

Handelshögskolan i Stockholm
Institutionen för redovisning och finansiering
Kandidatuppsats inom ämneskurs 639
Vårterminen 2011

VÄRDERELEVANSEN AV DIRTY SURPLUS ACCOUNTING FLOWS I SVENSKA STORBOLAG

Brita Kämpe [21153]

Arvid Morin [21160]

Abstract:

Since the implementation of the revised IAS-1 in January 2009, the income statement has changed in order to include what is called dirty surplus accounting flows (DSF). Using data for the period 2005-2009 regarding large cap companies listed on the OMX Stockholm we identify DSF in Swedish accounting. First, we present some descriptive statistics on aggregated and individual DSF in Sweden. We find that aggregated DSF and individual items related to securities are significantly positive over time. Second, we perform a regression on returns to test for value relevance and find that aggregated DSF and individual items related to currency translation differences and cash flow hedges are value relevant in explaining returns. Finally, we fail to provide statistical evidence on whether net income or comprehensive income is of dominating value relevance. However, reasoning based on our regression results implies that net income should be considered the bottom line. Hence, we conclude that the new way of reporting DSF in line with the revised IAS-1 clarifies value relevant items to users of financial statements.

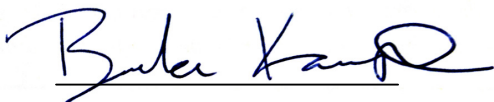
Keywords: Dirty surplus accounting flows, Value relevance, Bottom line, Sweden, IAS-1

Handledare: Katerina Hellström
Framläggning: 27:e maj 2011 13:00-17:00 i sal 538

FÖRORD

Vi vill inledningsvis rikta ett varmt tack till vår handledare Katerina Hellström som bidragit med många bra synpunkter till vår studie. Vidare vill vi även tacka övriga personer, i synnerhet Malin Hellman, Kristoffer Milonas och Mats Morin, som förkovrat sig i våra utkast och framfört sina värdefulla insikter. Med detta sagt är vår förhoppning att denna studie ska upplysa dig som läsare inom redovisningens samtida utmaningar, samt mätta ett eventuellt behov av utmärkt kvällslektyr.

Trevlig läsning!



Brita Kämpe



Arvid Morin

FÖRKORTNINGAR OCH BEGREPP

Clean surplus accounting, benämning på redovisning där samtliga förändringar i eget kapital bortsett från ägartransaktioner tas upp i resultaträkningen.

Comprehensive income, resultatmått som överensstämmer med principen om *clean surplus accounting* och som motsvarar årets resultat plus *other comprehensive income*.

Dirty surplus accounting flows (DSF), förändringar i eget kapital som inte tas upp i resultaträkningen eller är ägartransaktioner.

FASB, Financial Accounting Standards Board är ett amerikanskt normgivningsorgan som ger ut standarder vilka benämns SFAS.

IASB, International Accounting Standards Board är ett internationellt normgivningsorgan som har ett samarbete med den Europeiska Unionen.

IFRS, International Financial Reporting Standards är standarder utgivna av IASB.

IAS, International Accounting Standards är standarder som gavs ut av föregångaren till IASB och som ska följas av de som följer IFRS.

IAS-1 – Utformningen av finansiella rapporter, standard där rapporteringen av DSF regleras i IFRS.

Other comprehensive income, den officiella benämningen på DSF enligt IAS-1 och SFAS No. 130.

SFAS, Statement of Financial Accounting Statement är standarder utgivna av FASB.

SFAS No. 130 – Reporting comprehensive income, standard där rapporteringen av DSF regleras i US GAAP.

US GAAP, United States Generally Accepted Accounting Principles är benämningen på god redovisningssed i USA, vilket innebär att följa utgivna SFAS.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. Inledning	1
1.1 Introduktion.....	1
1.2 Syfte.....	2
1.3 Frågeställningar.....	3
1.4 Avgränsning	3
2. Teori och tidigare forskning	5
2.1 Teoretisk referensram	5
2.2 Tidigare forskning	10
2.3 Hypotesformulering.....	14
3. Metod.....	15
3.1 Vetenskaplig ansats	15
3.2 Urval	16
3.3 Källa för observationer	17
3.4 Operationalisering av variabler	17
3.5 Ekonometrisk modell.....	22
4. Empiri	26
4.1 Förekomsten av dirty surplus accounting flows (I).....	26
4.2 Värder relevansen av dirty surplus accounting flows (II).....	27
4.3 Vilket resultatmått som bör utgöra the bottom line (III)	29
5. Analys.....	30
5.1 Förekomsten av dirty surplus accounting flows (I).....	30
5.2 Värder relevansen av dirty surplus accounting flows (II).....	32
5.3 Vilket resultatmått som bör utgöra the bottom line (III)	33
5.4 Möjlighet till inferens	35
5.5 Resultatets validitet	36
5.6 Resultatets reliabilitet	39
6. Sammanfattning och uppslag till vidare forskning	39
Referenser	41
Bilaga A: Urval	43
Bilaga B: Källa för observationer	45
Bilaga C: Robusthetstest	46

1. INLEDNING

I detta avsnitt ges en introduktion till ämnet som mynnar ut i syftet med studien samt våra frågeställningar och avgränsningar.

1.1 INTRODUKTION

Carl-Didrik slår sig ned i en av de fina skinnfåtöljerna i lobbyn på Grand Hotell. Den dubbelknäppta kostymen stramar åt lite i knäveckan och bekräftar den åsittande passformen som omsorgsfullt mätts upp av skräddarna bakom Sturegallerian. Han sippar lite lätt på sin rykande varma espresso och får ett infall att läsa lite i Investors senaste årsredovisning som han tog med hem efter första dagen på det nya jobbet i finansbranschen. När han når de finansiella rapporterna för året hostar han till och lyckas med nöd och näppe undvika att spilla kaffe på sin handgarvade läderportfölj. Resultaträkningen ser inte ut som han minns den från redovisningskurserna på Handels – ett flertal okända poster och engelska begrepp har tillkommit, något som får honom att förvånat klia sig i sin välkammade frisyr. ”Vad är det som händer och vad är relevant för mig i denna nya röra?”, funderar han medan espresson kallnar i den antika porslinsservisen...

Sedan den 1 januari 2009 är det obligatoriskt för alla noterade bolag inom EU att upprätta sin redovisning enligt den reviderade standarden IAS-1 – Utformning av finansiella rapporter, som getts ut av IASB. Denna standard kom som ett svar på den amerikanska motsvarigheten SFAS No. 130 som infördes 1997 av FASB och innebär att utseendet på resultaträkningen förändras i syfte att tydliggöra *comprehensive income* för året. *Comprehensive income* översätts ibland som totalresultat och är en sammanslagning av årets resultat och *other comprehensive income*. De senare posterna benämns i tidigare studier ofta som *dirty surplus accounting flows* (DSF). Detta eftersom de inte redovisas över årets resultat och därmed bryter mot principen om *clean surplus accounting* som innebär att alla förändringar i eget kapital under ett år bortsett från ägartransaktioner ska tas upp i resultaträkningen. DSF kommer att förklaras mer ingående i avsnitt 2.1 Teoretisk referensram, men exempel på några poster som tas upp som DSF är orealiserade värdeförändringar av värdepapper, omräkningsdifferenser från utlandsverksamheter och aktuariella förändringar av förmånsbestämda pensionsplaner. Den reviderade IAS-1 innebär således att alla förändringar i eget kapital måste tas upp via rapporten *comprehensive income*, förutom ägartransaktioner som fortfarande rapporteras i förändringar av eget kapital (Roberts och Wang, 2009; IAS-1, 2010).

DSF har ända sedan 1930-talet varit ett hett omdiskuterat ämne bland redovisare, revisorer, normgivningsorgan och akademiker. Debatten har lett till en omfattande forskning kring DSF, där studier har gjorts för att dokumentera deras utbredning och framförallt om det finns någon värder relevans hos posterna (Brief och Peasnell, 1996). Med värder relevans menas huruvida de redovisade posterna signalerar information som påverkar marknadens värdering av bolaget. Nu senast genomfördes en mer omfattande studie på EU-nivå som visar att DSF är av värder relevans i närvaro av årets resultat i länder där kapitalmarknaden är en viktig finansiär – däribland Sverige – men inte i typiskt lånefinansierade länderna. Dessutom dokumenterades att värdet av DSF på en aggregerad nivå i samtliga medlemsländer var negativt, förutom i Sverige som var det enda landet där genomsnittsvärdet var positivt (Roberts och Wang, 2009).

För närvarande arbetar IASB och dess amerikanska motsvarighet FASB för en harmonisering av sina standarder och DSF kommer att vara ett viktigt inslag i diskussionen kring hur de finansiella rapporterna ska utformas för att ge rättvisande information till användarna. Ett led i detta är den diskussion som pågått i USA efter SFAS No.130 om vilket av årets resultat och *comprehensive income* som är det mest rättvisande resultatet och således bör betraktas som *the bottom line*, d.v.s. huvudmålet på ett företags prestation under året (Biddle och Choi, 2006). Genom reviderade IAS-1 aktualiseras alltså denna debatt på nytt även i Sverige såsom i det inledande exemplet med den fiktiva personen Carl-Didrik.

1.2 SYFTE

Det finns två övergripande farhågor som uttryckts beträffande DSF. Den första är att DSF skulle öka utrymmet för resultatmanipulering och att investerare således får svårare att tillgå rättvisande information. Den andra farhågan är att DSF skulle vara av värder relevans och att användarna således riskerar att missa värder relevant information om DSF inte presenteras tydligt (O'Hanlon och Pope, 1999). Dessa två farhågor behandlas vidare i avsnitt 2.2 Tidigare forskning. Syftet med denna uppsats är att dokumentera och undersöka den andra farhågan avseende huruvida DSF är av värder relevans. Den studie som berört Sverige har som sagt funnit både värder relevans och ett positivt värde, men genomfördes endast på aggregerade DSF och på äldre data (Roberts och Wang, 2009). Enligt vår kännedom har inga vidare studier fokuserat på varken senare år eller på enskilda poster av DSF. Vår förhoppning är att bidra med en samtida svensk pusselbit till den internationella kartläggningen där vi utvärderar vilka enskilda poster av DSF som är av värder relevans. Då Sverige dessutom tillhör kategorin länder där kapitalmarknaden är en viktig finansiär är vår förhoppning att en studie baserad på aktuella data kan vara av intresse även internationellt sett, eftersom

den skulle kunna ge en fingervisning av vilket håll utvecklingen kan ha gått åt i länder med liknande förutsättningar.

Denna studie utvärderar följaktligen även nyttan av den reviderade IAS-1. Om DSF visar sig vara av värder relevans medför reviderade IAS-1 ökad transparens gentemot marknaden. Om DSF däremot inte visar sig vara av värder relevans medför reviderade IAS-1 snarare ett ökat fokus på värdeirrelevanta poster, vilket riskerar att skapa förvirring och reducera transparensen gentemot marknaden. Vidare är eventuell värder relevans av DSF nära relaterad till diskussionen kring huruvida årets resultat eller *comprehensive income* ska anses utgöra *the bottom line*. Om DSF är av värder relevans, kan detta resultera i att *comprehensive income* innehåller mer värder relevant information än årets resultat och alltså är det resultatmått som från en investerares perspektiv bör anses utgöra *the bottom line*.

1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR

För att konkretisera syftet har vi brutit ner problemformuleringen i följande tre frågeställningar:

- (I) *Är dirty surplus accounting flows signifikant förekommande i svenska storbolag?*
- (II) *Är dirty surplus accounting flows av värder relevans i svenska storbolag?*
- (III) *Vilket av resultatmått årets resultat och comprehensive income bör anses vara the bottom line i svenska storbolag?*

1.4 AVGRÄNSNING

Bolagsmässig avgränsning

Vi har valt att undersöka noterade bolag, eftersom de är de enda som måste följa IFRS i Sverige. Vidare är det just storbolagen som utsätts för närmare granskning av marknaden, eftersom aktierna i dessa omsätts oftare än andra bolag. Vår problemformulering tar sikte på just värder relevansen av DSF och sålunda är en förutsättning för vår studie därför att marknaden korrekt prissätter den information den tillges. Vi antar i denna studie att storbolagen – till följd av deras aktiers högre omsättningshastighet – i större utsträckning är korrekt prissatta. Sålunda bör vi få ett rättvisare resultat av värder relevansen av DSF genom att fokusera studien på detta urval av bolag i jämförelse med ett slumpmässigt urval från samtliga noterade bolag. Den senare metoden hade oundvikligen lett till att mindre bolag funnits med och därigenom introducerat mindre granskade siffror, sämre prissatta aktier och följaktligen mer brus i vårt dataunderlag. Då studien även syftar till att bidra med en

pusselbit till den internationella kartläggningen har även det motiverat att använda stora företag eftersom vi antar att dessa är föremål för ett större internationellt intresse.

Nivåmässig avgränsning av dirty surplus accounting flows

Vi har valt att utvärdera värder relevansen av aggregerade DSF såväl som av enskilda poster av DSF. Detta är i viss mån snarare en utvidgning av syftet än en avgränsning, eftersom flertalet tidigare studier enbart tagit sikte på aggregerade DSF. Det finns i huvudsak tre anledningar till att vi väljer att fokusera på aggregerade DSF såväl som på enskilda poster av DSF. För det första bidrar det till en mer detaljerad kartläggning, vilket ökar transparensen i bidraget till den internationella debatten. För det andra skulle enskilda poster av DSF kunna vara signifikant nollskilda, men med motsatta tecken. I posten aggregerade DSF skulle dessa enskilda poster sålunda kunna ta ut varandra och resultera i att aggregerade DSF inte skulle vara signifikant nollskild. Samma situation skulle också kunna leda till att aggregerade DSF inte ter sig värder relevant och vi har därför valt att undersöka även detta på individuell nivå. För det tredje är det möjligt att vissa av de enskilda posterna av DSF är av värder relevans medan andra inte är det. I en sådan situation är det viktigt att kunna påvisa detta.

