastningskravet för eget kapital av totalt kapital, och adderar därefter andelen räntebärande skulder av totalt kapital och räntekostnaden för dessa skulder (med avdrag för skattesatsen). Avkastningskrav på eget kapital bestäms genom *Capital Asset Pricing Model* – CAPM.

2.6 CAPM

CAPM är en modell som beskriver förhållandet mellan avkastning och risk (Berk, DeMarzo, 2007). Utvecklandet av denna modell ledde till att William Sharpe fick Nobelpriset i ekonomi år 1990. Genom att ta hänsyn till den riskfria räntan, marknadsrisken på aktiemarknaden samt hur det specifika företaget samvarierar med marknaden kan man med hjälp av CAPM beräkna avkastningskravet på eget kapital.

$$R_e = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

$R_e =$ avkastningskrav på eget kapital.

$R_f =$ riskfri ränta. Enligt en studie av PWC är det många av aktörerna på den svenska aktiemarknaden som använder den 10-åriga statsobligationsräntan som riskfri ränta (Riskpremiestudien, 2011).

Beta = mått på volatilitet i ett företag eller en bransch i förhållande till aktiemarknadsindex.

$(R_m - R_f) =$ marknadens riskpremie.

(Berk, DeMarzo, 2007).

2.7 Agentteori

Agentteori bygger på relationen mellan en eller flera principaler som anlitar en agent att utföra vissa tjänster för deras räkning (Jensen, Meckling, 1976). Beslutanderätt ges till agenten som ansvarar för och ska verka i principalens syfte. I praktiken agerar företagsledningen agent åt principalerna som kan bestå av exempelvis aktieägare. Agentteorin lyfter fram de problem som uppstår när de två parterna har olika mål och drivs av egenintressen. Begränsad insyn i ett företags verksamhet i kombination med att agenten och principalen har olika mål leder till informationsasymmetri. Informationsasymmetri innebär att en av parterna har mer information än motparten. Informationsasymmetri leder huvudsakligen till två problem i agentteorin, ogynnsamma urval och moralisk risk (Akerlof, 1970).

Ogynnsamma urval

Ogynnsamma urval uppstår när principalen inte har all tillgänglig information och därför inte kan dra korrekta slutsatser kring de beslut som tas av agenten. Det är då svårt för exempelvis aktieägare att utvärdera företagsledningens beslut och ta ställning kring om de agerat i enlighet med principalens mål. Det innebär att företagsledningen kan ha en bättre uppfattning om bolagets egentliga ställning med hänsyn till framtida risker och vinster/förluster än aktieägarna själva.

Moralisk risk

Moralisk risk uppstår då agenten drivs av ett egenintresse och riskerar att agera till företagets nackdel. Om det finns incitament för företagsledningen att agera på ett sätt som missgynnar företaget men som gynnar företagsledningen så finns det en risk för att moralisk risk uppstår. Moralisk risk går att undvika genom incitamentssystem. Genom att skapa incitament för agenten att agera för principalens bästa så minskar risken för att agenten och principalen har olika mål.

2.8 Earnings management vid nedskrivning av goodwill

Då det finns mycket teori kring earnings management så har vi valt att använda oss av studier som kopplar ihop earnings management med nedskrivning av goodwill.

Trots att redovisningsområdet är starkt reglerat så finns det en betydande del subjektiva komponenter involverade i företagets redovisning (Van de Poel et al, 2009). När olika redovisningsstandarder ger utrymme för subjektiva bedömningar så skapas möjligheter till earnings management. Earnings management är den aktivitet som sker då ledningen, utan att addera något värde, påverkar det redovisade resultatet i ett bolag. Detta är en aktivitet som inte skapar något äkta värde för organisationen och kan på långsikt vara skadligt för bolaget. I och med införandet av IFRS och IAS 36 år 2005 så skapades ett utrymme för earnings management då tillgångar ska värderas till verkliga värden vilket kräver att bolagen gör antaganden om framtida kassaflöden, tillväxt och diskonteringsräntor (Van de Poel et al, 2009). Dessa antaganden kan bli subjektiva då ledningen i ett bolag kan undvika nedskrivningar av goodwill genom att utnyttja att det finns ett utrymme att justera de antaganden som ska göras enligt med IAS 36. Trots att IFRS syftar till att öka transparensen så kan IAS 36 ha haft motsatt effekt om företagsledningar har utnyttjat möjligheten att göra subjektiva antaganden i samband med värderingen av goodwill (Van de poel et al 2009).

Earnings management incentives

Incitamentssystem mellan ledning och investerare är designade för att liera ledningens incitament med investerarnas intressen och därmed minska agentkostnaden. Optioner och vinstbaserad bonus är exempel på incitament som uppmuntrar ledningen att maximera investerarnas nytta genom att maximera bolagets vinst. Dock kan kompensationskontrakt skapa incitament för ledningen att verka för att maximera sin egen vinst snarare än att maximera vinsten för investerare. Ett exempel på detta är när ledningen i ett bolag har incitament att senarelägga nedskrivningar för att maximera sin egen vinning (Van de Poel et al, 2009).

2.9 Disclosure

Begreppet disclosure inom redovisningen refererar till ett bolags redovisning av information. Den information som bolaget väljer att redovisa är den viktigaste informationskällan för investerare och analytiker vid värdering av ett bolag (Ström, 2006). Redovisning av information ifrån bolag kan tillhandahållas på många olika sätt och i många olika former. Det finns både reglerad och icke-reglerad informationsspridning. Reglerad informationsredovisning sker i finansiella rapporter, framför allt årsredovisningen, där icke-reglerad information är en valmöjlighet och redovisas på frivillig grund. Icke-reglerad informationsredovisning sker via olika kommunikationsverktyg, som till exempel bolagsrapporter, press releaser, presentationer, konferenssamtal, och även i årsredovisningen. Informationen som ges i årsredovisningen och de finansiella rapporterna är den som är viktigast för investerare och analytiker.

Det råder debatt kring huruvida mer informationsredovisning bör vara obligatorisk. Redovisande av specifik information leder till minskad osäkerhet kring bolaget, sänker kapitalkostnaden och ökar aktiens likviditet, vilket leder till en mer effektiv kapital marknad (Ström, 2006).

Disclosure och informationsasymmetri

Disclosure och informationsasymmetri är två begrepp som kopplas samman i samband med redovisningen i ett företag. Ledningen i ett bolag har som tidigare nämnts bättre information än investerare vilket leder till informationsasymmetri. Informationsasymmetri kan förklara hur ett företag redovisar information i samband med finansiella rapporter (Ström, 2006). Informationsasymmetri mellan ett bolags ledning och investerare är ett problem som kan lindras med disclosure. Problemet med informationsasymmetri är att den skadar den effektiva kapitalallokeringen och medför högre kapitalkostnader. Genom att redovisa information kan dessa problem lindras eftersom osäkerheten minskar och transparensen gentemot marknaden ökar. Teori och undersökningar som gjorts kring disclosure tyder på att bolag drar fördel av ökad disclosure. Bolag kan dock omöjligen redovisa all information eftersom de måste ta hänsyn till marknadsvärderingar och konkurrens vid redovisning av viktig information (Ström, 2006).

IAS 36 disclosure

I IAS 36 behandlas hur bolag ska redovisa den information som ligger till grund för värdering av goodwill. Det ligger stor vikt på de antaganden som företagen gör kring kassaflöden, tillväxt och diskonteringsränta då dessa antagandens korrekthet ligger till grund för en korrekt värdering av goodwill.

I IAS 36 disclosure tar man upp de antaganden som ska redovisas vid beräkning av återvinningsvärdet. Några av dessa antaganden berör diskonteringsräntor som använts för att diskontera framtida kassaflöden.

Om återvinningsvärdet beräknas som nyttjandevärdet så ska de diskonteringsräntor, som använts för den aktuella uppskattningen och tidigare uppskattningar av nyttjandevärdet, användas (IAS 36, p. 130, (g)).

Om en kassagenererande enhet har en signifikant andel redovisad goodwill i förhållande till bolagets totala redovisade goodwill och värdet av goodwill är baserat på nyttjandevärdet så ska bolaget redovisa följande (IAS 36):

- (i) En beskrivning av varje nyckelantagande som management har använt för att prognostisera kassaflöden för perioden som är täckt av de senaste budgetarna eller prognoserna. Nyckelantaganden i detta fall är de antaganden som enhetens nyttjandevärde är mest känslig för.
- (ii) En beskrivning av ledningens tillvägagångssätt för att bestämma de värden som tillfogats varje nyckelantagande och om dessa värden reflekterar tidigare erfarenheter eller, om lämpligt, är konsistenta med externa informationskällor. Om värdena varken reflekterar tidigare erfarenheter eller externa informations källor så ska en beskrivning av hur och varför de skiljer sig från dessa finnas med.
- (iii) Diskonteringsräntorna som applicerats i kassaflödesprognoserna.