Användarmässig avgränsning

Vilket resultatmått som bör anses utgöra *the bottom line* är delvis betingat av vad syftet med informationen är och således vem som är användaren. Denna studie är avgränsad till att fokusera primärt på investerare och följaktligen den information som är relevant för dem när de ska värdera ett bolag och prissätta dess utstående aktier.

Geografisk avgränsning

Studien är avgränsad till Sverige och att inte analysera skillnader mellan olika länder. Detta då en internationell utvidgning av studien skulle förutsätta en omfattande beskrivning av den institutionella kontexten i respektive land för att kunna dra några internationella slutsatser. En sådan utvidgning ryms inte inom tidsramen för denna uppsats. I analys och slutsats omnämns resultat från andra studier endast i jämförande syfte, utan ambition att försöka förklara eventuella internationella avvikelser.

Tidsmässig avgränsning

Som tidigare forskning visar finns det olika ansatser för att studera värder relevans av DSF. Vi har valt att utvärdera huruvida DSF kan förklara totalavkastning för motsvarande år. Det vill säga vi adresserar informationsinnehållet i DSF avseende motsvarande periods totalavkastning, snarare än DSF:s förutseende förmåga att förklara framtida totalavkastning. Följaktligen har våra ekonometriska modeller inga tidssläpande variabler, utan samtliga variabler tillhör samma tidsperiod (se avsnitt 3.4 Operationalisering av variabler).

2. TEORI OCH TIDIGARE FORSKNING

I detta avsnitt beskrivs vilka teorier studien grundats på samt den tidigare forskning som genomförts och mynnar slutligen ut i våra formulerade hypoteser.

2.1 TEORETISK REFERENSRAM

Clean surplus relationship

Redovisning sägs följa *clean surplus relationship* (CSR) om skillnaden mellan eget kapital vid årets början, BV_{t-1} , och vid årets slut, BV_t , motsvaras av årets resultat, NI_t , justerat för nettoinflöde av kapital, $NETCAP_t$, genom exempelvis nyemission samt utdelningar, DIV_t . Detta kan uttryckas genom följande formel (Roberts och Wang, 2009):

$$NI_t = BV_t - BV_{t-1} - NETCAP_t + DIV_t$$

En sådan redovisning sägs också följa kongruensprincipen, vilket innebär att alla intäkter och kostnader ska tas upp i resultaträkningen (Smith, 2006).

En redovisning som inte följer detta samband kallas ibland för *dirty surplus accounting* och de poster som bidrar till en förändring i eget kapital men inte tagits upp via resultaträkning benämns som *dirty surplus accounting flows*. Motiveringen bakom detta har varit en vilja att rensa årets resultat från poster som inte är associerade med den ordinarie verksamheten i syfte att skapa en större förutsägbarhet inför kommande år (Isidro, O'Hanlon, och Young, 2003).

Residual income valuation model

Vid värdering av företag används ofta en modell som heter *residual income valuation model* (RIVM). Den utgår från dagens bokförda värde på företagets eget kapital och adderar sedan den diskonterade summan av framtida års förväntade residualinkomster fram till en gränspunkt och adderar därefter även det diskonterade uppskattade marknadsvärdet av bokfört eget kapital vid gränspunkten. Med residualinkomst menas här den avkastning på eget kapital som ges utöver ägarnas kapitalkostnad. RIVM baseras på antagandet att CSR håller och ger således en intuition för hur DSF kan vara av värder relevans. Förekomst av DSF strider mot detta antagande och applicering av RIVM kan då leda till felaktig värdering. Modellen finns utförligare beskriven av Skogsvik (1999) och har använts i tidigare forskning kring DSF.

Värderelevans

En post sägs vara värder relevant om den vid offentliggörande för marknaden signalerar sådan information som påverkar marknadens värdering av bolaget och sålunda aktiekursen. För att avgöra vilka poster i redovisningen som kan uppfylla det

kriteriet kan man genomföra ett test för att avgöra vilken värder relevans de har. Detta görs genom att i en och samma tidsperiod skatta en regression där något mått på aktierelaterad avkastning förklaras av de olika posterna man vill testa. De poster som har en koefficient som är statistiskt signifikant skild från noll kan då sägas vara relevanta i att förklara avkastningen och således värda att ta hänsyn till vid företagsvärdering. Metoden är väl använd och beskrivs exempelvis mer utförligt av Barth, Beaver och Landsman (1992). Tidigare studier som genomför dessa tester för DSF inkluderar även årets resultat som en kontrollvariabel och detta benämns därför i förekommande fall att DSF är värder relevant i närvaro av årets resultat eller inkrementellt värder relevant, se exempelvis O'Hanlon och Pope (1999).

Resultatteori

Eftersom ett företag förväntas fortleva under en längre tid finns ett behov att skapa avgränsade tidsperioder för att kunna beräkna ett resultat som grund för beskattning samt vinstutdelning. Detta är inte helt problemfritt utan ställer krav på ställningstaganden avseende vad som anses ge den mest rättvisande bilden. Internationellt har denna utveckling tagit sig i uttryck genom framväxten av två huvudsakliga inriktningar för dels innehållet i men också upprättandet av gällande redovisningsregler. På den ena sidan står USA, Storbritannien, Irland och Holland med det som kallas anglosaxisk redovisningstradition och på andra sidan övriga västeuropeiska länder inklusive Japan med det som kallas kontinental tradition (Smith, 2006).

Sammantaget har skillnaden mellan hur resultatproblematiken hanterats mellan traditionerna och vad som ansetts ge en rättvisande bild av företagets ställning till stor del berott på vilka aktörer som varit påtryckande vid utformningen av reglerna. Länder med anglosaxisk tradition har i större utsträckning ett spritt ägande med finansiering via kapitalmarknader. Aktieägarna är då intresserade av att en marknadsmässig bild av företaget ges i redovisningen eftersom det underlättar vid prognostisering av framtida vinster. Således tenderar en anglosaxisk tradition att värdera tillgångar till marknadsvärdet och genom detta ge en mer positiv bedömning av framtiden. I kontinental tradition har istället skattemyndigheter och fordringsägare haft större inflytande. Dessa vill undvika att det saknas reella värden vid en eventuell konkurs och att de då skulle stå utan säkerhet för sina fordringar. Därför präglas kontinentala länder av försiktighet i värderingen och tillgångar värderas då ofta till det lägsta av anskaffningskostnaden och marknadsvärdet (Nobes och Parker, 2002; Ball, 1995).

Dirty surplus accounting flows

Tidigare i historien har reglerna och förekomsten av DSF skiljt sig betydligt mellan olika länder. De länder som har haft en kontinental tradition har som en följd av skyddet för fordringsägare varit mer försiktiga i tillåtandet av DSF (Ball, Kothari och Robin, 2000), medan länder som härstammar från anglosaxisk tradition har varit mer tillåtande av DSF, eftersom årets resultat har ansetts mer informativ när poster skilda från normala verksamheten exkluderats (Haller, 2002). Sådana poster har exempelvis tidigare varit avskrivning av goodwill, omvärderingar av olika slag, justeringar av föregående års resultat, konsolideringsjusteringar, förändringar av redovisningsstandarder samt i vissa fall bokföring av förvärv. Exakt utformning har sedan varierat beroende på regleringen i respektive land (Isidro, O'Hanlon och Young, 2003).

Debatten om DSF har pågått i över 70 år och kommer beröras mer i avsnitt 2.2 Tidigare forskning, men då konsensus ännu inte har uppnåtts kring deras värder relevans eller betydelse finns ingen tydlig teori att utgå ifrån på området. Debatten har dock resulterat i en tydlig och relativt strikt reglering av vilka poster som får tas upp som DSF samt på vilket sätt dessa ska presenteras och redogörs för nedan (Biddle och Choi, 2006).

Inom US GAAP stadgar SFAS No. 130 - Reporting Comprehensive income att begreppet *comprehensive income* består av årets resultat och *other comprehensive income* (den officiella benämningen på DSF). Ett företag har tre valmöjligheter för hur de vill presentera dessa poster i sin årsredovisning:

- 1, Det första tillåtna sättet är en utökad resultaträkning med tillägg i slutet för *other comprehensive income*.
- 2, Alternativ nummer två är att upprätta en separat rapport för *comprehensive income* i anslutning till resultaträkningen, där årets resultat ingår som en delpost tillsammans med *other comprehensive income*.
- 3, Det tredje alternativet är att presentera *other comprehensive income* i rapporten över förändringarna i eget kapital, där också årets resultat ingår som en post.

Vidare stadgas som grundregel att alla förändringar i eget kapital ska redovisas över årets resultat, förutom tre kategorier av undantag som faller under begreppet *other comprehensive income*. Den första är omräkningsdifferenser på utländska verksamheter, den andra är justeringar av pensionsskulder och den sista är orealiserade vinster och förluster på avyttringsbara värdepapper (FASB, 1997).

Som ett led i konvergensprojektet mellan US GAAP och IFRS reviderade IASB med gällande verkan från januari 2009 sin standard IAS-1- Utformningen av finansiella rapporter, som är den gällande för svenska noterade bolag. Utgångspunkten låg i SFAS No. 130 och det stadgas således att begreppet *comprehensive income* är alla förändringar i eget kapital som inte är transaktioner med ägarna. Detta resultat får presenteras såsom de två första alternativen i SFAS No. 130. Företaget får själv välja vilket av dessa två möjligheter de vill tillämpa, men är sedan bundet att använda detta framöver. Syftet med detta har varit att skapa en större tydlighet för användaren av finansiella rapporter, eftersom användaren nu direkt kan se vilka förändringar som är relaterade till ägarna och vilka som inte är det. Nedan visas en schematisk bild över hur de båda alternativen kan se ut i praktiken (IAS-1, 2007).

a, En utökad resultaträkning

Statement of comprehensive income		
	20X7	20X6
Intäkter	445 767	396 400
Kostnader	-284 100	-268 400
Resultat före skatt	161 667	128 000
Skatt	-40 417	-32 000
Avvecklad verksamhet		-30 500
ÅRETS RESULTAT	121 250	65 500
Other comprehensive income:		
Omräkningsdifferenser vid utlandsverksamheter	5 334	10 667
Finansiella tillgångar som innehas för handel	-24 000	26 667
Kassaflödessäkringar	-667	-4 000
Omvärderingsdifferenser av tillgångar	933	3 367
Aktuariella vinster och förluster på förmånsbestämda pensionsplaner	-667	1 333
Del av dotterbolags other comprehensive income	400	-700
Inkomstskatt relaterad till komponenter i other comprehensive income	4 667	-9 334
Other comprehensive income för året efter skatt	-14 000	28 000
TOTAL COMPREHENSIVE INCOME FÖR ÅRET	107 250	93 500

b, En separat rapport

Statement of comprehensive income		
	20X7	20X6
Intäkter	445 767	396 400
Kostnader	-284 100	-268 400
Resultat före skatt	161 667	128 000
Skatt	-40 417	-32 000
Avvecklad verksamhet		-30 500
ÅRETS RESULTAT	121 250	65 500
Other comprehensive income:		
Omräkningsdifferenser vid utlandsverksamheter	5 334	10 667
Finansiella tillgångar som innehas för handel	-24 000	26 667
Kassaflödessäkringar	-667	-4 000
Omvärderingsdifferenser av tillgångar	933	3 367
Aktuariella vinster och förluster på förmånsbestämda pensionsplaner	-667	1 333
Del av dotterbolags other comprehensive income	400	-700
Inkomstskatt relaterat till komponenter i other comprehensive income	4 667	-9 334
Other comprehensive income för året efter skatt	-14 000	28 000
TOTAL COMPREHENSIVE INCOME FÖR ÅRET	107 250	93 500

Källa: IASB – IAS-1 Presentation of Financial Statements: Implementation guidance (2007)

Tillåtna poster i *other comprehensive income* enligt reviderade IAS-1 presenteras nedan.

1. *Omräkningsdifferenser vid omräkning av utlandsverksamheter (IAS 21, Effekterna av ändrade valutakurser)*. Vid upprättande av balansräkningen ska värdet på skulder och tillgångar i utländska dotterbolag tas upp. Eftersom dessa finns bokförda i den lokala valutan ska de räknas om enligt växelkursen på balansdagen. Den förändring i värde jämfört med förra året som vid denna omräkning beror på förändringar i växelkursen ska inte tas upp i resultaträkningen utan som DSF (Penman, 2009).
2. *Vinster och förluster vid omvärdering av finansiella tillgångar som innehas för handel (IAS 39, Finansiella instrument: redovisning och värdering)*. Dessa bokförs i balansräkningen till sitt marknadsvärde även fast de ännu inte avyttrats. De orealiserade vinster och förluster som en marknadsvärdering ger upphov till ska inte tas upp i resultaträkningen utan som DSF (Penman, 2009).
3. *Den effektiva delen av vinster och förluster på kassaflödessäkringar (IAS 39, Finansiella instrument: redovisning och värdering)*. Om derivatinstrument ägs i syfte att säkra ett framtida kassaflöde vid en transaktion, exempelvis priset vid ett framtida inköp, bokförs värdeförändringarna på sådana instrument som DSF och flyttas sedan till resultaträkningen när väl transaktionen sker. Är dock syftet med derivatet att säkra värdet på en befintlig tillgång tas istället eventuella vinster och förluster upp i resultaträkningen (Penman, 2009).
4. *Omvärderingsdifferenser av materiella anläggningstillgångar och immateriella tillgångar (IAS-16, Materiella anläggningstillgångar och IAS 38, Immateriella tillgångar)*. Om uppskrivningar eller nedskrivningar görs av exempelvis maskiner eller varumärken för att bättre spegla deras marknadsvärde ska dessa värdeförändringar tas upp som DSF (IAS-16, 2009; IAS 38, 2009).
5. *Aktuariella vinster och förluster på förmånsbestämda pensionsplaner (IAS-19, Ersättningar till anställda)*. Vid förmånsbestämda pensionsplaner utlovar företaget en viss ersättning till personer som går i pension. I redovisningen måste en avsättning göras för detta vilket leder till att företaget måste göra vad som kallas aktuariella antaganden om löneutvecklingen, pensionsålder, medellivslängd, diskonteringsränta m.m. för att få fram nuvärdet av detta åtagande. Skillnader i denna avsättning som beror på förändringar av de aktuariella antagandena ska tas upp som DSF.