3. Metod

3.1 Val av metod

När det gäller val av metod för uppsatsen har vi valt en induktiv ansats. Detta innebär att vi först studerar hur verkligheten ter sig och sedan applicerar teori för att försöka förklara empirin. Motsatsen till detta, den deduktiva ansatsen, innebär istället att man har en hypotes som man sedan testat mot verkligheten för att se om den stämmer eller inte (Bryman, Bell, 2007). Anledningen till att vi valde den induktiva metoden är framför allt att vi anser att det skulle vara svårt att formulera relevanta och träffsäkra hypoteser inom det område som vi undersöker.

3.2 Urval

Urvalskriterier

Då vi ville undersöka empiriska mönster hos bolag så ställdes det höga krav på att den information vi hade tillgång till från bolagen var tillförlitlig och jämförbar. För att möjliggöra vår undersökning har det därför varit nödvändigt att ta fram ett antal uteslutningskriterier för att exkludera de bolag som inte varit jämförbara och därmed inte relevanta för vår undersökning. Vi har utgått från samtliga bolag på OMXS Large och Mid Cap, och därefter exkluderat vissa bolag baserat på våra uteslutningskriterier. Våra uteslutningskriterier var:

1. Bolaget har under något av åren 2007-2009 i sin årsredovisning ej redovisat antaganden om diskonteringsränta vid nedskrivningsprövning av goodwill.
2. Bolaget har under något av åren 2007-2009 inte varit listat på OMXS Large eller Mid Cap.
3. Bolaget har under något av åren 2007-2009 redovisat sin diskonteringsränta som ett spann eller haft flera diskonteringsräntor.
4. Bolaget har under perioden 2007-2009 redovisat antaganden om diskonteringsränta på olika sätt, det vill säga före skatt något år och efter skatt ett annat år.

Undersökningsvariabler - WACC

Anledningen till att vi baserade vår undersökning på bolag noterade på OMXS Large och Mid Cap var för att de är storbolag och har således många intressenter i Sverige. Då dessa bolag ska följa IFRS så ställs höga krav på den finansiella rapporteringen vilket ökade sannolikheten för oss att få fram relevant information.

Vi har valt att undersöka bolagens WACC antaganden och exkludera andra antaganden som till exempel tillväxt och framtida kassaflöden. Anledningen till detta är att WACC antagandet är kritiskt vid värdering av goodwill, det enligt IAS 36 ska redovisas i årsredovisningen och att det är jämförbart mellan bolagen.

Vi valde att titta på årsredovisningar för åren 2007, 2008 och 2009, då många av bolagen redovisade väldigt dåliga resultat i samband med finanskrisen (2008). Det är således intressant att se vad företagen hade för antaganden före finanskrisen (2007), under finanskrisen (2008), samt år 2009 då många bolag såg en förbättring av marknadsklimatet. Ett fåtal av bolagen i studien har brutet räkenskapsår, och anledningen till att vi valde att inkludera dessa är att deras antaganden för år 2007 (där deras räkenskapsår alltså slutar någon gång under 2008) inte påverkades av Lehmankraschen som ju ägde rum i september 2008. Eftersom denna händelse var viktig när det gäller bedömningar för framtiden så ansåg vi att det var relevant att bedöma huruvida företagen med brutet räkenskapsår kände till detta när de gjorde sina WACC antaganden. Om Lehmankraschen hade ägt rum på våren 2008 hade vi således inte tagit med dessa bolag i vår studie, men nu bedömde vi förutsättningarna som tillräckligt likvärdiga.

3.3 Tillvägagångssätt

Vår undersökning startade med en omfattande genomgång av årsredovisningar från samtliga företag på OMXS Large och Mid Cap under åren 2007-2009. Samtliga årsredovisningar laddades ner och gicks igenom två gånger, första gången för att extrahera diskonteringsräntorna som används vid nedskrivningsprövning av goodwill och andra gången för att säkerställa att all information som extraherats vid det första tillfället var korrekt. För att säkerställa att vi inte missade några bolag som redovisat sin diskonteringsränta så gjorde vi en bearbetningslista med sökord och noter som

skulle undersökas innan vi kunde fastställa att ett bolag valt att utelämna diskonteringsräntan. De sökord som vi använde oss av var följande:

- i. WACC/Weighted Average Cost of Capital
- ii. Kapitalkostnad/Cost of Capital
- iii. Diskonteringsränta/Discount rate
- iv. Goodwill
- v. Nedskrivningsprövning/Impairment test
- vi. Nedskrivning/Impairment
- vii. Nedskrivningsbehov

I de fall där dessa sökord inte gav något resultat så har vi tittat på de noter i årsredovisningen som varit av relevans, vilket i de allra flesta fall har varit noten ”Immateriella anläggningstillgångar”.

Vi upprättade sedan en lista i Excel med bolagen och information kring bolagens disclosure av WACC. Vi noterade vilka bolag som hade redovisat sina WACC antaganden och vilka som valt att inte lämna ut den informationen. Då denna sammanställning var gjord valde vi ut de bolag som hade redovisat sina WACC antaganden där bolaget eller koncernen behandlats som en kassagenererande enhet vid antagande om WACC. Detta urval smalnade av ytterligare då vi valde ut de bolag som redovisat sina WACC antaganden under samtliga tre år på ett jämförbart sätt. För att kunna jämföra bolagen över tidsserien så var vi tvungna att exkludera de bolag som ändrat sitt sätt att redovisa sina WACC antaganden. Dessa bolag var de som någon gång under perioden hade bytt mellan att redovisa WACC före respektive efter skatt. Ur denna något mer avsmalnade lista genomförde vi en analys där vi undersökte vilka mönster som fanns i vårt urval. Denna analys mynnade ut i ett antal grupper, där varje grupp karaktäriserades av ett mönster i hur WACC antaganden hade förändrats under 2007-2008 och 2008-2009. Grupperna såg ut på följande sätt:

Grupp	Förändring i WACC mellan 2007 och 2008	Förändring i WACC mellan 2008 och 2009
1	Ingen förändring	Ingen förändring
2	Sänkning	Höjning
3	Sänkning	Ingen förändring
4	Höjning	Höjning
5	Sänkning	Sänkning
6	Höjning	Sänkning
7	Höjning	Ingen förändring
8	Ingen förändring	Sänkning
9	Ingen förändring	Höjning

Det mönster som framstod som särskilt intressant var bolagen i grupp 2, det vill säga de bolag som sänkte sin WACC under 2008 och därefter höjde den igen 2009. För att djupare kunna analysera denna grupp och därmed förhoppningsvis kunna förklara detta mönster så räknade vi ut dessa bolags skuldsättningsgrad. För att kontrollera att vi fått fram rätt skuldsättningsgrad jämförde vi våra beräkningar med vad som stod skrivet i respektive företags årsredovisning. I några av fallen var skuldsättningsgraden specificerad i årsredovisningarna och i andra fall hade bolagen redovisat nettoskuldsättningsgraden. Då bolagen endast redovisat nettoskuldsättningsgraden var vi tvungna att bekräfta att våra uträkningar stämde. Detta gjorde vi genom att göra kontrolluträkningar där vi subtraherade likvida medel från de räntebärande skulderna (i täljaren) och kunde på så sätt jämföra våra beräkningar med den nettoskuldsättningsgrad som bolagen själva uppgett.

En viktig komponent när företagen fastställer sin WACC är den riskfria räntan. Då många aktörer på den svenska marknaden approximerar den riskfria räntan med den 10 åriga svenska statsobligationen (Riskpremiestudien, 2011), så har vi via Riksbankens hemsida laddat ner information kring utvecklingen av räntan under perioden 2007-2009.

För att ytterligare kunna analysera det mönster i grupp 2, som vi fann mest intressant, så valde vi att kontakta bolagen inom denna grupp. Först gjorde vi ett mailutskick där

vi bad bolagen att ge en kommentar och motivering kring mönstret och då vi inte fick svar via mail så ringde vi bolagen. Två av bolagen svarade via mail och deras svar gav i sin tur upphov till en rad intressanta frågor. Ett av bolagen motiverade hur de hade beräknat sin WACC, men då vi efter att ha granskat siffrorna såg att de verkade orimliga så hämtade vi ny information och gjorde egna beräkningar. Vi kontaktade därefter bolaget i fråga och undrade hur våra beräkningar kunde skilja sig åt, och fick då ytterligare ett svar som förklarade diskrepanserna. Av de sex bolag som vi ringde lyckades vi inte få ut någon relevant information.