Av dessa poster är nummer ett till tre de vanligast förekommande (Penman, 2009).

När en summering ska göras av *other comprehensive income* för året kan även ytterligare två poster komma i fråga för att tas med: dels andel av dotterbolags *other comprehensive income* och dels inkomstskatt hänförlig till komponenterna i *other comprehensive income* (IAS-1, 2007).

2.2 TIDIGARE FORSKNING

Debatten om DSF har pågått sedan åtminstone 1930-talet och har dokumenterats i tidigare studier, exempelvis Brief och Peasnell (1996). Den ena sidan har förespråkat principen *current operating performance*, som bygger på tanken att exkludera poster från resultaträkningen som inte tillhör ordinarie verksamhet eller som ligger utanför företagets kontroll (Paton, 1934; May, 1937; Littleton, 1940). Denna princip har fått stöd av vissa analytiker och investerare som menar att de får en bättre bild av företagets verkliga resultat och kan göra mer träffsäkra prognoser om framtiden (Black, 1993). Vidare har uteslutandet av poster utanför företagets egen kontroll förespråkats av de ledande befattningshavarna som utvärderats med årets resultat som grund och därför velat rensa detta från poster de inte kunnat påverka (Lambert, 2001). Argumenten från dessa förespråkare har slutligen lett till att normgivningsorgan i flertalet länder tidigt antagit standarder där det skapats möjlighet att redovisa vissa poster direkt mot eget kapital (Biddle och Choi, 2006).

Den andra sidan har i kontrast förespråkat kongruensprincipen där resultaträkningen inkluderar alla förändringar av eget kapital. Förespråkarna för denna princip menar att möjligheten att ta upp vissa poster utanför resultaträkningen skapar möjligheter för företagsledningen att ägna sig åt resultatmanipulering, vilket riskerar att sänka kvaliteten i årets resultat (Paton, 1934; May, 1937; Littleton, 1940). Vissa har även lyft fram aspekten att RIVM bygger på antagandet om att *clean surplus relation* håller och att förekomsten av DSF skulle försämra kvaliteten i värderingarna. För att skapa en större användbarhet vid framtidsprognoser menar de att samtliga poster som påverkar eget kapital måste tas med, eftersom nyckeltal som P/E (*Price/Earnings*) annars lätt tappas sin precision (Linsmeier m.fl., 1997). Även dessa argument har fått gehör hos normgivningsorganen som sedermera infört ett flertal standarder i syftet att begränsa och synliggöra DSF. Inom US GAAP regleras detta som sagt genom SFAS No. 130 som föregicks av en lång debatt som involverade ett stort antal aktörer från hela USA (Biddle och Choi, 2006). Keating (1999) var en av förespråkarna som menade att detta var ett steg i rätt riktning för resultaträkningens utveckling samt för harmonisering av redovisningsreglerna i världen i enlighet med kongruensprincipen. Motståndare mot standarden har istället pekat på att det finns risk för att en ny utökad

resultaträkning lätt kan vilseleda intressenterna (Cahan m.fl., 2000), samt att det nya *comprehensive income* skulle komma att bli mer volatilt än årets resultat och därför försämra möjligheten till träffsäkra prognoser (Hirst och Hopkins, 1998). Keating (1999) bemöter detta med att det istället är vilseledande för intressenter att inte alla poster presenteras i resultaträkningen samt att användarna faktiskt själva nu kan bedöma vilket resultat de anser vara av vikt för just dem, oavsett om det är årets resultat eller *comprehensive income*. Det faktum att *comprehensive income* står med som information gör knappast årets resultat i sig mer volatilt, menar Keating.

Flertalet studier på senare år, däribland O'Hanlon och Pope (1999) samt Cahan m.fl. (2000), har dokumenterat att DSF är av ekonomisk betydelse och därmed förtjänar den uppmärksamhet de fått av redovisare, revisorer, normgivningsorgan och akademiker (Roberts och Wang, 2009). I kölvattnet av SFAS No. 130 har det därför på senare år gjorts ett antal nyare studier som bidragit med underlag till den fortsatta diskussionen kring DSF, då främst inför IASB:s revidering av IAS-1.

Det finns som sagt två övergripande farhågor med DSF. Den första farhågan med DSF avser huruvida investerare kan upptäcka och använda sig av informationen i DSF i rätt tid. Här finner Hirst och Hopkins (1998) i en laborativ miljö att SFAS No. 130 medför att köpare av aktier på ett mer korrekt sätt kan bedöma aktieutvecklingen i ett bolag som medvetet genom sin värdepappersportfölj manipulerar sitt resultat att bli högre. De menar att trots att standarden i själva verket inte innebär några större nya principer för själva redovisningen medför den tydligare presentationen att investerare har lättare att uppmärksamma värderelevant information.

Den andra farhågan kring DSF har varit att de skulle innehålla värderelevanta poster och att användarna således riskerar att missa värderelevant information om posterna inte presenteras tydligt. Dhaliwal m.fl. (1999) genomför en studie där de använder data för 1994-95 och finner att årets resultat bättre förklarar bolagets totalavkastning än *comprehensive income*. De ifrågasätter därför användbarheten i SFAS No. 130 och menar att reglerande organ varit överdrivna i sina farhågor. Ytterligare ett bevis för denna ståndpunkt ges av O'Hanlon och Pope (1999) som utifrån ett större dataset från UK för åren 1972-92 finner "little evidence that other flows [DSF] excluded from ordinary profit are value-relevant" (s.459). Ytterligare en studie gjord på data från Nya Zeeland (Cahan m.fl., 2000) och Kanada (Kanagaretnam m.fl., 2004) får liknande resultat.

Wang m.fl. (2006) gör liknande tester på nederländsk data och finner i motsats att enskilda poster kan vara värder relevanta, de skriver(s. 401-402):

We find that aggregated dirty surplus items are not value relevant [...]. However, there is some evidence that asset revaluations and currency-translation differences have explanatory power for stock returns.

Det finns dock studier som visar på värder relevans även på aggregerad nivå. Cheng (1998) finner detta på amerikansk data på längre intervall om 10, 12 och 15 år där han använder sig av *the long interval method* (introducerad av Easton m.fl., 1992) och förespråkar ackumulering av data för tidsintervall på 1, 2, 5 respektive 10 år. Hans resultat stöds också av koreansk data där *comprehensive income* visade sig vara värder relevant i närvaro av årets resultat (Ahn och Choi, 2002). Även en mer nyligen genomförd studie som fokuserat på data efter införandet av SFAS No. 130 visar att DSF är värder relevanta samt att specifikt omräkningsdifferenser och orealiserade värdeförändringar på värdepapper också används av investerare vid prissättning (Chambers m.fl., 2007).

Efter den delade dokumentationen av värder relevansen har debatten även kommit att handla om vad som bäst är det slutliga måttet på företagets prestation, ofta kallat *the bottom line*, av de två måtten årets resultat eller *comprehensive income*. Biddle och Choi (2006) finner att den definitionen av *comprehensive income* som ges i SFAS No. 130 är den som mest av 16 olika definitioner innehåller information kopplad till totalavkastningen och menar att FASB gjort ett bra val. Vidare konstaterar de att inget resultatmått utmärker sig när det gäller utsagor om framtiden utan att olika mått är olika bra på förutse olika typer av framtida resultat. Slutligen konstaterar de att årets resultat är det bästa måttet att utvärdera ledande befattningshavare på, något som då går i linje med vad som brukar föras fram från dessa personer och forskare inom kontrakteringsteorier (exempelvis Holthausen och Watts, 2001).

Ett landsöverskridande bidrag till debatten ges av Isidro, O'Hanlon och Young (2003), som handplockat data från Frankrike, Tyskland, Storbritannien och USA för åren 1993-2001. De konstaterar att DSF är negativa över tid samt att det i övrigt fanns stora skillnader mellan länder beträffande vad som tillåts som DSF samt storleken på dessa poster. Slutligen görs en regression baserad på RIVM för att se om uteslutandet av DSF i redovisningen hade lett till systematiska felvärderingar, vilket de inte finner stöd för.

I syfte att nyansera de tidigare studierna genomför Choi m.fl. (2007) med data från åren 1994-2003 en rad nya tester utifrån ett annat ramverk där de utgår från DSF

förmåga att förklara framtida perioders resultat och om investerare tar in detta i prissättningen av aktier. Deras resultat visar att *comprehensive income* är bättre än årets resultat i att förutsäga framtida års resultat, oavsett hur detta placerats i de finansiella rapporterna, och att det alltså är av stor vikt för investerare. Detta menar de kan förklaras utifrån karaktären hos DSF som tenderar att visa orealiserade intäkter och kostnader som i framtiden sedan blir realiserade och upptagna i resultaträkningen. Därefter tar de sina resultat ytterligare ett steg och visar att det varit möjligt att utifrån informationen i DSF konstruera en investeringsstrategi som i genomsnitt har genererat en överavkastning om 5,4 procent efter kontroll för andra korrelerade variabler. Denna möjlighet har dock minskat betydligt efter införandet av SFAS No. 130, vilket de summerar som att marknaden inte i full utsträckning kan förhålla sig till informationen i DSF, men att införandet har varit ett bra steg på vägen för att tydliggöra och minska detta fenomen.

På EU-nivå har Roberts och Wang (2009) genomfört en studie över DSF i samtliga länder förutom Luxemburg och undersöker vilka skillnader mellan länderna som kan förklaras av institutionella faktorer. Särskilt fokus läggs på hur viktiga kapitalmarknaderna är för bolagens finansiering och om regleringen av redovisningen sker via lagar eller självreglering. Baserat på en samlad bedömning av detta delar de upp länderna i två grupper där den första är länder där kapitalmarknaden är en viktig del av bolagens finansiering och där självreglering varit vanligare och den andra gruppen är länder där lånefinansiering varit mer framträdande. I den första ingår Sverige, Finland, Danmark, Irland och Storbritannien och i den andra gruppen Tyskland, Frankrike samt de övriga länderna i EU. Trots att de skandinaviska länderna är av kontinental tradition och mer inriktade på statlig reglering har de i stor utsträckning anpassat denna efter IASB. Eftersom de dessutom har betydande kapitalmarknader menar författarna att de passar bättre in i den första gruppen. De finner sedan i sin studie att DSF är negativa i samtliga länder förutom Sverige. Vidare finner de generellt att både årets resultat samt *comprehensive income* är signifikant i att förklara totalavkastningen men att *comprehensive income* är dominerande i Sveriges grupp jämfört med den andra. De genomför också sina tester i tre olika tidsintervall och konstaterar att harmoniseringen av redovisningsstandarder inom EU har resulterat i att värder relevansen av DSF minskat över tiden, främst i Sveriges grupp, vilket alltså skulle betyda att normgivande organ lyckats med sitt mål att minska detta.

Den tidigare forskningen har alltså delad uppfattning om huruvida DSF är av värder relevans eller inte och vi hoppas att vår studie kan ge ett kompletterande bidrag till debatten.

2.3 HYPOTESFORMULERING

I detta avsnitt formulerar vi hypotestest för våra tre frågeställningar.

- (I) *Är dirty surplus accounting flows signifikant förekommande i svenska storbolag?*

Vi kartlägger förekomsten av DSF genom genomsnittsvärden. Sålunda är DSF signifikant förekommande i svenska storbolag om detta genomsnittsvärde är signifikant nollskild över vald tidshorisont. Vi formulerar följande hypoteser och beslutsregler för att besvara frågeställning (I), där [DSF post] i tur och ordning avser genomsnittsvärdet av aggregerade DSF och enskilda poster av DSF.

$$H_{0(I)}: [\text{DSF post}] = 0$$

$$H_{1(I)}: [\text{DSF post}] \neq 0$$

Beslutsregel: Förkasta $H_{0(I)}$ om [DSF post] är signifikant nollskild.

Notera att $H_{1(I)}$ är dubbelsidig eftersom poster av DSF kan vara antingen positivt eller negativt förekommande. Vidare är det möjligt att vissa poster av DSF är signifikant förekommande, medan andra poster inte är det. Under sådana omständigheter kommer vi att kunna förkasta $H_{0(I)}$ för vissa poster av DSF, men inte för andra. Flertalet tidigare studier, exempelvis O'Hanlon och Pope (1999) samt Wang m.fl. (2006), har kartlagt förekomsten av DSF enbart med genomsnittsvärden utan att fastställa på vilken signifikansnivå de är statistiskt nollskilda. Vi har däremot valt att tydligt redogöra för vilka genomsnittsvärden som är statistiskt signifikant nollskild.

- (II) *Är dirty surplus accounting flows av värder relevans i svenska storbolag?*

I ett andra steg analyserar vi värder relevansen av DSF i närvaro av årets resultat. En post av DSF är av värder relevans om den signalerar information till marknaden som påverkar marknaden värdering av bolaget. Sålunda är en post av DSF av värder relevans om den har en signifikant förklarande effekt på marknaden värdering av bolaget. I en ekonometrisk modell, där den beroende variabeln är relaterad till marknaden värdering av bolaget, är en post av DSF av värder relevans om dess β -koefficient är signifikant nollskild. Vi formulerar följande hypoteser och beslutsregler för att besvara frågeställning (II), där vi låter subskriptet j i tur och ordning representerar aggregerade DSF och därefter respektive enskild post av DSF.

$$H_{0(II)}: \beta_j = 0$$

$$H_{1(II)}: \beta_j \neq 0$$

Beslutsregel: Förkasta $H_{0(II)}$ om β_j är signifikant nollskild.

Notera att $H_{1(II)}$ är dubbelsidig eftersom den information som poster av DSF signalerar kan ha antingen positiv eller negativ påverkan på bolagets börskurs. Det är möjligt att vissa poster av DSF är av värder relevans, medan andra inte är det. Under sådana omständigheter kommer vi att kunna förkasta $H_{0(II)}$ för vissa poster av DSF men inte för andra.

(III) *Vilket av resultatmått årets resultat och comprehensive income bör anses vara the bottom line i svenska storbolag?*

Slutligen analyserar vi den relativa värder relevansen av *comprehensive income*. Detta för att fastställa vilket av de två resultatmått årets resultat och *comprehensive income* som bör anses vara bolagets *bottom line*. Det av dessa två resultatmått, som är av mer värder relevans anses vara den som är bättre lämpad för värderingssyften, *ceteris paribus*. Vi formulerar följande hypoteser och beslutsregel för att besvara frågeställning (III).

$H_{0(III)}$: Varken årets resultat eller *comprehensive income* är av mer värder relevans än den andra.

$H_{1(III)}$: Antingen årets resultat eller *comprehensive income* är av mer värder relevans än den andra.

Beslutsregel: Förkasta $H_{0(III)}$ om vi kan påvisa att antingen årets resultat eller *comprehensive income* är av signifikant dominerande värder relevans.

En utförligare operationalisering av dessa tre hypotesformuleringar kommer att ske i det påföljande avsnitt 3. Metod.

3. METOD

I detta avsnitt redogörs för studiens tillvägagångssätt. Först redogörs för bakomliggande ansats samt källor för datainsamlingen. Därefter presenteras operationalisering av variabler och applicerade ekonometriska modeller.

3.1 VETENSKAPLIG ANSATS

Det saknas i dagsläget befintlig och vedertagen teori för värder relevansen av DSF. Utifrån dessa förutsättningar utgår denna studie från empiriska resultat i ett försök att bidra till den aktuella debatten kring fenomenet och användbarheten av den reviderade IAS-1. Denna ansats anses ofta vara mer riskfylld än andra tillvägagångssätt till följd av avsaknaden av vedertagen teori att stödja sig mot. Mot denna bakgrund har vi valt att angripa våra frågeställningar med en kvantitativ metod.

Denna ansats, i motsats till en kvalitativ ansats, möjliggör för oss att genom en formaliserad analys hålla distans och neutralitet till våra frågeställningar och för en oberoende part att utifrån vår metod replikera våra resultat.

3.2 URVAL

Det empiriska underlaget i studien utgörs av paneldata, bestående utav storbolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret 2005-2009. En stor del av vår data har samlats in för hand och tidsramen för denna uppsats har medfört att vi inte kunnat tillgå ett lika omfattande dataunderlag som tidigare studier.

Vi har exkluderat bolag till följd av att fordrad data inte funnits att tillgå från Datastream (se avsnitt 3.3 Källa för observationer) och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Denna urvalsprocedur har resulterat i ett dataset av 42 bolag. Det finns två anledningar till att vi har valt att inte exkludera finansiella bolag. För det första utgör de en omfattande andel av vår urvalsgrupp, närmare bestämt är 11 av 42 bolag just finansiella bolag. Eftersom vår studie fokuserar på storbolag finns risken att exkludering av en fjärdedel av observationerna skulle snedvrida resultatet och begränsa möjligheterna till inferens. För det andra rättfärdigas inkludering av finansiella bolag av formuleringen av vårt syfte. Denna studie syftar till att undersöka värder relevansen av DSF, d.v.s. i praktiska implikationer huruvida en investerare borde lägga tonvikt vid analysering av just dessa poster. Följaktligen är denna undersökning relevant för alla typer av branscher. I händelse av att mönstret för hur DSF redovisas i finansiella bolag skulle avvika nämnvärt från övriga bolag, skulle detta mönster kontrolleras för genom *fixed effects* och sålunda skulle dessa avvikande mönster inte snedvrida resultatet. Ett test av robustheten i avvägningen inklusive/exklusive finansiella bolag och med/utan att kontrollera för *fixed effects* genomförs i avsnitt 5.5 Resultatets validitet.

Tidsfönstret för 39 av dessa bolag avser 2005-2009. Tre av bolagen finns till följd av bristfällig data endast representerade i ett kortare tidsfönster. Hakon Invest finns representerade för 2006-2009, och Husqvarna och Melker Schörling för 2007-2009. Vårt dataset utgörs följaktligen av 205 observationer. Se Bilaga A för datasetets sammansättning.

En förutsättning för att vi ska kunna dra slutsatser utifrån detta urval, är antagandet att ovan redovisade bortfall är slumpmässigt och sålunda inte snedvrider resultatet. Hädanefter antar vi detta, eftersom vi inte funnit något som tyder på motsatsen.

Slutligen då detta empiriska underlag utgörs av tvådimensionell panel data, föreligger en risk att bruset, ε_i , för ett år är korrelerat med bruset för ett annat år och att de förklarande variablerna samvarierar. Sådana företeelser riskerar att snedvrider resultatet (Newbold m.fl., 2006). Följaktligen har vi under avsnitt 5.5 Resultatets validitet utvärderat förekomsten av multikollinearitet och autokorrelation i vårt dataset. Vi har där funnit att det inte föreligger betydande multikollinearitet eller autokorrelation.

3.3 KÄLLA FÖR OBSERVATIONER

Sammanställningen av det empiriska underlaget har tillgåtts från Thomson Reuters databas Datastream och bolagens årsredovisningar. Samtliga marknadsbaserade och redovisningsbaserade data, förutom data avseende DSF, har funnits att tillgå från Datastream. O'Hanlon och Pope (1999) samt Isidro m.fl. (2003) som även de genomfört tester på enskilda poster menar att karaktären hos DSF gjort att de presenterats otydligt i årsredovisningar och att redovisningsdatabaser därför tenderar att missa dem eller felaktigt rubricera dem. För att kunna säkerställa högkvalitativ data har vi följaktligen samlat in data avseende DSF manuellt.

Tidsramen för denna uppsats har gjort att vi avgränsat vår tidshorisont till 5 år, vilket är en kortare tidshorisont relativt flertalet tidigare studier (exempelvis O'Hanlon och Pope, 1999). Vid ett eventuellt misslyckande i vår studie att presentera signifikanta resultat kan alltså den kortare tidshorisonten vara orsaken. Om resultaten dock är signifikanta trots vår kortare tidsperiod borde denna avvikelse följaktligen vara utan betydelse.

Se Bilaga B för utförlig beskrivning avseende vilken data som använts i studien.

3.4 OPERATIONALISERING AV VARIABLER

Operationalisering av beroende variabel

För att utvärdera värderelevansen av DSF vill vi fastställa vilken förklarande effekt den har på bolagets värdering. Följaktligen vill vi att den beroende variabeln ska ha en nära koppling till marknadens värdering av bolaget och sålunda bolagets aktiekurs. Två i tidigare forskning förekommande mått är totalavkastning och abnormal avkastning.

Totalavkastning, R_t , definieras som,

$$R_t = (P_t + \text{Div}_t) / P_{t-1}$$

där P_{t-1} är aktiekursen i början av året t , P_t är aktiekursen i slutet av året t , och Div_t är den utdelningen som ges på aktien under året t . I beräkningen av totalavkastningen

antar vi att samtliga utdelningar är återinvesterade i ytterligare aktieandelar av det specifika bolaget. Totalavkastningen är vidare justerad för emissioner och splittar.

Abnormal avkastning definieras som faktiskt avkastning minus den förväntade avkastningen enligt CAPM (Berk and Demarzo, 2007).

Fördelen med totalavkastning som avkastningsmått är att den har en mer direkt koppling till *RIVM*, eftersom den tar hänsyn till hela avkastningen. Abnormal avkastning tar å andra sidan snarare sikte på den del av avkastningen som var över det förväntade. Den tidigare forskning som har valt att använda sig utav abnormal avkastning har till största del tagit sikte på om DSF för ett visst år kan förklara abnormal avkastning för framtida år. Till följd utav att vi avgränsat vårt syfte till att istället fokusera på redovisningsflöden och marknadsflöden från en och samma tidsperiod och eftersom *RIVM* är central i vår intuition bakom värder relevansen, har vi sett övervägande fördelar med att använda totalavkastning som avkastningsmått.

Operationalisering av oberoende variabler

Nedan redogörs för kategoriseringen av enskilda poster av DSF, hanteringen av skatter och deflatering.

I samband med revideringen av IAS-1 etablerades en standard för hur de enskilda posterna av DSF skulle kategoriseras. Det är denna kategorisering denna studie utgår från. Eftersom de enskilda posterna av DSF tidigare kategoriserats på annat vis, följer vår kategorisering inte de som tillämpats av flertalet tidigare studier som genomfördes innan denna standard hade blivit publicerad. Som ett resultat av detta förekommer under de tidigare åren av vårt tidsfönster ett antal numera inte tillåtna enskilda poster av DSF. Dessa poster har i vår studie samlats under benämningen Övriga DSF och kommer inte att ägnas något utrymme i analysen utan endast figurera som kontrollvariabel.

Hur bolag väljer att redovisa och titulera sina enskilda poster av DSF varierade även detta under åren 2005-2008 innan det att reviderade IAS-1 trädde i kraft. Denna variation framträder framförallt i hanteringen av uppskjutna skatter hänförliga till DSF. Vissa bolag väljer att redovisa dessa skatter i en egen post, medan andra bolag väljer att ackumulera dem med den post av DSF som skatten är hänförlig till. Vi har valt att hantera denna problematik genom att i förekommande fall fördela ut den redovisade skatten proportionerligt på de enskilda posterna av DSF.

Slutligen är alla förklarande variabler standardiserade, även kallat deflaterade. Detta är nödvändigt eftersom de förklarande variabelerna är av absoluta storlekar snarare än relativa. Deflatering medför att varje variabel sätts i relation till en annan för samma

bolag. Detta ökar möjligheten till jämförelse mellan bolag och sålunda även möjligheterna till inferens utifrån resultatet. Det finns flera alternativ till hur variabler kan deflateras. Vanligt förekommande är att logaritmera variabeln eller att dividera den med antingen marknadsvärdet av eget kapital, bokfört värde av eget kapital eller balansomslutningen. Fördelen med att dividera den förklarande variabeln med en annan variabel, är att de förklarande variablerna deflateras utifrån storleken på bolaget snarare än utifrån storleken på respektive post vilket är fallet vid logaritmering.

Med bakgrund i vårt syfte att undersöka värdererelevansen av DSF har vi funnit det fördelaktigt att deflatera med en variabel som är kopplad till marknadens värdering utav bolaget. Följaktligen är samtliga förklarande variabler i denna studie deflaterade med respektive bolags marknadsvärde av eget kapital vid tidpunkten sex månader efter räkenskapsårets början. Anledningen till släpningen på sex månader är att säkerställa att redovisningsinformation avseende räkenskapsåret innan ska ha hunnit inkorporeras i bolagets aktiekurs. Det är vid jämförelse mellan olika studier viktigt att uppmärksamma vilken variabel som används vid deflatering. I syfte att påvisa eventuella avvikelser i resultatet associerade med valet av deflationsvariabel, har vi under avsnitt 5.5 Resultatets validitet utvärderat effekten av om istället bokfört värde av eget kapital skulle användas som deflationsvariabel.

Operationalisering av kontrollvariabler

Utöver de ovan nämnda förklarande variablerna, är det troligt att det även finns andra variabler som bidrar till att förklara ett företags totalavkastning. För att kunna generera ett rättvisande resultat och isolera värdererelevansen av DSF har vi valt att kontrollera för företagets lönsamhet, storlek och risk. Detta för att undvika snedvridning av resultatet till följd utav utlämnande av relevanta variabler (Woolridge, 2008). Vi har kontrollerat för lönsamhet genom att använda en kontrollvariabel, medan vi har kontrollerat för storlek och risk genom att applicera kontrollfunktioner i operationaliseringen. Vidare har vi även kontrollerat för variabler med många nullobservationer. Denna operationalisering är i linje med tidigare studier på området (exempelvis O'Hanlon och Pope, 1999; Wang m.fl., 2006).

Liksom redovisat för i avsnitt 2.1 Teoretisk referensram är det konventionellt att utvärdera värdererelevansen av DSF i närvaro av ett annat resultatmått, som i vårt fall är årets resultat, och sålunda kontrollera för bolagets lönsamhet. Detta är av särskild betydelse till följd utav att flöden mellan posterna årets resultat och DSF är vanligt förekommande och att själva avvägningen för huruvida något ska tas upp i årets resultat eller i DSF är en kärnfråga i denna studie. Ett företags lönsamhet inkorporeras

således i vår modell genom att vi i samtliga regressioner har med årets resultat som en kontrollvariabel.