Intervju med Peter Malmqvist

Peter Malmqvist är ordförande i Sveriges Finansanalytikers Förening (SFF) och har gedigen erfarenhet av redovisningsfrågor när det gäller svenska noterade företag. Peter har ställt upp på att svara på frågor som uppkommit i samband med genomförandet av vår undersökning. Vi har kompletterat vår egen undersökning och den teori som vi har funnit på området med Peters expertutlåtanden kring vår undersökning.

Litteratursökning

Då vi hade en induktiv ansats i vår undersökning så låg stor vikt på den litteratursökning som genomfördes efter vår undersökning. Litteratursökningen gjordes genom en omfattande genomgång av de tidigare studier som gjorts på området, vetenskapliga artiklar och publikationer samt tryckt litteratur. Målet med litteratursökningen var att hitta teori som kunde bidra till att förklara det mönster som vi funnit i vår undersökning. Vi gick därför igenom de källor som fanns i de tidigare undersökningar vi tagit del av och konstaterade att vi behövde mer litteratur. De områden där vi saknade litteratur efter genomgången av tidigare undersökningar var framför allt earnings management och disclosure. De undersökningar som vi tagit del av på vårt område har behandlat de välkända delarna av earnings management litteraturen som beskriver big bath accounting och income smoothing. Denna litteratur beskriver hur företagsledningen kan tillämpa big bath accounting (stålbad), där företaget skriver ned goodwill mer än befogat ett år; eller income smoothing då företaget skriver ned goodwill i samband med att företaget gör höga vinster. Då vårt mönster inte kunde förklaras av dessa delar så har vi sökt efter ytterligare litteratur och hittat en studie som kopplar ihop IFRS 3 och IAS 36 med earnings management.

Det andra området där vi behövde litteratur var disclosure, som inte kopplats ihop med vårt ämne i de tidigare studier vi tagit del av. Efter en djupare sökning efter teori om disclosure så hittade vi en doktorsavhandling som behandlar företags disclosure vid börsnoteringar och analytikerrapporter.

Övrig litteratur har vi haft tillgång till via bibliotek, tidigare köpt litteratur och publikationer på webben. För teknisk litteratur till vår teoretiska referensram som t.ex. IAS 36 så har vi vänt oss direkt mot normgivare som riksbanken och IFRS.

4. Empiri

I detta kapitel kommer vi att presentera den empiri som vi tagit del av i vår undersökning. Första delen följs av ett antal tabeller som presenterar det urval vi har utgått ifrån, våra urvalskriterier samt de grupper som formats av dessa. Sedan presenteras information från den del av undersökningen där vi varit i direkt kontakt med företagen samt gjort en intervju med Peter Malmqvist.

4.1 Undersökt urval

Antalet noterade bolag på OMXS Large och Mid Cap uppgick den 28 mars 2011 till 133 stycken (Nasdaq OMX Nordic). Vilka dessa var går att läsa i tabell 4.1.

	Företag		Företag		Företag		Företag
1	AarhusKarlshamn	35	Diamyd Medical	69	Klövern	103	SAS
2	ABB	36	Duni	70	Kungsleden	104	SCA
3	Active Biotech	37	East Capital	71	Latour	105	Scania
4	Addtech	38	Electrolux	72	Lindab	106	SEB
5	Alfa laval	39	Elekta	73	Loomis	107	Seco Tools
6	Alliance Oil Company	40	Eniro	74	Lundbergföretagen	108	Securitas
7	Arise Windpower	41	EnQuest	75	Lunding Mining	109	Skanska
8	ASSAABLOY	42	Ericsson	76	Lundin Petroleum	110	SKF
9	Astra Zeneca	43	Fabege	77	Meda	111	SkiStar
10	Atlas Copco	44	Fagerhult	78	Medivir	112	SSAB
11	Atrium Ljungberg	45	Fast Partner	79	Mekonomen	113	Stora Enso
12	Autoliv	46	Fast. Balder	80	Melker Schörling	114	Svenska Handelsbanken
13	Avanza bank	47	Fenix Outdoor	81	Millicom	115	SWECO
14	Axfood	48	Getinge	82	MTG	116	Swedbank
15	Axis	49	Gunnebo	83	NCC	117	Swedish Match
16	B & B Tools	50	Hakon invest	84	Net Entertainment	118	Swedish Orphan Biovitrum
17	BE Group	51	Haldex	85	Net Insight	119	Systemair
18	Beijer Alma	52	HEBA	86	New wave	120	SakI
19	G & L Beijer	53	H&M	87	NIBE Industrier	121	Tele2
20	Betsson	54	Hexagon	88	Niscayah Group	122	TeliaSonera
21	Bilia	55	Hexpol	89	Nobia	123	Tieto
22	Billerud	56	HiQ	90	Nolato	124	TradeDoubler
23	BioInvent	57	Holmen	91	Nordea	125	Transcom
24	Björn Borg	58	Hufvudstaden	92	Nordnet	126	Trelleborg
25	Black Earth Farming	59	Husqvarna	93	Orc Software	127	Unibet
26	Boliden	60	Höganäs	94	Oriflame	128	Wallenstam
27	Brinova Fastigheter	61	IFS	95	PA Resources	129	Wihlborgs Fastigheter
28	Bure Equity	62	Industrivärden	96	Peab	130	Volvo
29	Bygghem	63	Indutrade	97	Proffice	131	Vostok Nafta
30	Cardo	64	Intrum Justitia	98	Ratos	132	ÅF
31	Castellum	65	Investor	99	Rezidor Hotel Group	133	Öresund
32	CDON Group	66	JM	100	SAAB		
33	Clas Ohlson	67	KappAhl	101	Sagax		
34	Corem Property Group	68	Kinnevik	102	Sandvik		

Tabell 4.1

4.2 Uteslutningskriterier

Av de 133 bolagen på OMXS Large och Mid Cap har 88 bolag uteslutits från vår undersökning baserat på ett antal uteslutningskriterier. Våra uteslutningskriterier var följande:

1. Bolaget har under något av åren 2007-2009 i sin årsredovisning ej redovisat antaganden om diskonteringsränta vid nedskrivningsprövning av goodwill.
2. Bolaget har under något av åren 2007-2009 inte varit listat på OMXS Large eller Mid Cap.
3. Bolaget har under något av åren 2007-2009 redovisat sin diskonteringsränta som ett spann eller haft flera diskonteringsräntor.
4. Bolaget har under perioden 2007-2009 redovisat antaganden om diskonteringsränta på olika sätt, dvs. före skatt något år och efter skatt ett annat år.

I tabell 4.2 – 4.5 redovisar vi vilka bolag som exkluderats baserat respektive uteslutningskriterium. Det vill säga, vilka bolag som tagits bort ur undersökningen på grund av något av kriterierna 1-4 ovan.

Kriterium 1 - Ej redovisat antaganden om diskonteringsränta:

	Företag		Företag		Företag
1	ABB	16	Clas Ohlson	31	Lundbergföretagen
2	Active Biotech	17	Corem Property Group	32	Lunding Mining
3	Alliance Oil Company	18	East Capital	33	Lundin Petroleum
4	ASSA ABLOY	19	Fabege	34	Medivir
5	Atrium Ljungberg	20	Fast Partner	35	Melker Schörling
6	Autoliv	21	Fast. Balder	36	MTG
7	Avanza bank	22	Haldex	37	Net Entertainment
8	Axis	23	HEBA	38	Oriflame
9	Beijer Alma	24	H&M	39	Sagax
10	Billerud	25	Holmen	40	SSAB
11	BioInvent	26	Hufvudstaden	41	Säki
12	Black Earth Farming	27	Industrivärden	42	Wallenstam
13	Boliden	28	Investor	43	Wihlborgs Fastigheter
14	Brinova Fastigheter	29	Klövern	44	Vostok Nafta
15	Castellum	30	Kungsleden	45	Öresund

Tabell 4.2

Kriterium 2 – Ej listade 2007-2009:

	Företag
1	Arise Windpower
2	Byggmax
3	CDON Group
4	EnQuest
5	Hexpol

Tabell 4.3

Kriterium 3 - Redovisat ett spann, alternativt haft flera diskonteringsräntor:

	Företag		Företag		Företag
1	Bilia	13	Millicom	25	SKF
2	Björn Borg	14	NCC	26	Stora Enso
3	Bure Equity	15	Niscayah Group	27	SWECO
4	Cardo	16	Peab	28	Swedbank
5	Electrolux	17	Proffice	29	Swedish Match
6	Eniro	18	Ratos	30	Tele2
7	Hakon invest	19	SAAB	31	TeliaSonera
8	Hexagon	20	SAS	32	Tieto
9	Höganäs	21	SCA	33	TradeDoubler
10	Kinnevik	22	SEB	34	Transcom
11	Latour	23	Securitas		
12	Loomis	24	Skanska		

Tabell 4.4

Kriterium 4 – Bytt sätt att redovisa antaganden, före skatt respektive efter skatt:

	Företag
1	BE Group
2	Fagerhult
3	Net Insight
4	Nolato

Tabell 4.5

4.3 Empiriska mönster

45 av bolagen har redovisat sina antaganden om diskonteringsräntor på ett så tydligt och enhetligt sätt att de inte omfattats av våra uteslutningskriterier. I tabell 4.6 presenterar vi de antaganden om diskonteringsräntor som redovisades i respektive bolags årsredovisning.