Vi kontrollerar för ett företags storlek genom att deflatera samtliga förklarande variabler med marknadsvärdet av eget kapital. Vi har alltså inte lagt till en kontrollvariabel för storlek i den ekonometriska modellen, utan istället kontrollerat för storleksfaktorn genom valet av deflationsvariabel. De övervägande fördelarna med att deflatera med marknadsvärdet av eget kapital snarare än bokfört värde av eget kapital eller balansomslutningen.

Vidare har vi antagit att ett bolags risknivå är konstant över det valda tidsfönstret. Vi kontrollerar för denna företagsspecifika risk genom att kontrollera för *fixed effects* i våra regressioner. Det vill säga, om ett bolag har relativt de andra bolagen högre risknivå och de resulterar i exempelvis en högre totalavkastning kommer detta inte att snedvrida resultatet, eftersom vi kontrollerar för detta. Till följd av detta har vi inte behövt tillämpa en kontrollvariabel för att kontrollera för risk.

Slutligen består de två variablerna DSF hänförliga till pensioner och övriga DSF av ett stort antal nullobservationer, varav vi bedömer att de är av bristande tillförlitlighet. Förekomsten av dessa rapporteras i den deskriptiva statistiken men därutöver har vi valt att inte ägna dessa variabler något utrymme i analysen. Dessa variabler inkluderas istället som kontrollvariabler i regressionerna för att kontrollera för förekomsten av dessa. Detta medför även att summan av enskilda poster av DSF uppgår till motsvarande variabel aggregerade DSF för ett givet företag och år. Om vi istället valde att exkludera DSF hänförliga till pensioner och övriga DSF från våra regressioner, skulle summan av enskilda poster av DSF vara lägre än aggregerade DSF för ett givet företag och år.

Hantering av extremvärden

Konventionella metoder för att hantera problematiken med extremvärden är att exkludera översta och nedersta percentilen av respektive variabel, logaritmera variabler eller att *winsoriser*a. Fördelen med de två först nämnda metoderna är att de är betydligt enklare att tillämpa. Nackdelen med att exkludera extremvärden respektive att logaritmera dem är att du eliminerar hela respektive delar av effekten av de värden som riskerar att vara av störst betydelse för din analys. *Winsorisering* å andra sidan är en metod med övervägande fördelar. Metoden att *winsoriser*a går ut på att tillge extremvärden utanför en angiven percentil det värde som ligger närmast inför percentilen (Salkind, 2010). Fördelen med detta är att vi således dels inte behöver reducera vårt dataset ytterligare genom att exkludera variabler, men framför allt

behöver vi inte eliminera de observationer som potentiellt kan vara av störst betydelse. I enlighet med Wang m.fl. (2006) har vi valt att *winsoriser*a varje variabel vid 0,015 i vardera svans. Vi har kartlagt våra extremvärden för respektive variabel och därifrån bedömt en *winsorisering* vid 0,015 vara tillräcklig. Detta motsvarar i vårt fall 3 observationer i vardera svans, som genom denna metod nu alltså får samma värde som den fjärde största/minsta observationen i samma svans.

Variabeldefinition

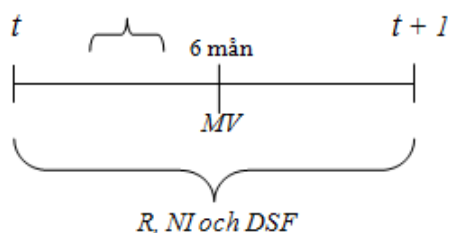
Vi definierar följande variabler:

R_{it} :	Totalavkastning, dvs. direktavkastning och kursförändring justerat för värdepåverkande ändringar i företagets kapitalstruktur
NI_{it} :	Årets resultat (<i>net income</i>)
DSF_{it} :	Aggregerade DSF
CUR_{it} :	DSF hänförliga till omräkningsdifferenser (<i>currencies</i>)
PEN_{it} :	DSF hänförliga till pensioner (<i>pensions</i>)
HED_{it} :	DSF hänförliga till kassaflödessäkringar (<i>hedges</i>)
SEC_{it} :	DSF hänförliga till värdepapper (<i>securities</i>)
SUN_{it} :	Övriga DSF (<i>sundry</i>)
Subskripten i och t anger att variabeln avser data för ett givet företag respektive ett givet år.	

I figuren nedan ses en tidslinje över när data för de olika variablerna är inhämtad. NI och DSF är de siffror som presenteras i årsredovisningen för året t . För att rensa för den information som redovisningsdata som presenterats för året $t-1$ signalerar, deflaterar vi variablerna med MV sex månader in på året t . Informationen avseende $t-1$ har då hunnit inkorporeras i marknadspriset vilket är samma metod som använts i både O'Hanlon och Pope (1999) samt Wang m.fl. (2006), varvid vi finner den lämpligast att använda vid våra tester.

3-5 mån (beroende på bolag):

DSF från föregående år presenteras och informationen inkorporeras i aktiekursen



3.5 EKONOMETRISK MODELL

Vi har analyserat värder relevansen av DSF i svenska bolag i enlighet med den metod som använts av O'Hanlon och Pope (1999) samt Wang m.fl. (2006). Anledningen till detta är att deras studie har explicit fokuserat även på enskilda poster av DSF, till skillnad från exempelvis Roberts och Wang (2009) som enbart analyserat aggregerade DSF.

Nedan redogörs för den testlogik och metod vi applicerat för att undersöka våra tre frågeställningar.

- (I) *Är dirty surplus accounting flows signifikant förekommande i svenska storbolag?*

Förekomsten av DSF kartläggs genom genomsnittsvärden, fördelning samt statistiskt test för att fastställa huruvida förekomsten är signifikant nollskild. Analysen behandlar både DSF i sin aggregerade form såväl som uppdelade på enskilda poster. I de formulerade hypoteserna antar [DSF post] alltså i tur och ordning genomsnittsvärdet för: DSF_{it} , CUR_{it} , HED_{it} , och SEC_{it} .

$$H_{0(I)}: [\text{DSF post}] = 0$$

$$H_{1(I)}: [\text{DSF post}] \neq 0$$

Beslutsregel: Förkasta $H_{0(I)}$ om [DSF post] är signifikant nollskild.

- (II) *Är dirty surplus accounting flows av värder relevans i svenska storbolag?*

I ett andra steg har vi analyserat värder relevansen av DSF utöver årets resultat genom att estimerar dess förklarande effekt på totalavkastning. Genom detta kan vi analysera vilka fluktuationer i totalavkastning som kan förklaras av förekomsten av DSF.

Den första modellen (M1) estimerar vilken förklarande effekt årets resultat har på totalavkastning. Denna modell utgör en sorts basmodell, som kommande regressionsmodellers utfall kan jämföras med.

$$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 NI_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (M1)$$

Den andra modellen (M2) utvärderar vilken värder relevans aggregerade DSF har efter att vi kontrollerat för fluktuationer i årets resultat,

$$R_{it} = \alpha_2 + \beta_2 NI_{it} + \beta_3 DSF_{it} + \varepsilon_{2it} \quad (M2)$$

Den tredje modellen (M3) utvärderar vilken värder relevans enskilda poster av DSF har efter att vi kontrollerat för fluktuationer i årets resultat,

$$R_{it} = \alpha_3 + \beta_4 NI_{it} + \beta_5 CUR_{it} + \beta_6 PEN_{it} + \beta_7 HED_{it} + \beta_8 SEC_{it} + \beta_9 SUN_{it} + \varepsilon_{3it} \quad (M3)$$

Aggregerade DSF i (M2) är värder relevanta i närvaro av årets resultat om β_3 är statistiskt signifikant nollskild. Enskilda poster av DSF är värder relevanta i närvaro av årets resultat om koefficienterna β_{4-9} är statistiskt signifikant nollskilda. I de tidigare formulerade hypoteserna och beslutsreglerna, låter vi följaktligen subskriptet j anta samtliga heltal 3, 5, 7 och 8. Notera att DSF hänförliga till pensioner har uteslutits ur analysen till följd utav det stora antalet nullobservationer.

$$H_{0(II)}: \beta_j = 0$$

$$H_{1(II)}: \beta_j \neq 0$$

Beslutsregel: Förkasta $H_{0(II)}$ om β_j är signifikant nollskild.

Hypotestestet ovan testar följaktligen för en i taget av de ovan angivna posterna av DSF huruvida den enligt p-värdet är signifikant i att förklara totalavkastningen. Som komplement till detta genomför vi i denna studie även ett F-test för att fastställa de enskilda posterna av DSF:s gemensamma signifikans (eng. *joint significance*) i att förklara totalavkastning. F-testet utvärderar sålunda huruvida gruppen enskilda poster av DSF borde inkluderas i modellen (Woolridge, 2008). F-testet isolerat kan inte besvara vilken av de ingående variablerna som enskilt har partialeffekt på den beroende variabeln. F-testet tar alltså inte hänsyn till huruvida variablerna har en gemensamt förklarande effekt eller om det bara är en variabel som har en enskilt förklarande effekt. För att utvärdera vilken förklarande effekt en enskild variabel har ger p-värdet och hypotesformuleringen $H_{0(II)}/H_{1(II)}$ bättre underlag. F-testet kan däremot bidra med viktig intuition under förekomsten av multikollinearitet eller under omständigheter där enskilda variabler inte är signifikanta i sin förklarande effekt men att en grupp av enskilda variabler (notera att detta inte är det samma som summan av variablerna) kan ha en förklarande effekt (Newbold, 2008).

(III) *Vilket av resultatmått årets resultat och comprehensive income bör anses vara the bottom line i svenska storbolag?*

Slutligen har vi analyserat den relativa värder relevansen av *comprehensive income*. Vi introducerar här en fjärde modell (M4) som estimerar vilken förklarande effekt *comprehensive income* har på totalavkastning,

$$R_{it} = \alpha_4 + \beta_{10} CI_{it} + \varepsilon_{4it} \quad (M4)$$

där CI_{it} är definierad som summan av årets resultat och DSF för företag i år t i enlighet med IAS-1.

Vi har sedan jämfört de två resultatmåttens (årets resultat och *comprehensive income*) förmåga att förklara totalavkastning. Det av dessa två resultatmått, som bättre kan förklara fluktuationerna i totalavkastning, är av mer värder relevans och anses vara den som är bättre lämpad för värderingssyften, *ceteris paribus*. Om ett av resultatmåttens är signifikant dominant i avseende av sin värder relevans, bör detta alltså utgöra bolagets *bottom line*. För att fastställa vilken av de två konkurrerande modellerna (M1) och (M4) som dominerar i sin förmåga att förklara totalavkastning, har vi jämfört modellerna med Davidson och MacKinnons J-test och Cox Pesaran-test för icke-nästlade modeller. Att applicera dessa test är i enlighet med tidigare forskning, exempelvis Wang m.fl. (2006). Dessa två test utvärderar samma frågeställning, men tillämpar olika metoder. Sålunda om de två testen ger samma utfall ökar robustheten i resultatet.

J-testet utgår från att två modeller med olika men samma antal förklarande variabler, i vårt fall (M1) och (M4), rimligtvis kan förklara den beroende variabeln, i vårt fall totalavkastning, och består utav fyra ingående steg. I Steg 1, estimerar vi (M1) och de predikterade värdena för totalavkastningen, $R_{it(M1)}$. Steg 2 är analogt med Steg 1, men med avseende på (M4) och de predikterade värdena för totalavkastningen, $R_{it(M4)}$. I Steg 3 inkluderas de predikterade värdena från (M4) som en förklarande variabel i specifikationen för (M1). I Steg 4 inkluderas de predikterade värdena från (M1) som en förklarande variabel i specifikationen för (M4). Intuitionen för J-testet och Cox Pesaran-testet är huruvida de predikterade värdena från den ena modellen tillför signifikant förklaring till den andra modellen. Om de predikterade värdena av (M1) är statistiskt signifikanta när de läggs till som en förklarande variabel till (M4) är (M1) bättre än (M4) i att förklara totalavkastning och vice versa (Bremmer, 2003).

Cox Pesaran-testet är liknande J-testet i sin struktur och har samma fyra möjliga utfall, men är istället baserad på en sannolikhetsskvot som konstrueras från *fitted values* och *sum of squared residuals*. För utförligare beskrivning av Cox Pesaran-testet, se Pesaran och Ulloa (2007).

De tidigare formulerade hypoteserna $H_{0(III)}$ / $H_{1(III)}$ kan följaktligen ekonometriskt specificeras:

$H_{0(III)}$: Varken (M1) eller (M4) är bättre än den andra i att förklara totalavkastning.

$H_{1(III)}$: Antingen (M1) eller (M4) är bättre än den andra i att förklara totalavkastning.

Beslutsregel: Förkasta $H_{0(III)}$ om de predikterade värdena av antingen (M1) eller (M4), enhälligt enligt Davidson och MacKinnons J-test och Cox Pesaran-test, är statistiskt signifikanta när de läggs till som en förklarande variabel i den andra modellen.

Slutligen, har vi i samtliga regressioner kontrollerat för heteroskedasticitet och företags- och tidsspecifika effekter, så kallade *fixed effects*. I avsnitt 5.5 Resultatets validitet, utvärderar vi robustheten av detta, genom att utvärdera effekten på vårt resultat om vi istället hade valt att inte kontrollera för heteroskedasticitet eller företags- och tidsspecifika effekter. Nedan redogörs för de bakomliggande anledningarna till att vi ändå valt att kontrollera för dessa i vår grundspecifikation.

OLS-estimering bygger på antagandet att variansen i brusvariabeln, ε_{it} , är konstant, d.v.s. homoskedasticitet. I dataset där brusvariablerna har olika varianser, är datasetet heteroskedastiskt och under dessa förutsättningar är OLS-metoden inte den optimala. För att säkerställa att våra OLS-estimat är rättvisande, kontrollerar vi följaktligen för heteroskedasticitet i samtliga av våra regressioner genom att räkna med *Huber-White standard errors* (Newbold m.fl., 2006).

Fördelen med att kontrollera för stabila företags- och tidsspecifika effekter är således att vi eliminerar potentiella risker för snedvridningar av våra estimat. I fallet med företagsspecifika effekter är det troligt att vissa bolag i urvalet till följd av sin affärsmodell genererar högre värden av vissa av de i studien använda variablerna än andra bolag. Exempelvis skulle DSF hänförliga till omräkningsdifferenser rimligtvis vara mer förekommande i bolag som har relativt de andra bolagen fler dotterbolag i utlandet. I fallet med tidsspecifika effekter, är det troligt att det för ett visst år går sämre för en stor del av bolagen i vårt urval. Detta kan exempelvis vara till följd av konjunktursvängningar eller en starkt krona för stark exportberoende länder (Allison, 2005). Genom att kontrollera för företags- och tidsspecifika effekter, kan vi följaktligen eliminera risken att företagsstabila eller tidsstabila effekter snedvrider våra estimat.

4. EMPIRI

I detta avsnitt presenteras våra resultat och utfallet av formulerade hypotestest.

4.1 FÖREKOMSTEN AV DIRTY SURPLUS ACCOUNTING FLOWS (I)

I *Tabell 1* på nedan presenteras deskriptiv statistik över aggregerade DSF samt de enskilda posterna.

TABELL 1

Deskriptiv statistik för variabler som används för att estimerar värderelevansen av DSF i närvaro av årets resultat.

Variabel	n	Genomsnitt	St Dev	P> t	Percentil		
					25:e	50:e	75:e
R	205	0,2281	0,5075	0,0000 ***	-0,1405	0,2010	0,4803
NI	205	0,0824	0,1257	0,0000 ***	0,0511	0,0713	0,1057
DSF	205	0,0044	0,0325	0,0550 *	-0,0069	0,0004	0,0127
CI	205	0,0868	0,1357	0,0000 ***	0,0495	0,0757	0,1139
CUR	205	0,0027	0,0368	0,2890	-0,0086	0,0000	0,0100
PEN	205	-0,0006	0,0043	0,0520 *	0,0000	0,0000	0,0000
HED	205	-0,0012	0,0198	0,3830	-0,0016	0,0000	0,0014
SEC	205	0,0018	0,0143	0,0750 *	0,0000	0,0000	0,0000
SUN	205	0,0000	0,0000	.	0,0000	0,0000	0,0000

Noter: Urvalet består av storbolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans. ***Signifikansnivå 1 %, **Signifikansnivå 5 %, Signifikansnivå 10 %.

Variabel definition: R: Totalavkastning, NI: årets resultat, CI: *comprehensive income*, DSF: aggregerade DSF, CUR: DSF hänförliga till omräkningsdifferenser, PEN: DSF hänförliga till avsättningar till pensioner, HED: DSF hänförliga till kassaflödessäkringar, SEC: DSF hänförliga till värdepapper, SUN: Övriga DSF. Subskripten *i* och *t* anger att variabeln avser data för ett givet företag respektive ett givet år.

Som vi ser i tabellen får vi ett genomsnittligt värde på aggregerad DSF (deflaterat med marknadsvärde) som är 0,0044. P-värdet i *Tabell 1* motsvarar den signifikansnivå för vilken förekomsten är nollskild. Vi ser att p-värdet för aggregerade DSF är 0,055 vilket betyder att vi på 5,5 procents signifikansnivå kan förkasta $H_{0(I)}$ för aggregerade DSF och konstatera att förekomsten av aggregerade DSF är positiva i svenska storbolag.

Värt att kommentera är att genomsnittet för totalavkastning på 0,23 inte är jämförbart med den årliga genomsnittsavkastningen på börsen som varit betydligt lägre i tidsintervallet. Genomsnittsavkastningen för börsen beräknas som ett geometriskt medelvärde över perioden, medan istället vårt genomsnitt är ett aritmetiskt medelvärde av de enskilda årens avkastning. Detta blir resultatet av att vi som nämnts

i avsnitt 3.3 Operationalisering av variabler genomfört regressionerna på enskilda år och därmed använt den faktiska avkastningen för varje år.

För att skapa en djupare förståelse för hur våra variabler förhåller sig till varandra ges i *Tabell 2* nedan en överblick över korrelationen dem emellan. Två viktiga iakttagelser är för det första att årets resultat och DSF inte är signifikant korrelerade och för det andra att korrelationen mellan totalavkastning och DSF är negativ och signifikant på 1 procents signifikansnivå.

Vidare när vi ser till de enskilda posterna i *Tabell 1* kan vi konstatera att vi kan förkasta $H_{0(I)}$ för DSF hänförliga till värdepapper är nollskild på 7,5 procents signifikansnivå. Genomsnittsvärdet uppgår till 0,0018. Att genomsnittsvärdet är litet är ett resultat av deflateringen och anger således den absoluta förekomsten av DSF i förhållande till marknadsvärdet av eget kapital.

TABELL 2

Korrelationsmatris för variabler som används för att estimerar värderelans av aggregerade DSF i närvaro av årets resultat.

	R	NI	DSF
R	1		
NI	0,2019 (-0,0037)***	1	
DSF	-0,2258 (-0,0011)***	0,0997 (-0,1548)	1
CI	0,1228 (-0,0794)*	0,9544 (0,0000)***	0,3763 (0,0000)***

Noter: Urvalet består av storbolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans. P-värdet för varje korrelationskoefficient är rapporterad i parentes under respektive koefficient.

***Signifikansnivå 1 %, **Signifikansnivå 5 %, Signifikansnivå 10 %.

Variabel definition: R: Totalavkastning, NI: årets resultat, CI: *comprehensive income*, DSF: aggregerade DSF. Subskripten *i* och *t* anger att variabeln avser data för ett givet företag respektive ett givet år.

4.2 VÄRDERELEVANSEN AV DIRTY SURPLUS ACCOUNTING FLOWS (II)

I *Tabell 3* nedan presenteras resultatet av de regressioner som skattats för att svara på vår andra frågeställning.

Som framgår i tabellen har årets resultat i (M1-3) en positiv påverkan på totalavkastningen som är signifikant på 1 procents signifikansnivå. Vidare i (M2) kan vi se att betakoefficienten för aggregerad DSF har en negativ påverkan på totalavkastningen och att vi på 1 procents signifikansnivå kan förkasta $H_{0(II)}$ och

konstatera att aggregerade DSF för svenska storbolag är av värderelevans i närvaro av årets resultat.

TABELL 3

Resultat av estimeringsmodeller som testar värderelevansen av DSF i närvaro av årets resultat.

	intercept	NI	DSF	CI	CUR	HED	SEC	R-Sq	F-stat
Modell 1	0,1553 (0,0010)***	0,8828 (0,0030)***						0,0408	
Modell 2	0,1652 (0,0000)***	0,9935 (0,0010)***	-4,3424 (0,0020)***					0,1018	
Modell 3	0,1482 (0,0000)***	1,0195 (0,0000)***			-4,3975 (0,0000)***	4,8915 (0,0320)**	1,0594 -0,7760	0,1791	(6,47)***
Modell 4	0,1896 (0,0000)***			0,4427 (0,1750)				0,0151	

Noter: Urvalet består av storbolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans. P-värdet för varje koefficient är rapporterad i parantes under respektive koefficient.

*** Signifikansnivå 1 %, ** Signifikansnivå 5 %, Signifikansnivå 10 %.

Variabel definition: R: Totalavkastning, NI: årets resultat, CI: *comprehensive income*, DSF: aggregerade DSF, CUR: DSF hänförliga till omräkningsdifferenser, HED: DSF hänförliga till kassaflödessäkringar, SEC: DSF hänförliga till värdepapper. Subskripten *i* och *t* anger att variabeln avser data för ett givet företag respektive ett givet år.

R^2 uppgår till 0,1018 som vid en första anblick kan förefalla vara lågt. Anledningen till att R^2 inte är större är att det finns fler variabler, uteslutna i vår ekonometriska modell, som kan bidra till att förklara ett bolags totalavkastning. Att vissa förklarande variabler har uteslutits stöds även av det faktum att interceptet i de skattade modellerna är signifikant nollskild och av betydande storlek. Detta begränsar inte vårt analysutrymme, eftersom syftet i denna studie inte är att identifiera alla variabler som har förklarande effekt på totalavkastningen utan snarare fastställa värderelevansen av de enskilda poster vi väljer att inkludera i vår ekonometriska modell. Denna avvägning är i enlighet med flertalet tidigare studier, exempelvis O'Hanlon och Pope (1999) samt Wang m.fl. (2006). Följaktligen är det missvisande att se allt för mycket till storleken på R^2 då p-värdet är mer relevant med ett syfte och en operationalisering likt vår. Dessutom kan nämnas att skillnaden i storlek på koefficienterna mellan aggregerade DSF och årets resultat inte säger något om vilken som förklarar mer av totalavkastningen eftersom årets resultat som ses i *Tabell 1* är av betydligt större värde och därför i sin helhet kan förklara mer trots sin mindre koefficient.

Utifrån regressionen som gjorts på enskilda poster (M3) kan vi genom våra hypotestester för aggregerade DSF konstatera att två poster signifikant är värderelevanta i närvaro av årets resultat; omräkningsdifferenser (*CUR*) och kassaflödessäkringar (*HED*).

I (M3) har R^2 som förväntat till följd av det ökade antalet förklarande variabler ökat till 0,18 vilket även detta är i linje med tidigare studier. Därtill genererar F-testet en F-statistik på 6,47. Tolkningen av detta är att enskilda poster av DSF som grupp är av värder relevans. Detta resultat stödjer det tidigare resultatet, där vi lyckades förkasta $H_{0(II)}$ i avseende på DSF hänförliga till omräkningsdifferenser och kassaflödessäkringar.

Tabell 4 visar hur de enskilda posterna av DSF samvarierar och vi kan konstatera att korrelationskoefficienten mellan omräkningsdifferenser och kassaflödessäkringar är -0.59 och den enda signifikanta.

TABELL 4

Korrelationsmatris för enskilda poster av DSF.

	CUR	HED	SEC
CUR	1		
HED	-0,5868 (0,0000)***	1	
SEC	-0.0812 (-0,2473)	0,0364 (0,6046)	1

Noter: Urvalet består av Large Cap-bolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans. P-värdet för varje korrelationskoefficient är rapporterad i parantes under respektive koefficient. ***Signifikansnivå 1 %, **Signifikansnivå 5 %, Signifikansnivå 10 %. PEN och SUN är exkluderade från korrelationsmatrisen till följd av sitt omfattande antal noll-observationer.

Variabel definition: CUR: DSF hänförliga till omräkningsdifferenser, HED: DSF hänförliga till kassaflödessäkringar, SEC: DSF hänförliga till värdepapper. Subskripten i och t anger att variabeln avser data förett givet företag respektive ett givet år.

4.3 VILKET RESULTATMÅTT SOM BÖR UTGÖRA THE BOTTOM LINE (III)

Vår slutliga ansats är att testa vilket av de två resultatmått, årets resultat och *comprehensive income*, som i sin respektive helhet är av mer värder relevans och således bör anses utgöra *the bottom line*. I Tabell 5 presenteras resultatet av de J-test och Cox Pesaran-test vi gjort för att avgöra detta.

TABELL 5

Resultat av J-test och Cox Pesaran-test för icke-nästlade modeller, som testar den relativa värder relevansen av *comprehensive income* jämfört med årets resultat.

				J-test	Cox Pesaran-test
				$P > t $	$P > t $
Steg 1:	H0 : M1 är bättre	och	H1 : M4 är bättre	0,0006 ***	0,0028 ***
Steg 2:	H0 : M4 är bättre	och	H1 : M1 är bättre	0,0000 ***	0,0000 ***

Noter: Urvalet består av Large Cap-bolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans. ***Signifikansnivå 1 %.

Testen jämför de två modellerna, (M1) och (M4), förmåga att förklara effektivavkastning. Först, i Steg 1, antas M1 vara den korrekta modellen, och testen fastställer på vilken signifikansnivå H_0 kan förkastas till förmån för H_1 som antar att M4 är den korrekta modellen. Därefter, i Steg 2, görs det första steget om, men med skillnaden att H_0 formuleras till att M4 är den korrekta modellen. För utförligare beskrivning av testen, se avsnitt 3.5 Ekonometrisk modell.

Som ses i både J-testet och Cox Pesaran-testet kan $H_{0, Steg 1}$ och $H_{0, Steg 2}$ förkastas på 1 procent signifikansnivå i de båda stegen. Detta betyder alltså i första steget att det går att visa att (M4) kan kompensera för (M1) i förklarande effekt av totalavkastning, men att det i det andra fallet även går att visa på motsatsen. Utifrån dessa resultat kan vi inte säga vilket resultatmått som är det bättre och vi misslyckas således med att förkasta $H_{0(III)}$.

5. ANALYS

I detta avsnitt analyserar vi våra resultat och besvarar våra frågeställningar.