När det gäller Orc Software så redovisade de för år 2007 en WACC på 11,4-11,6%. Eftersom spannet var så litet samt att vi med säkerhet kan säga att det är en skillnad jämfört med de andra åren, då de redovisade en enhetlig WACC, så valde vi att inkludera Orc Software trots att de uppfyllde uteslutningskriterium 3.

Företag som ingår i undersökningen

	Företag	2009	2008	2007
1	AarhusKarlshamn	9,0%	9,0%	9,0%
2	Addtech*	12,0%	11,0%	12,0%
3	Alfa Laval	10,9%	9,4%	10,7%
4	AstraZeneca	14,0%	11,0%	12,0%
5	Atlas Copco	9,9%	9,9%	11,8%
6	Axfood**	7,2%	6,7%	7,2%
7	B & B Tools*	8,0%	8,0%	11,0%
8	G & L Beijer	6,7%	6,2%	7,1%
9	Betsson	16,0%	16,0%	16,0%
10	Diamyd Medical*	14,0%	14,0%	14,0%
11	Duni	11,4%	9,7%	9,0%
12	Elekta*	10,0%	9,0%	10,0%
13	Ericsson**	12,0%	12,0%	13,0%
14	Fenix Outdoor	10,0%	10,0%	10,0%
15	Getinge	11,1%	10,3%	9,3%
16	Gunnebo	8,0%	8,0%	8,0%
17	HiQ	13,9%	13,9%	13,9%
18	Husqvarna	9,0%	10,0%	10,0%
19	IFS	12,8%	13,2%	14,3%
20	Indutrade	14,0%	14,0%	14,0%
21	Intrum Justitia	7,9%	7,3%	8,0%
22	JM	11,0%	11,0%	11,0%
23	KappAhl*, **	5,6%	5,0%	5,0%
24	Lindab	11,3%	8,3%	10,5%
25	Meda**	9,3%	9,3%	9,3%
26	Mekonomen	14,0%	14,0%	14,0%
27	New wave	12,0%	12,0%	9,0%
28	NIBE Industrier	13,1%	12,0%	11,2%
29	Nobia	12,0%	11,0%	10,1%
30	Nordea**	9,0%	8,5%	8,0%
31	Nordnet	10,4%	10,8%	11,4%
32	Orc Software	13,2%	14,7%	11,5%
33	PA Resources**	9,5%	9,5%	9,5%
34	Rezidor Hotel Group	9,0%	9,0%	9,7%
35	Sandvik	10,0%	10,0%	10,0%
36	Scania	11,0%	11,0%	11,0%
37	Seco Tools	9,0%	10,0%	10,6%
38	SkiStar*	10,0%	10,0%	10,0%
39	Svenska Handelsbanken	3,8%	3,8%	5,5%
40	Swedish Orphan Biovitrum**	10,0%	10,0%	10,0%
41	Systemair*	10,0%	10,0%	8,5%
42	Trelleborg**	7,7%	7,7%	7,7%
43	Unibet	10,0%	13,0%	9,0%
44	Volvo	12,0%	12,0%	12,0%
45	ÅF	11,0%	11,4%	10,0%

Tabell 4.6

* företaget har brutet räkenskapsår

** företaget har redovisat sina antaganden efter skatt

För att få en överblick när det gäller de olika företagens mönster vid förändring av deras WACC antaganden så skapade vi nio grupper och räknade hur många bolag som hamnade i respektive grupp. Resultatet visas i tabell 4.7.

Bolag indelade i urvalsgrupper efter identifierade mönster gällande WACC antaganden

Grupp	Antal bolag	Förändring i WACC mellan 2007 och 2008	Förändring i WACC mellan 2008 och 2009
1	17	Ingen förändring	Ingen förändring
2	8	Sänkning	Höjning
3	5	Sänkning	Ingen förändring
4	5	Höjning	Höjning
5	3	Sänkning	Sänkning
6	3	Höjning	Sänkning
7	2	Höjning	Ingen förändring
8	1	Ingen förändring	Sänkning
9	1	Ingen förändring	Höjning
	Totalt 45		

Tabell 4.7

De bolag som vi bedömde hade det mest intressanta mönstret var bolagen i grupp 2, det vill säga de bolag som sänkte sin WACC under 2008 och därefter höjde den igen 2009. För att kunna genomföra djupare analyser av dessa bolag beräknade vi utvecklingen av deras skuldsättningsgrad under åren 2007-2009.

Sammanställning av bolagen i urvalsgrupp 2

Företag	2009	2008	2007
Addtech*	12,0%	11,0%	12,0%
Alfa Laval	10,9%	9,4%	10,7%
AstraZeneca	14,0%	11,0%	12,0%
Axfood**	7,2%	6,7%	7,2%
G & L Beijer	6,7%	6,2%	7,1%
Elektro*	10,0%	9,0%	10,0%
Intrum Justitia	7,9%	7,3%	8,0%
Lindab	11,3%	8,3%	10,5%

Tabell 4.8

* företaget har brutet räkenskapsår

** företaget har redovisat sina antaganden efter skatt

Skuldsättningsgrad för bolagen i urvalsgrupp 2

Skuldsättningsgrad	2009	2008	2007
Addtech	0,27	0,49	0,64
Alfa Laval	0,16	0,36	0,45
AstraZeneca	0,69	0,91	1,15
Axfood	0,32	0,62	0,45
G & L Beijer	0,34	0,73	0,97
Elektro	0,33	0,66	0,82
Intrum Justitia	0,97	1,10	0,97
Lindab	0,90	0,92	0,88

Tabell 4.9

Vi valde även att titta på hur den riskfria räntan utvecklats under den valda tidsperioden.

Riskfrireänta, 10 äriga svenska statsobligationer under perioden 2007-2009

SE GVB 10Y	Statsobligationer		
2007-01-01 - 2009-12-31			
Period	Medel	Min	Max
2007	4,17	3,73	4,59
2008	3,90	2,42	4,56
2009	3,25	2,44	3,82
SE GVB 10Y (1987-01-02 -)			
Svensk statsobligation 10-års löptid			
Källa: Thomson Reuters			

Tabell 4.10

4.4 Korrespondens med utvalda företag

För att komplettera vår undersökning har vi varit i kontakt med bolagen i grupp 2, det vill säga de som sänkte sin WACC 2008 och därefter höjde den igen 2009. Vi skickade skraddarsydda mail till samtliga åtta bolag där vi förklarade att vi tyckte deras mönster var intressant och undrade om de hade någon motivering eller förklaring till varför de sänkte sin WACC under 2008 och därefter höjde den igen 2009. Av åtta bolag var det endast två som svarade på vårt mail, deras svar går att läsa nedan.

Koncernekonomichef, Företag 1:

”Den huvudsakliga förklaringen till att waccen sjönk från 2007 till 2008 är att marknadsvärdet på vårt egna kapital minskade från ca 12 700 mkr till 8 800 mkr.

Detta gör att avkastningskravet på eget kapital viktat mindre vid uträkningen av den totala waccen. detta trots att räntenivån på det externt finansierade kapitalet ökade under samma period. Till detta kom också en minskning av avkastningskravet på det egna kapitalet, mest hänförligt till en minskning av marknadens generella riskpremie.

Från 2008 till 2009 återhämtar sig marknadsvärdet av vårt egna kapital något samtidigt som marknadens generella riskpremie återhämtade sig till 2007 års nivåer, vilket bidrog till en högre wacc. Räntenivån på det externt finansierade kapitalet fortsatte också att öka.”