5.1 FÖREKOMSTEN AV DIRTY SURPLUS ACCOUNTING FLOWS (I)

Vår dokumentation av positivt förekommande DSF i *Tabell 1* (0,0044) går i linje med de resultat som Roberts och Wang (2009) presenterar i sin studie. De fann att Sverige som enda land i EU hade positiva aggregerade DSF på sitt dataset från 1993-2002, och motsvarande förekomst efter deflatering var för dem 0,017. I sin studie beskriver de även en trend i att DSF minskat över tid, något som vår studie bekräftar då förekomsten i Sverige alltså är lägre i vår studie. Våra andra jämförelsestudier dokumenterar i motsats till oss ett negativt genomsnitt för sina aggregerade DSF som var -0,046 i Storbritannien (O'Hanlon och Pope, 1999) samt -0,307 i Nederländerna (Wang m.fl. 2007).

Det faktum att DSF är positivt i genomsnitt betyder att detta över tid i sin tur har reducerat årets resultat. Detta beror på att positiva poster istället för att tas upp i resultaträkningen har tagits upp som *other comprehensive income* vilket gjort att

värdeökningen förts direkt över eget kapital istället för över årets resultat. Över tiden har alltså inte DSF varit noll, vilket bryter mot det grundantagandet som görs i RIVM. Detta kan alltså betyda att värderingar gjorda med den modellen lett till felaktiga resultat om man inte tagit hänsyn till detta.

När vi ser till data över de enskilda posterna kan vi konstatera att den positiva förekomsten som dokumenterades av Roberts och Wang (2009) mer eller mindre uteslutande är driven av orealiserade vinster på värdepapper. Genomsnittsvärdet är signifikant nollskild på 7,5 procent signifikansnivå, vilket i sammanhanget tyder på en uppenbar förekomst. Att orealiserade värdeförändringar på värdepapper över tid är positiva, menar vi antingen kan ses som en logisk följd av att börsen i samma tidsperiod gått upp med 30 procent eller att företag hellre realiserar förluster (Nasdaq OMX, 2011).

Beträffande pensionerna är det den variabel med i särklass flest nollobservationer. En trolig förklaring till detta är att det mellan bolag finns stor variation i hur man har valt att hantera sina pensioner. Det finns alltså en stor uppsättning företag som valt pensionslösningar som inte påverkar DSF, såsom en avgiftsbestämd pensionsplan där avsättningarna löpande kostnadsförts och därefter hanterats av en tredje part. Till följd av det stora antalet nollobservationer finner vi inte denna variabel tillräckligt tillförlitlig för djupare analys. Följaktligen adresserar vi denna post endast i den deskriptiva statistiken i *Tabell 1*, men inte därefter.

Som väntat är i *Tabell 2* årets resultat och *comprehensive income* starkt korrelerade (0,95 på 1 procents signifikansnivå). *Comprehensive income* utgörs i stor utsträckning av årets resultat och om årets resultat ökar borde *comprehensive income* göra det likaså. Värt att notera är sedan att DSF är negativt korrelerad med totalavkastningen (korrelationskoefficienten är -0,22 på 1 procents signifikansnivå). Denna korrelation är inte lika hög, men ger ändå en ledtråd inför fortsatta tester att när positiva (negativa) poster tas upp som DSF tenderar totalavkastningen att vara lägre (högre).

Övriga korrelationer är inte signifikanta och kommenteras därför inte.

Sammanfattningsvis kan vi som svar på frågeställning (I) konstatera att aggregerade DSF i genomsnitt är positivt förekommande och beror till största delen på orealiserade vinster på värdepapper. Vi ser även att aggregerade DSF samvarierar med totalavkastningen men huruvida de är av värder relevans kommer att utvärderas i nästa avsnitt.

5.2 VÄRDERELEVANSEN AV DIRTY SURPLUS ACCOUNTING FLOWS (II)

Det första resultatet från *Tabell 3* är att årets resultat är av värder relevans i samtliga modeller (M1-3). Detta är föga överraskande eftersom årets resultat är den kanske mest använda indikatorn på hur ett företag presterar. Vidare står vårt konstaterande av värder relevans hos aggregerade DSF i kontrast mot O'Hanlon och Pope (1999) och Wang m.fl. (2006) som inte lyckades förkasta sina nollhypoteser, men är i linje med det som visats av exempelvis Roberts och Wang (2009). Ytterligare en intressant aspekt är den höga signifikansnivån trots ett relativt kort tidsintervall. Exempelvis Cheng (1998) som fann signifikant värder relevans på amerikanska DSF gjorde detta först på tidsintervall på 10 år och längre, vilket alltså stärker värder relevansen av DSF i närtid för svenska storbolag.

Resultatet ligger även i linje med korrelationen mellan totalavkastning och DSF i *Tabell 2*. Det förefaller alltså vara att positiv (negativ) förekomst av DSF tenderar att minska (öka) totalavkastningen. Detta ser vi som ett tecken på att analytiker är sämre på att tillgodogöra sig värdet i posterna när de redovisas som DSF istället för i resultaträkningen, som även framkommit i tidigare studier (Choi m.fl., 2007). Choi menar också att DSF kan hänga samman med framtida resultat genom att orealiserade förändringar kan komma att realiseras i framtiden. Vi instämmer i detta, men väljer att analysera hur påverkan av detta slag kan se sig först utifrån individuella poster.

På individuell nivå var kassaflödessäkringar och omräkningsdifferenser av värder relevans. I fallet med kassaflödessäkringarna är koefficienten positiv på 3,2 procent signifikansnivå. Detta innebär alltså att ett företag som under ett år har orealiserade vinster på sina kassaflödessäkringar också har en högre totalavkastning. En tolkning av detta är att närvaron av orealiserade vinster också skulle betyda att det även realiserats vinster under året. De realiserade vinsterna tas i sin tur upp via resultaträkningen och höjer årets resultat vilket tillsammans avspeglar sig i en ökad totalavkastning det året.

Vi menar vidare att det här fenomenet till viss del kan hänga ihop med den negativa koefficienten på omräkningsdifferenserna, som är signifikant på 1 procents signifikansnivå. Anta att ett bolag har en stor del av sin verksamhet belägen i utlandet och är sålunda beroende av utlandet för sin försäljning. Vi antar att bolaget använder sig av kassaflödessäkring för att säkra framtida försäljningspriser i utländsk valuta. Anta vidare att den utländska valutan försvagas mot kronan. Följaktligen får bolaget in mindre intäkter av sin försäljning när denna omräknats till kronor och har för att kompensera för den risken tagit kassaflödessäkringspositioner som då simultant ökat i värde. Att den utländska valutan försvagats leder alltså till att de utländska

dotterbolagen tappar i värde mätt i kronor, något som avspeglar sig i negativa omräkningsdifferenser. Utifrån detta resonemang borde alltså sambandet vara att vinster på kassaflödessäkringar inträffar samtidigt som förluster på omräkningsdifferenser. Detta resonemang stöds av resultatet i *Tabell 4* där denna korrelationskoefficient är på -0.59 och signifikant på 1 procent signifikansnivå.

Vidare är det av vikt att analysera resultaten i *Tabell 3* i relation till den deskriptiva statistiken i *Tabell 1*. Omräkningsdifferensens koefficient är negativ i *Tabell 3* men förekomsten av dem är i genomsnitt positiv i *Tabell 1*. Detta innebär alltså att omräkningsdifferenserna i genomsnitt är positiva och att detta fått till följd att de över tid bidragit till att reducera totalavkastningen. Koefficienten för kassaflödessäkringarna är i sin tur positiv, men dess förekomst är i genomsnitt negativ och har alltså sammantaget även de över tid bidragit till att reducera totalavkastningen. Detta bekräftas på aggregerad nivå där koefficienten för aggregerade DSF är negativ men att förekomsten varit positiv i genomsnitt. Såväl på enskild och aggregerad nivå stödjer våra resultat farhågan om att marknaden ineffektivt värderar poster som placerats i DSF istället för i resultaträkningen (Choi m.fl., 2007). I resonemanget ovan bör uppmärksammas att förekomsten av kassaflödessäkringar och omräkningsdifferenser inte är signifikant nollskild. Tidigare studier, exempelvis O'Hanlon och Pope (1999) samt Wang m.fl. (2006), har dock inte fäst vikt vid sina till *Tabell 1* motsvarande signifikansnivåer. Anledningen till detta är att de resonerar att enskilda poster av DSF kan vara av värderelevans för ett givet år och bolag, även om posten för alla bolag över tid inte är signifikant nollskild. Vidare tar beräkning av genomsnittsvärden enligt konvention inte hänsyn till att data är en panel där varje bolag finns representerat med ett flertal observationer.

Sammanfattningsvis kan vi som svar på frågeställning (II) fastställa att DSF är av värderelevans i närvaro av årets resultat på aggregerad nivå såväl som på individuell nivå för poster hänförliga till kassaflödessäkringar och omräkningsdifferenser. Vi menar därför att den reviderade IAS-1 bättre tydliggör dessa poster och ger bättre information till användare av finansiella rapporter än den tidigare standarden.

5.3 VILKET RESULTATMÅTT SOM BÖR UTGÖRA THE BOTTOM LINE (III)

Resultatet från våra sista tester som presenterades i *Tabell 5* tillät som sagt inte att vi förkastar $H_{0(III)}$. Detta tyder på en stark koppling mellan måtten vilket stöds av den fastställt höga korrelationen dem emellan. Det innebär att vi inte, utifrån vårt J-test och Cox Pesaran-test, kan presentera några belegg för att varken årets resultat eller *comprehensive income* skulle vara av signifikant större värderelevans relativt det andra resultatmåttet.

Även om detta är ett resultat i sig, menar vi att den höga korrelationen troligen är starkt bidragande till misslyckandet att förkasta $H_{0(III)}$. Under dessa omständigheter kan istället ett resonemang baserat på resultaten i *Tabell 3* ge svaret på frågeställning (III), även om detta inte når samma styrka som ett statistiskt säkerställande test.

Den bakomliggande tanken att *comprehensive income* skulle vara ett bättre mått än årets resultat bygger enligt oss på att betakoefficienten för årets resultat skulle motsvara den för DSF_{it} . Intuitionen bakom detta är att en krona i posten årets resultat skulle ha samma förklarande effekt på totalavkastning som en krona i DSF, d.v.s. att dessa två poster skulle vara ekvivalenta i att förklara totalavkastning. *Comprehensive income* skulle då vara en bättre *bottom line*, eftersom den innehåller fler av de poster som har ekvivalent påverkan på totalavkastning.

Detta kan uttryckas ekonometriskt enligt nedan.

$$R_{it} = \alpha_2 + \beta_2 NI_{it} + \beta_3 DSF_{it} + \varepsilon_{2it} \quad (M2)$$

Om då $\beta_2 = \beta_3$ tillåts följande förenkling:

$$R_{it} = \alpha_2 + \beta_2 (NI_{it} + DSF_{it}) + \varepsilon_{2it}$$

Och vidare då $CI_{it} = NI_{it} + DSF_{it}$ ges:

$$R_{it} = \alpha_2 + \beta_2 (CI_{it}) + \varepsilon_{2it}$$

Vilket då skulle motsvaras av vår modell:

$$R_{it} = \alpha_4 + \beta_{10} CI_{it} + \varepsilon_{4it} \quad (M4)$$

Givet att detta stämmer skulle *comprehensive income* vara en bättre *bottom line*, eftersom det även inkluderat påverkan från DSF. Då data i *Tabell 3* visar att β_2 är signifikant positiv (0,9935) och β_3 är signifikant negativ (-4,3424) menar vi att en utbrytning som ovan inte går att göra, eftersom påverkan från årets resultat och DSF har motsatt effekt och därmed skulle försämra den nya koefficientens förklaringsvärde. Detta resonemang stöds av resultatet i *Tabell 3*, där koefficienten β_{10} från vår regression på M4 inte är signifikant. Detta betyder att det inte finns signifikant förklaringskraft kvar när vi har summerat NI_{it} och DSF_{it} , eftersom deras påverkan på effektivavkastningen tagit ut varandra till viss del. Då enskilda poster av DSF också har olika tecken och storlek på koefficienterna, exempelvis omräkningsdifferenser ($\beta_5 = -4,3975$) och kassaflödessäkringar ($\beta_7 = 4,8915$), betyder det att även dessa ger bättre information åtskilda snarare än i aggregerad form.

Sammanfattningsvis kan vi som svar på frågeställning (III) inte med hjälp av J-testet fastställa huruvida *comprehensive income* eller årets resultat är av dominerande värder relevans. Istället kan vi utifrån resonemangen ovan fastställa att årets resultat och DSF har olika förklarande effekt på totalavkastningen, både i avseende på storlek och på tecken. Således skulle värder relevant information elimineras vid en sammanslagning av dessa poster, som vid rapportering av *comprehensive income*. Detsamma gäller för enskilda poster av DSF, som även de har olika påverkan på totalavkastningen. Utifrån detta resonemang bör alltså årets resultat utgöra *the bottom line* och enskilda poster av DSF presenteras tydligt som ett tillägg utöver detta.

5.4 MÖJLIGHET TILL INFERENS

Möjligheterna för inferens begränsas av urvalet, tidsfönstret och ett potentiellt *endogeneity problem* till följd utav reviderade IAS-1.