Koncernekonomichef, Företag 2:

”Vi räknar ut WACC enligt följande formel: $WACC = \text{Upplåningskostnad efter skatt} \times \text{Andel skuldfinansiering} + \text{Avkastningskrav eget kapital} \times \text{Andel eget-kapital-finansiering}$

För respektive år utföll beräkningen så här:

$$WACC\ 2007 = 3,69 \times 0,16 + 8,82 \times 0,84 = 8,0$$

$$WACC\ 2008 = 3,46 \times 0,30 + 9,13 \times 0,70 = 7,3$$

$$WACC\ 2009 = 3,56 \times 0,21 + 9,27 \times 0,79 = 7,9$$

Att upplåningskostnaden var lägre 2008 än 2007 och 2009 beror på marknadsräntornas utveckling. Måttillfället brukar vara november respektive år.

Att andelen eget-kapital-finansiering var lägre 2008 än 2007 och 2009 beror bl a på att kursen för vår aktie var betydligt lägre under 2008.

Avkastningskravet för eget kapital räknas ut som den riskfria räntan plus en riskpremie. Vid nedskrivningsprövningen 2008 antog vi att riskpremien ökat från 2007. Under 2009 antog vi oförändrad riskpremie från 2008.”

I det mail som vi mottog från Företag 2 ovan så skrev han att deras andel skuldfinansiering var:

År	2009	2008	2007
Andel skuldfinansiering	0,21	0,30	0,16

I avsnitt 4.4, tabell 4.9, konstaterade vi att Företag 2s skuldsättningsgrad var:

År	2009	2008	2007
Skuldsättningsgrad	0,97	1,10	0,97

Med tanke på att deras skuldsättningsgrad var nära 1 så undrade vi hur de hade räknat för att få fram andelen skuldfinansiering som presenterats ovan. Vi antog att man räknade ut andelen skuldfinansiering genom att dividera de räntebärande skulderna med summan av räntebärande skulder och eget kapital. Våra uträkningar går att finna i appendix. Då våra siffror inte stämde med dem som vi fått skickade till oss presenterat så kontaktade vi Företag 2 och frågade hur de gjort sina beräkningar. Vi fick då detta svar:

”Vid beräkning av andelen skuldfinansiering och eget-kapital-finansiering i WACC-sammanhang definierar vi eget kapital som bolagets börsvärde och inte som eget kapital i redovisningen. Jag tror detta förklarar avvikelserna mot din beräkning.”

Skillnaden var således att vi hade antagit att Företag 2 hade använt bokfört värde av eget kapital, medan Företag 2 hade använt en marknadsvärdering av det egna kapitalet.

4.5 Kompletterande information

Vi har funnit att en del av den information som vi fått via mail inte överensstämmer med den information som publicerats i Företag 2s årsredovisningar. Vi har också funnit diskrepanser i Företag 2s årsredovisningar. Exempel på detta är:

- I Företag 2s årsredovisningar står det att de använt en WACC som är beräknad **före skatt**, men i mailat ovan så står det att de använder upplåningskostnad **efter skatt**. WACC siffrorna är desamma, det vill säga de siffror som Företag 2 försåg oss med i hans mail som har beräknats efter skatt är samma siffror som i årsredovisningen står som beräknade före skatt.
- På sida 1 i årsredovisningen för år 2009 står det att nettoskuldsättningsgraden är 77,7%. På sida 53 står det att skuldsättningsgraden är 77,7%. När vi själva gjort beräkningar av Företag 2s nettoskuldsättningsgrad, det vill säga

subtraherat likvida medel om 491,4 ur täljaren ur formeln för skuldsättningsgrad, har vi fått 77,7% vilket tyder på att de glömt att skriva att det handlar om nettoskuldsättningsgrad på sida 53 i årsredovisningen. Ytterligare en faktor som talar för att det är nettoskuldsättningsgraden de syftar på är att i årsredovisningen för Alfa Laval har de enbart skrivit skuldsättningsgrad, men när vi kontrollräknat har det visat sig att de menade nettoskuldsättningsgrad.

4.6 Intervju med Peter Malmqvist

Under vår intervju med Peter Malmqvist diskuterade vi nedskrivningsprövning av goodwill. Följande citat är tagna från intervjun och kan enligt oss hjälpa till att förklara de mönster som identifierat i vår undersökning.

”Nedskrivning av goodwill är aldrig framåtblickande, det är först i efterhand när det är uppenbart att värdet av goodwillen såsom den är upptagen i balansräkningen inte motsvarar det verkliga värdet som goodwill skrivs ned.”

”Riskpremien på aktiemarknaden var högre 2008 jämfört med både 2007 och 2009. För företag med en hög skuldsättningsgrad under 2008, det vill säga låg andel eget kapital, borde rimligtvis kostnaden för det egna kapitalet ökat ännu mer än vad marknadens riskpremie gjorde.”

”Vid värdering av goodwill så är IFRS som ett dragspel som företagen kan vända och vrida på. Genom att företagen själva tillåts att göra viktiga antaganden kring exempelvis tillväxt och diskonteringsräntor vid värdering av nyttjandevärdet av goodwill så skapas utrymme och därmed möjligheter till att anpassa antagandena för att gynna bolagens/ledningarnas egna intressen.”

Vi frågade Peter huruvida han trodde att Företag 2s metod, att använda marknadsvärdet av eget kapital istället för bokfört värde vid beräkning av WACC, var vanligt förekommande och hans svar var:

”Ett flertal bolag använder sig av den metoden. Anledningen är att bolagen på börsen ofta är värderat till två eller tre gånger det bokförda egna kapitalet, och att då använda sig av en diskonteringsränta som beräknar ett avkastningskrav på en

tredjedel eller hälften av det man investerat kan uppfattas som missvisande. Därför väljer vissa bolag att beräkna sin WACC baserat på marknadsvärdet på det egna kapitalet. Det faktum att Företag 2 använt siffror efter skatt vid beräkning av sin WACC och i årsredovisningen skrivit att beräkningarna är gjorda före skatt tyder på att de skrivit fel i årsredovisningen, det bör stå att deras WACC är beräknad efter skatt.”

5. Analys

5.1 Empirisk tolkning

I den första delen av analysen tolkar vi de empiriska mönster, som redovisades i föregående kapitel, med hjälp av de teorier och tidigare studier som omfattas av vår uppsats. Vi går sedan vidare i analysen genom att fokusera på teori kring earnings management och disclosure.

Förklarande av agerandet i grupp 2

Avsikten med genomgången av de 133 undersökta företagens årsredovisningar var att besvara vår frågeställning om huruvida det finns skillnader i de WACC antaganden som företagen på OMXS Large och Mid Cap gjorde under åren 2007-2009.

Ur de årsredovisningsdata som samlats in såg vi att 45 bolag redovisade sina WACC antaganden på ett så tydligt sätt att de gick att inkludera i vår undersökning. Av dessa 45 bolag var det åtta som sänkte sin WACC under 2008, för att därefter höja den igen 2009. Detta mönster finner vi mycket intressant, då riskpremien på aktiemarknaden, enligt både Peter Malmqvist och Gauffin och Thörnsten, var betydligt högre under 2008 jämfört med framförallt 2007 men också 2009. Enligt formeln för WACC så borde denna ökning av riskpremien på marknaden ha bidraget till en höjning av företagens WACC.

Då riskpremien på marknaden höjs så ökar avkastningskravet på eget kapital vilket innebär att faktorn K_e i

$$p = \frac{K_e}{K} r_e + \frac{K_f}{K} (1 - s) r_f$$

uträkningen till höger också ökar. Då K_e , eller kapitalkostnaden för eget kapital, ökar så bidrar det till att WACC ökar.

Minskning av den riskfria räntan 2007-2008

En motverkande effekt går vid eventuellt att finna i utvecklingen av den genomsnittliga riskfria räntan mellan åren 2007 och 2008. År 2007 var den 10 åriga svenska statsobligationsräntan i genomsnitt 4,17%, medan år 2008 då den var 3,90%. För ett företag med hög andel räntebärande skulder, exempelvis en bank, så skulle detta teoretiskt sett kunna motivera en sänkning av WACC från år 2007 till 2008. Det skulle innebära att räntan på det lånefinansierade kapitalet, K_f , skulle sjunka, vilket

skulle kunna överkompensera ökning i Ke. Med tanke på att den riskfria räntan föll än mer, från 3,90% år 2008 till 3,25% år 2009, så förefaller detta som en otillräcklig förklaring då bolagen istället för att sänka WACC ytterligare istället höjde WACC 2009.

Kan mönstret hos bolagen i grupp 2 förklaras med en högre skuldsättningsgrad?

När det gäller företagens WACC så skulle en hög skuldsättningsgrad år 2008 vid första anblick kunna framstå som en tänkbar förklaring till att höja företags WACC år 2008. Denna förklaring skulle möjligen kunna användas som motivering till varför tre av bolagen höjde sin WACC temporärt år 2008, då deras skuldsättningsgrad var som högst år 2008. När vi kontaktade samtliga av de åtta företagen i grupp 2 för att be om en förklaring till deras WACC mönster så svarade Företag 1 och Företag 2 att de hade använt den logiken, det vill säga ökningen i skuldsättningsgrad mellan år 2007 och 2008, som motivering, medan ingen av de andra företagen svarade på våra frågor. Att de övriga sex bolagen inte svarade på våra frågor är beklagligt då det gör det svårt för oss att förklara hur de beräknat sina WACC antaganden. En kritik till att uteslutande använda skuldsättningsgraden som motivering när det gäller den temporära höjningen av WACC är enligt Peter Malmqvist att då andelen eget kapital är ovanligt lågt jämfört med andelen räntebärande skulder, så borde detta höja riskpremien på det egna kapitalet ytterligare. Denna aspekt lyfts även fram i Niclas Hellmans artikel i Balans.

Kan korrespondensen med Företag 1 förklara deras WACC mönster?

Att frågan om WACC är ett intressant ämne som ger upphov till svåra subjektiva bedömningar är något som vi anser får stöd i vår undersökning då vi i våra två svar från Företag 1 och Företag 2 fick två vitt skilda svar. Det visade sig att två av de tre bolag som vi alltså vid första anblick ansåg hade en rimlig förklaring till sitt WACC mönster gav upphov till en rad nya frågor vid en närmare analys av de svar vi fick skickade till oss. Företag 1 uppger exempelvis att ”*Den huvudsakliga förklaringen till att waccen sjönk från 2007 till 2008 är att marknadsvärdet på vårt egna kapital minskade från ca 12 700 mkr till 8 800 mkr. Detta gör att avkastningskravet på eget kapital viktat mindre vid uträkningen av den totala waccen. Detta trots att räntenivån på det externt finansierade kapitalet ökade under samma period. Till detta kom också en minskning av avkastningskravet på det egna kapitalet, mest*

hänförligt till en minskning av marknadens generella riskpremie. ". Företag 1 uppger alltså att räntenivån på lån steg mellan 2007 och 2008, men mest intressant är ändå att de anser att marknadens generella riskpremie när det gäller avkastningskravet på eget kapital **minskade**. Detta är ett påstående som vi kan förkasta med stöd från Gauffin och Thörnstens studie samt från intervjun med Peter Malmqvist där det framkommit att riskpremien var ovanligt hög under 2008. Detta innebär för Företag 1s WACC att den, om den beräknats på ovanstående antaganden, är direkt motsägande mot hur WACC antagandena borde ha sett ut i slutet av 2008.

Diskrepans i resonemang mellan Företag 1 och Företag 2

Företag 2 skriver på sin sida att "Avkastningskravet för eget kapital räknas ut som den riskfria räntan plus en riskpremie. Vid nedskrivningsprövningen 2008 antog vi att riskpremien ökat från 2007. Under 2009 antog vi oförändrad riskpremie från 2008".

Företag 2 skriver alltså att deras riskpremie för eget kapital gick upp 2008, vilket är i linje med vad Peter Malmqvist och Gauffin och Thörnsten kommit fram till. I korrespondensen med Företag 2 framgick det att deras lånekostnader var som lägst år 2008, vilket skiljer sig från Företag 1s antaganden om en ökad räntenivå på externt finansierat kapital. En påverkande faktor skulle kunna vara att man har olika mättillfällen, då vi exempelvis utgått från den genomsnittliga räntan under respektive år, medan Företag 2 skriver "mättillfället brukar vara november respektive år". En annan faktor som påverkar är att vissa företag använder den 10 åriga statsobligationen, medan andra använder sin faktiska lånekostnad. Då den faktiska lånekostnaden består av dels riksbankens ränta men också en riskpremie som under perioden 2008 och 2009 var ovanligt hög är det omöjligt för oss att veta exakt vilken siffra företagen generellt har använt som lånekostnad. Att räntenivån på det externt finansierade kapitalet för exempelvis Företag 1 var högre 2008 än 2007 implicerar, enligt vår bedömning, en högre WACC 2008 än 2007.

Trovärdighet i de uppgifter som lämnats av Företag 2

För att bedöma trovärdigheten i Företag 2s förklaring till att de sänkte sin WACC mitt under finanskrisen så har vi tagit hänsyn till den information som presenterats i deras årsredovisning. I årsredovisningen år 2009 presenterar man en WACC på 7,93% **före skatt**, men i det mail vi fick skickat till oss den 5 april skriver Företag 2s Koncernekonomichef "Vi räknar ut WACC enligt följande formel:

$WACC = \text{Upplåningskostnad efter skatt} \times \text{Andel skuldfinansiering} + [\dots] WACC$
 $2009 = 3,56 \times 0,21 + 9,27 \times 0,79 = 7,9$ ". Vår bedömning, givet informationen vi har gällande vad den 10 åriga statsobligationsräntan var under perioden 2007-2009, är att en räntekostnad om 3,56 % efter skatt är en rimlig siffra, medan 3,56% före skatt låter för lågt för att vara sannolikt. Vi antar därför att informationen vi fått skickad till oss är korrekt. Att vid beräkning av WACC i delen för externt kapital använda en ränta som är efter skatt leder till att företagets WACC blir lägre. Att därefter i sin årsredovisning uppge att beräkningarna gjorts före skatt tycker vi är anmärkningsvärt och leder knappast till en ökning av trovärdigheten i uppgifterna som lämnats i årsredovisningen.

Vidare observationer kring information som lämnats i årsredovisningarna

Att vidare, som Företag 2 gjort, i årsredovisningen använda samma siffror för skuldsättningsgrad som för nettoskuldsättningsgrad, vilket skett både i den svenska såväl som i den engelska versionen, är också beklagligt då det är en signifikant skillnad på dessa två mått. Genom egna beräkningar kunde vi konstatera att de syftar på sin nettoskuldsättningsgrad och vår bedömning är således att det hela förmodligen beror ett skriftligt misstag. Att även Alfa Laval gör samma misstag tyder på att det finns en tendens hos företag att inte ta denna skillnad på så stort allvar.

Användande av marknadsvärde av eget kapital

I vår korrespondens med Företag 2 framgick det att de använt marknadsvärdet av eget kapital vid beräkning av WACC. Hur vanligt detta är har vi svårt att bedöma då den typen av information vanligtvis inte framgår av företagens årsredovisning. Användandet av marknadsvärdet på eget kapital, i motsats till bokfört värde av eget kapital, borde enligt oss leda till att förändringen i WACC blir större i samband med att aktiepriset faller i en börsnedgång. Detta såg vi ett tydligt exempel på när det gäller Företag 2. Enligt våra beräkningar, baserade på bokfört värde av eget kapital, där vi beräknat bolagets andel skuldfinansiering (se appendix för uträkningar) konstaterar vi att andelen skuldfinansiering gick från 0,49 år 2007 till 0,52 år 2008 för att därefter återgå till 0,49 år 2009. Detta innebär att under finanskrisen så steg andelen skuldfinansiering med $((0,52/0,49) - 1) = 6$ %. Enligt Företag 2s egna beräkningar så gick andelen skuldfinansiering från 0,16 år 2007 till 0,30 år 2008 för

att därefter bli 0,21 år 2009. Mellan åren 2007 och 2008 hade de alltså en procentuell förändring när det gäller andelen skuldfinansiering på hela $((0,30/0,16) - 1) = 87,5\%$. Att använda marknadsvärdet av eget kapital vid beräkning av WACC gör således företagets WACC mer känslig för rörelser i företagets börskurs.

Disclosure, earnings management och agentteori

Hela urvalet

När det gäller disclosure så har vi funnit två intressanta mönster. Det första och mest signifikanta är företagen som uppfyllde uteslutningskriteriet 1, det vill säga de 45 bolag som inte redovisade antaganden gällande WACC, trots att IAS 36 förordar detta. Det bör tilläggas att en del av bolagen i grupp 1 är fastighetsbolag och av dessa är det endast något enskilda bolag som uppgett att de har goodwill. En annan förmildrande förklaring är att ett fåtal av bolagen i grupp 1 har redovisat sin WACC 2009 och i somliga fall även 2008 (exempelvis Oriflame), men då vi behöver information om samtliga tre år har vi exkluderat dem. I de fallen kan det snarare bero på en något långsam implementering av IAS 36 (eftersom de inte redovisade sin WACC 2007), än att de inte ville uppge sina antaganden. Det går dock inte att blunda för det faktum att det är ett antal noterade bolag som inte följer IAS 36 riktlinjer om redovisning av antagande gällande diskonteringsränta vid nedskrivningsprövning av goodwill. Teori på området disclosure tyder på att bolag i de flesta fall har mycket att vinna på att redovisa mer information. De bakomliggande faktorerna till detta är informationsasymmetrin minskar och enligt teorin så bör då även kapitalkostnaden minska. Frågor väcks kring varför företag inte avslöjar information om det skulle innebära minskad informationsasymmetri till marknaden. Då en del av bolagen ändå väljer att undanhålla informationen kring WACC så väcks tankar kring earnings management. I teori på området earnings management är nedskrivningar av goodwill ett välbekant ämne i och med att det lämnas utrymme för subjektiva antaganden från ledningen. Ett exempel som tas upp är när företagsledningar har incitament att senarelägga nedskrivningar för att maximera sin egen vinning. Då IAS 36 har gett utrymme för subjektiva antaganden och företagsledningar har haft stora incitament att senarelägga goodwill så kan detta förklara varför bolag har valt att sänka sin WACC. Det är dock mer osäkert om det har något förklaringsvärde i varför bolag väljer att inte redovisa någon WACC alls.

Grupp 2

I fallet med grupp 2, som vi ansåg vara den grupp med det mest intressanta mönstret i vår undersökning, så kan man konstatera att gruppen har en starkare koppling till earnings management än resten av urvalet. Vi har i vår undersökning, utan framgång, försökt förklara detta mönster med rationella förklaringsvariabler. Den teori och de tidigare undersökningar, förutom earnings management, som vi har tagit del av kan inte förklara hur bolagen kunde sänka WACC under 2008. Något som gjorde gruppens koppling till earnings management än starkare, var att bolagen höjde sin WACC under 2009 i samband med att ekonomin började hämta sig. Det som väcker intresse är att de två bolagen som kunde motivera en sänkning av WACC med förändringen i deras skuldsättningsgrad, var också de enda bolagen som svarade när vi kontaktade dem angående detta. De andra bolagen har valt att inte kommentera sänkningen av WACC under 2008 och kan dessutom inte använda skuldsättningsgraden som förklaring vilket Företag 1 och Företag 2 kunde. Vid antagandet att bolagen med avsikt har valt att inte redovisa sina WACC antaganden så är det svårt att inte dra tydliga paralleller till earnings management. I de fall där ledningen i bolaget har gjort subjektiva antaganden för undvika nedskrivningar så finns det stora incitament att hålla den informationen borta från marknaden. Om vi utgår ifrån att IAS 36 har skapat informationsasymmetrier, genom att tillåta bolagen att göra subjektiva antaganden vid värdering av goodwill, så kan situationen även analyseras utifrån agentteori. Enligt agentteori så kan informationsasymmetri ge upphov till moralisk risk hos ledningen, i detta fall skulle det kunna innebära att ledningen utnyttjar informationsasymmetrin för att göra subjektiva antaganden och undvika nedskrivningar. Det finns dock inget i vår undersökning som kan bevisa att ledningen har agerat opportunistiskt.

Analyserar vi situationen utifrån agentteori så kan informationsasymmetri ha skapats av IFRS och IAS 36 år 2005 då det skapades ett utrymme för earnings management eftersom tillgångar ska värderas till verkliga värden, vilket kräver att bolagen gör antaganden om framtida kassaflöden, tillväxt och diskonteringsräntor. Dessa antaganden kan som konstaterats bli subjektiva då ledningen i ett bolag kan undvika nedskrivningar av goodwill genom att det finns ett utrymme att justera de antaganden som ska göras enligt IAS 36. Trots att IFRS syftar till att öka transparensen så kan

IAS 36 ha haft motsatt effekt om företagsledningarna har utnyttjat möjligheten att göra subjektiva antaganden i samband med värderingen av goodwill.

En annan intressant fråga är varför endast två av de åtta företagen som vi kontaktade svarade på våra frågor gällande varför de sänkt sin WACC under 2008 och höjt den igen 2009. Den enda, och långt ifrån uttömmande förklaringen, som vi kunde identifiera var att förändringen av WACC var hänförligt till skuldsättningsgraden, och det intressanta är alltså att de enda bolagen som skulle kunna använda den förklaringen (det vill säga de bolag som hade högst skuldsättningsgrad 2008) var de enda som svarade på våra frågor.

6. Slutsats

6.1 Slutsatser kring empirisk undersökning

Syftet med vår uppsats var att undersöka förekomsten av systematiska mönster i företagen på Nasdaq OMXS Large och Mid Caps WACC antaganden under perioden 2007-2009. Vår undersökning utgick ifrån 133 bolag som sedan minskade till 45 efter att ha uteslutit 88 bolag baserat på ett antal olika uteslutningskriterier.

Delslutsats 1: Vi kan således konstatera att det finns ett antal bolag som inte redovisar sina WACC antaganden trots att IAS 36 förordar detta.

45 bolag berördes inte av våra uteslutningskriterier och dessa bolag togs därför med i undersökningen.

Delslutsats 2: Vi kunde där konstatera att det gick att identifiera ett antal intressanta mönster när det gäller bolagens WACC antaganden.

Av de 45 bolag som sedan fanns kvar i urvalet har vi riktat vår undersökning mot den grupp vi tyckte var mest intressant, grupp 2, för att kunna besvara den andra frågan i vår frågeställning: Om det finns skillnader i WACC-antaganden 2007-2009, går det att objektivt och rationellt förklara hur dessa skillnader uppstått? Då bolagen i denna grupp sänkte sin WACC under 2008 och sedan höjde den 2009 så ansåg vi det viktigt att studera detta beteende närmare. Vi lyckades själva inte förklara varför bolagen sänkte sin WACC år 2008 för att därefter höja den igen 2009, och kontaktade därför de åtta bolagen i grupp 2 för att få en förklaring. Av de åtta bolag som vi kontaktade för att söka en förklaring till deras WACC mönster var det endast två som svarade, och med hjälp av deras svar kunde vi konstatera att båda företagen hade använt sig av motiveringar som inte överensstämmer med vad de själva skrivit i sina årsredovisningar alternativt motsäger konsensus på aktiemarknaden. Den earnings management litteratur på området som vi tagit del av beskriver hur ledningen i bolag kan utnyttja det utrymme som ges i IAS 36 för att göra subjektiva bedömningar och undvika nedskrivningar. Då vår undersökning syftar till att på egen hand försöka förklara beteendet är det svårt för oss att dra slutsatser kring hur stark kopplingen mellan bolagens beteenden och teorin till earnings management är. Med bakgrund av de tidigare studier vi tagit del av och den intervjun som vi gjort med Peter Malmqvist så kan vi dock konstatera att de förklaringar som ges i earnings management

litteraturen är det närmsta vi kommer en förklaring till varför bolagen har förändrat sina WACC antaganden under 2008.

Delslutsats 3: Med undantag för förklaringsmodeller i teorierna kring earnings management så har vi inte lyckats hitta objektiva och rationella förklaringar till varför bolagen i grupp 2 sänkte WACC under 2008 för att sedan höja den under 2009.

Med den kommentaren vill vi avsluta vår undersökning. Vi kan konstatera att nedskrivning av goodwill är ett ämne som fortsätter att väcka nya frågor. Vi kan även dra slutsatsen att svenska bolag kan bli bättre på att redovisa de antaganden som de gör vid nedskrivningsprövning av goodwill, men om bristen på denna informationsredovisning beror på earnings management eller långsam implementering av IAS 36 är svårt att säga.

Den studie som varit vägledande för oss i vår undersökning är den av Gauffin och Thörnsten där de konstaterade att svenska bolag är dåliga på att skriva ned goodwill. Björn Gauffin kommenterade deras upptäckter med följande:

”– Marknaden och bolagen måste acceptera att det är nödvändigt att skriva ner goodwill, om vi inte i förlängningen ska ha en situation där de noterade bolagens balansräkningar domineras av goodwill”

6.2 Förslag till vidare forskning

På grund av den här uppsatsens omfattning har det inte varit möjligt att undersöka alla bolag som förändrat sina WACC antaganden under perioden 2007-2009. Vi öppnar därför upp möjligheten för vidare forskning kring de andra bolagen som vi inte undersökt närmre, framförallt grupp 3 och grupp 5. Dessa bolag har sänkt sin WACC under 2008 och sedan låtit den vara oförändrad eller fortsatt att sänka den under 2009. En liknande undersökning som vi har gjort för grupp 2 skulle kunna göras på dessa bolag för att undersöka om det går att förklara deras mönster. Det går även att göra vidare forskning på de sex bolagen i grupp 2 som valt att inte svara på frågor och undersöka varför de inte vill ge ut information kring detta. De svar som vi fick ifrån två av bolagen i grupp 2 öppnade upp för en rad ifrågasättanden om hur beräkningarna faktiskt gått till och tyder på att detta är ett område som skulle kunna

undersökas närmare. Ett annat intressant område att undersöka närmare är hur stor andel av de listade bolagen som använder marknadsvärdet av eget kapital istället för bokfört värde som komponent vid beräkning av WACC.

Källförteckning

Akerlof, G., 1970, *The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*. The quarterly journal of economics, Vol 84, No. 3, 1970

Berk, J., DeMarzo, P., (2007), *Corporate Finance*. Pearson International Edition (Addison Wesley), 1st edition

Bryman, A., Bell, E., 2007, *Business research methods*. Oxford: Oxford university press.

Callao, S. Et al, 2009, *The impact of IFRS on the European Union: Is it related to the accounting tradition of the countries?*, *Journal of Applied Accounting Research*, Volume 10 issue 1

Deegan, C., Unerman, J., 2008, *Financial Accounting Theory*, European Edition, McGraw-Hill

Edenhammar, H., Thorell, P., 2005, *Företagens redovisning: att förstå redovisningar*, Iustus förlag.

Gauffin, B., Thörnsten, A., 2010, *Låga nedskrivningar av goodwill i finanskrisens spår*. Tillgänglig online: <http://www.grantthornton.se/Press/Pressmeddelanden/Ny-studie-visar-Laga-nedskrivningar-av-goodwill-i-svenska-noterade-bolag-i-finanskrisens-spar/>

Hellman, N., 2011, *Tillsynen över IFRS – får vi en bra lösning?*. Balans nr 3, 2011. Tillgänglig online: http://www.exakta.se/x-online/far/2011/balans_nr3_2011/#/36/

IASB, 2009, *IAS 36 – Impairment of assets*. Tillgänglig online vid medlemskap: www.ifrs.org

IASB, 2008, *IFRS 3 – Business combinations*. Tillgänglig online vid medlemskap: www.ifrs.org

IASC Foundation Education, 2007, *A Guide through International Financial Reporting Standards 2007*

Jensen, M., Meckling, W., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4

Johnsson, L., Petrone, K., 1998, *Is Goodwill an asset?*, Accounting Horizons, Vol 12, No 3, September 1998

Marton, J. et al, 2010, *IFRS – i teori och praktik*. Bonniers förlag

Nasdaq OMX Nordic, lista över aktier som var noterade på Stockholmsbörsens Large och Mid Cap, hämtat den 28 mars 2011. Tillgänglig online:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares?languageId=3>

Nationalencyklopedin, hämtad: 2011-05-11, <http://www.ne.se/goodwill>

PWC, 2011, *Riskpremiestudien, Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*. Tillgänglig online:
http://www.pwc.com/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2011.pdf

Redovisningsrådet, 2005, Redovisningsrådets rekommendationer, *Koncernredovisning*. Tillgänglig online:
<http://www.bfn.se/redovisning/RADET/RR/RR1-00.pdf>

Sevenius, R., 2003, *Företagsförvärv – en introduktion*, Studentlitteratur AB

Statens offentliga utredningar, 2005, *SOU 2005:53*

Ström, N., 2006, *Essays on Information Disclosure. Content, Consequence and Relevance*. Doktorsavhandling / Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet. Tillgänglig online: uu.diva-portal.org/smash/get/diva2:168582/FULLTEXT01

Van de poel, K., et al, 2009, *IFRS goodwill impairment test and earnings management: the influence of audit quality and the institutional environment*. Tillgänglig online:
http://www.fdewb.unimaas.nl/ISAR2009/02_17_Van_de_Poel_Maijoor_Vanstraelen.pdf

Appendix

Beräkning av skuldsättningsgrad för bolagen i grupp 2

Addtech	2009	2008	2007
Eget kapital	814	833	676
Kortfristiga räntebärande lån	31	191	188
Långfristiga räntebärande lån	4	30	68
Pensioner	183	185	178
Skuldsättningsgrad	0,27	0,49	0,64
Alfa Laval	2009	2008	2007
Eget kapital	12229	10493	7937
Kortfristiga räntebärande lån	165	247	339
Långfristiga räntebärande lån	832	2538	2378
Pensioner	920	990	877
Skuldsättningsgrad	0,16	0,36	0,45
Astra Zeneca	2009	2008	2007
Eget kapital	20821	16060	14915
Kortfristiga räntebärande lån	1926	993	4280
Långfristiga räntebärande lån	9137	10855	10876
Pensioner	3354	2732	1998
Skuldsättningsgrad	0,69	0,91	1,15
Axfood	2009	2008	2007
Eget kapital	2635	2259	2152
Kortfristiga räntebärande lån	302	704	380
Långfristiga räntebärande lån	189	337	238
Pensioner	357	353	349
Skuldsättningsgrad	0,32	0,62	0,45

G & L Beijer	2009	2008	2007
Eget kapital	2176	990	727
Kortfristiga räntebärande lån	336	315	228
Långfristiga räntebärande lån	369	392	460
Pensioner	28	15	15
Skuldsättningsgrad	0,34	0,73	0,97
Elekt	2009	2008	2007
Eget kapital	3244	2555	1813
Kortfristiga räntebärande lån	102	119	33
Långfristiga räntebärande lån	937	1508	1416
Pensioner	46	53	35
Skuldsättningsgrad	0,33	0,66	0,82
Intrum Justitia	2009	2008	2007
Eget kapital	2548,9	2395,3	1842,5
Kortfristiga räntebärande lån	2432	161,7	72,4
Långfristiga räntebärande lån	0,1	2440,9	1678,3
Pensioner	39,4	39,4	35
Skuldsättningsgrad	0,97	1,10	0,97
Lindab	2009	2008	2007
Eget kapital	3003	3346	2969
Kortfristiga räntebärande lån	181	320	118
Långfristiga räntebärande lån	2384	2637	2398
Pensioner	133	116	109
Skuldsättningsgrad	0,90	0,92	0,88

Kompletterande beräkningar för Företag 2

När vi beräknade skuldsättningsgraden för Företag 2 fann vi att den var:

År	2009	2008	2007
Skuldsättningsgrad	0,97	1,10	0,97

I det mail som vi fick skickat till oss den 5 april skriver Koncernekonomichefen för Företag 2 att andelen skuldfinansiering år 2007-2009 var:

År	2009	2008	2007
Andel skuldfinansiering	0,21	0,30	0,16

Vi valde då att göra egna beräkningar av andelen skuldfinansiering. Eftersom andelen skuldfinansiering och andelen eget-kapital-finansiering i maillet summerade till 1 så antog vi att han med skuldfinansiering menar räntebärande skulder dividerat med summan av räntebärande skulder och eget kapital. Det visade sig sedermera att vi hade använt olika siffror när det gäller eget kapital, då Företag 2 valt att räkna med marknadsvärdet av eget kapital medan vi i våra beräkningar använt oss av bokfört värde. Eftersom våra beräkningar låg till grund för ny korrespondens med Företag 2 så väljer vi att publicera våra beräkningar nedan:

Vår definition av andel skuldfinansiering: *räntebärande skulder/(räntebärande skulder + bokfört värde av eget kapital)*

2009:

Eget kapital: 2548,9

Skulder till kreditinstitut: 0,1 + 2432,0

Pensioner: 39,4

Andel skuldfinansiering 2009: $(2432,0 + 0,1 + 39,4) / (2432,0 + 0,1 + 39,4 + 2548,9) = 0,49$

Vår uträkning för 2009 gav en skuldfinansieringsandel på 0,49 vilket skiljer sig från den skuldfinansieringsandel på 0,21 som Företag 2 försåg oss med. Samma utfall, då

våra uträkningar skiljde sig ifrån Företag 2, följde även för 2008 och 2007 vilket visas nedan.

2008:

Eget kapital: 2395,3

Skulder till kreditinstitut: 2440,9 + 161,7

Pensioner: 39,4

Andel skuldfinansiering 2008: $(2440,9 + 161,7 + 39,4) / (2440,9 + 161,7 + 39,4 + 2395,3) = 0,52$ och alltså ej 0,30.

2007:

Eget kapital: 1842,5

Skulder till kreditinstitut: 1678,3 + 72,4

Pensioner: 35,0

Andel skuldfinansiering 2007: $(1678,3 + 72,4 + 35,0) / (1678,3 + 72,4 + 35,0 + 1842,5) = 0,49$ och alltså ej 0,16.