Som beskrivits i avsnitt 3.2 Urval har vi inom omfattningen av vår uppsats inte kunnat tillgå ett lika omfattande dataunderlag som tidigare studier, vilket har resulterat i avgränsningar i antalet bolag och i tidshorisont. Denna studie har definierat svenska storbolag som sin population, se avsnitt 1.4 Avgränsning. Till följd utav bortfall bestod vårt slutliga urval av 42 av de 57 bolagen i populationen. Vi har liksom tidigare angivet antagit att detta bortfall är slumpmässigt och sålunda inte snedvrider resultatet. Den relativt tidigare forskning korta tidshorisonten på 5 år begränsar våra möjligheter till inferens över ett längre perspektiv, men inferens är fortfarande möjlig inom ramen för den valda tidshorisonten 2005-2009. En ytterligare begränsning av möjligheterna till inferens utgörs av faktumet att bolag innan reviderade IAS-1 hade större utrymme att själva välja hur de ville presentera DSF. Om detta utrymme resulterade i att bolag som hade DSF av värder relevans medvetet valde att redovisa dessa annorlunda än bolag som inte hade DSF av värder relevans, skulle detta kunna leda till ett *endogeneity problem* (Woolridge, 2008). Om valet av hur bolagen redovisade DSF istället var slumpmässigt, skulle ett *endogeneity problem* inte vara förekommande. Vi antar vidare att valet av hur bolag redovisade DSF är slumpmässigt. Således bereder denna studie goda möjligheter till inferens för den definierade populationen, svenska storbolag, och för tidsfönstret 2005-2009.

Mot bakgrund av det stora antalet liknande studier på olika länder som gett olikartade resultat vill vi vidare understryka att vårt resultat inte direkt kan anses ha giltighet för andra nationer. Vårt resultat bör snarare ses som svenskt fall och sättas i relation till de övriga nationella studierna som just detta. Det vi anser kan ha viss internationell giltighet är att den nedåtgående trenden i värder relevans hos DSF fram till dagens datum ännu inte lett till att de kan förbises i analyser av svenska bolag. Detta menar vi

således ger en indikation på att detsamma kan gälla för de övriga nordiska länderna, Storbritannien och Irland som av Roberts och Wang (2009) fanns ha likartade samhällsstrukturer och liknande resultat i deras tester på aggregerad DSF.

5.5 RESULTATETS VALIDITET

Vi har utfört ett antal robusthetstest för att fastställa validiteten i våra resultat. Syftet med detta avsnitt är att klargöra för huruvida de i avsnitt 3.4 Operationalisering av variabler redovisade avvägningarna har gett ett rättvisande resultat. Vi har gjort detta genom att:

- Testa för multikollinearitet
- Testa för autokorrelation

Vidare har vi återestimerat våra regressioner och testat våra hypoteser ännu en gång med avseende på följande skillnader, *ceteris paribus*;

- Robusthetstest (1): Utan att kontrollera för heteroskedasticitet
- Robusthetstest (2): Utan att kontrollera för företags- och tidsspecifika effekter
- Robusthetstest (3): Vi har uteslutit finansiella bolag
- Robusthetstest (4): Vi har deflaterat variabler med bokfört värde av eget kapital istället för marknadsvärdet

Anledningen till och resultaten av ovan angivna robusthetstest redovisas nedan. För bakgrund till vad vi har valt att inkludera i våra ordinarie regressionsmodeller, vänligen se redogörelsen för de avvägningar vi gjort under avsnitt 3.4 Operationalisering av variabler. Samtliga resultat från genomförda robusthetstest redovisas i Bilaga C och *Tabell 6* (Multikorrelation), *Tabell 7* (Autokorrelation) och *Tabell 8* (Robust[1]-[4]).

Med multikollinearitet avses i vilken utsträckning en variabel är linjärt beroende av en annan variabel. Även om hög grad av multikollinearitet föreligger är OLS som regressionsmetod fortfarande BLUE, d.v.s. *Best Linear Unbiased Estimator*, såvida multikollineariteten inte är perfekt. Om multikollineariteten är perfekt måste istället en icke-OLS metod appliceras. Hög multikollinearitet tenderar däremot att öka bruset och ha en reducerande effekt på p-värdet och ökande effekt på konfidensintervall. (Woolridge, 2008) Det är följaktligen viktigt att utvärdera förekomsten av multikollinearitet för att kunna ta hänsyn till detta vid tolkningen av våra resultat. För att kartlägga multikollinearitet brukar det statistiska måttet *tolerance* och dess invers

Variance Inflation Factor (VIF) användas. Enligt konvention, brukar det föreligga ett problem med multikollinearitet om *tolerance* är mindre än 0,05 eller om VIF är större än 20 (Newbold, 2006). I vår data är det endast variablerna årets resultat och *comprehensive income* som påvisar multikollinearitet. Detta är väntat då varje observation *comprehensive income* innehåller motsvarande företags resultat för det aktuella året. Detta begränsar dock inte validiteten i våra resultat då dessa två variabler aldrig figurerar i samma regression. Mellan övriga variabler saknas indikering att ett problem med multikollinearitet skulle föreligga.

Med autokorrelation avses huruvida bruset, ϵ_i , för ett år är korrelerad med bruset för ett annat år. Om autokorrelation föreligger är OLS inte givetvis BLUE varav en icke-OLS metod ger mer rättvisande resultat. Förekomst av autokorrelation snedvrider regressionens brus och följaktligen blir estimatet och p-värdet missvisande. Vi har använt oss utav det test som Woolridge utvecklade 2002 som är speciellt anpassad till panel data (Drukker, 2003). I detta test formulerar vi följande hypoteser:

H_0 : Ingen autokorrelation föreligger

H_1 : Autokorrelation föreligger

I samtliga av våra modeller (M1-M4) misslyckas vi på 10 procents signifikansnivå att förkasta nollhypotesen att ingen autokorrelation föreligger.

Ett antagande i vår regressionsanalys är att feltermen är homoskedastisk, d.v.s. att dess varians är konstant och oberoende av de förklarande variablerna. Om istället heteroskedasticitet skulle föreligga skulle detta inte snedvrider storleken på våra estimat, men däremot skulle det snedvrider storleken på bruset och därmed även p-värdet. För att undvika denna snedvridning av bruset har vi i vår grundspecifikation av regressionsmodellen kontrollerat för just heteroskedasticitet med hjälp av *Huber White standard errors*. För att ändå kartlägga förekomsten av heteroskedasticitet har vi återestimerat våra regressioner utan att kontrollera för heteroskedasticitet. Resultatet av robusthetstest (1) stöder vårt tidigare resultat och följaktligen har en eventuell förekomst av heteroskedasticitet inte signifikant påvekan på vår analys.

I vår grundspecifikation valde vi att kontrollera för företagsspecifika och tidsspecifika effekter. I robusthetstest (2) har vi återestimerat våra regressioner men utan att kontrollera för dessa företagsspecifika och tidsspecifika effekter. Resultaten av detta robusthetstest stöder våra tidigare fastställda resultat.

I robusthetstest (3) har vi återestimerat våra regressioner där vi har uteslutit finansiella bolag från vårt urval. De finansiella bolagen¹ uppgår till 11 st och när vi exkluderar dessa uppgår vårt urval till 31 bolag. Resultatet skiljer sig i två avseenden gentemot resultatet från grundspecifikationen. För det första är koefficienten för variabeln årets resultat betydligt mindre och inte längre signifikant i att förklara totalavkastning. För det andra är variabeln DSF hänförliga till kassaflödessäkringar inte längre signifikant i att förklara totalavkastningen. Att årets resultat inte skulle bidra till att förklara totalavkastning är förbryllande och saknar intuition. En rimlig förklaring till att dessa poster inte längre är signifikanta är att en fjärdedel av vårt urval har exkluderats i detta robusthetstest och följaktligen är antalet observationer för få för att koefficienterna ska vara signifikanta.

Vi har även genomfört robusthetstest (4) där vi har deflaterat våra variabler med bokfört värde av eget kapital istället för marknadsvärdet. Detta robusthetstest visar avvikelser i den förklarande effekt som årets resultat och DSF hänförliga till omräkningsdifferenser har på totalavkastningen, men stöder i övrigt tidigare fastställda resultat. Årets resultats förklarande effekt på totalavkastningen var tidigare signifikant på 1 procentnivå. Under förutsättningarna för detta robusthetstest är den förklarande effekten endast signifikant på 10 procentnivå. Vidare är DSF hänförliga till omräkningsdifferenser inte längre signifikanta i att förklara totalavkastningen. Detta belyser hur resultatet är betingat av hur variabler operationaliseras och därav även studiens syfte. I denna studie har deflatering med marknadsvärdet av eget kapital använts eftersom det bedömts fördelaktigt utifrån studiens syfte. Det är viktigt i jämförelse med andra studier vara vaksam på just de resultatmässiga avvikelser som kan komma till följd av skilda operationaliseringar.

I samtliga av dessa robusthetstest har vi lyckats förkasta $H_{0(I)}$ på 1 procents signifikansnivå. I avseende på $H_{0(II)}$ har vi i två robusthetstest misslyckats med att förkasta att en enskild DSF post inte varit av värder relevans. I robusthetstest (3) där vi exkluderade finansiella bolag misslyckades vi att förkasta att DSF hänförliga till kassaflödessäkringar inte var av värder relevans. Även årets resultat var under dessa omständigheter inte signifikant i att förklara totalavkastning. Till följd av att en stor delmängd av vårt urval exkluderades i detta robusthetstest, har vi anledning att tro att detta förfarande kan ha snedvridit våra estimat och följaktligen att grundspecifikationen skulle ge en mer rättvisande bild än utfallet från detta robusthetstest. I robusthetstest (4) där variablerna deflaterades med bokfört värde av eget kapital DSF hänförliga till omräkningsdifferenser inte längre signifikanta i att

¹ De finansiella bolagen i vårt urval är: Hufvudstaden, Industrivärden, Investor, Kinnevik, Lundbergföretagen, Melker Schörling, Nordea, Ratos, SEB, SHB och Swedbank.

förklara totalavkastning. Detta är viktigt att betänka vid jämförelser med studier som deflaterat sina variabler med annan variabel än marknadsvärdet av eget kapital. I denna studie anser vi dock att deflatering med marknadsvärdet av eget kapital är fördelaktigt eftersom det är konvention och följaktligen ökar möjligheterna till jämförelser med historiska och internationella resultat.

Resultaten av robusthetstesten är således förenliga med tidigare fastställda resultat.

5.6 RESULTATETS RELIABILITET

Slutligen vill vi redogöra för vilka möjliga felkällor som kan ha påverkat resultatet. Den delmängd data som kommer från databaser ser vi som mycket tillförlitlig då dessa används dagligen av ett stort antal aktörer vilket ställer krav på korrekthet. För den delmängd data som vi har samlat in manuellt har vi haft följande rutin för att eliminera risken för felskrivning: (1) Vi har vid vår datainsamling och kontinuerligt för varje årsredovisning som vi har gått igenom dubbelkontrollerat summan av DSF för varje år, dessutom (2) har den person som inte genomfört datainsamlingen i sin tur gjort stickprov utan att vid dessa funnit något som tyder på felaktigheter i insamlingen. Vi bedömer att dessa potentiella felkällor inte kan ha snedvridit våra resultat i större utsträckning och således att våra resultat är tillförlitliga.

6. SAMMANFATTNING OCH UPPSLAG TILL VIDARE FORSKNING

I detta avsnitt sammanfattar vi vår studie och vilka slutsatser vi kan dra, samt nämner våra förslag på vidare forskning inom ämnet.

Vi har genom denna studie valt att bidra till den långvariga men fortfarande aktuella debatten om DSF. Debatten är särskilt aktuell efter införandet av den reviderade IAS-1. Den tidigare forskningen från olika länder har som tidigare beskrivits gett olika resultat i frågan och ytterligare bidrag här borde vara av intresse för att kunna göra en sammanställning på internationell nivå av värder relevansen av DSF och vilka trender som finns inför utformandet av framtidens internationella standarder.

Vi genomför tester för förekomst och för värder relevans likt tidigare studier (exempelvis Wang m.fl., 2006) på dels aggregerad DSF, men även likt tidigare nationella studier även på enskilda poster av DSF. Detta i syfte att göra en kartläggning av svenska förhållanden som är jämförbara med tidigare studiers resultat. Vår deskriptiva statistik visar likt Roberts och Wang (2009) att aggregerade DSF är signifikant positivt förkommande i Sverige i tidsintervallet 2005-2009 för noterade storbolag. Den drivande posten i detta har varit orealiserade vinster och förluster på värdepapper som över tiden varit positiv.

Vidare finner vi att aggregerade DSF är av värder relevans i närvaro av årets resultat för att förklara totalavkastningen av aktierna i samma period. Detta gäller också för de enskilda posterna av DSF hänförliga till omräkningsdifferenser och kassaflödessäkringar. Detta resultat är alltså i linje med Roberts och Wang (2009) gällande svensk data, samt att vi bekräftar den nedåtgående trend i påverkan som de funnit.

Slutligen försöker vi med ett J-test och ett Cox Pesaran-test påvisa om något av årets resultat och *comprehensive income* är signifikant mer värder relevant än det andra och således dominerar i sin förmåga att förklara totalavkastningen och bör anses utgöra *the bottom line*. Resultatet här är att båda måtten är av värder relevans, men att till följd av den höga korrelationen resultatmåtten emellan kan vi utifrån dessa två test inte fastställa vilken av dem som är det bättre. Mot bakgrund av detta ser vi istället till våra tidigare resultat i regressionerna och menar att skillnaden mellan koefficienterna för årets resultat och DSF gör att en sammanslagning av måtten till *comprehensive income* leder till att delar av förklaringsvärdet går förlorat.

Slutsatsen är därför att årets resultat bör anses vara *the bottom line* och att DSF bör ses som ett separat men viktigt tillägg till detta eftersom de är av värder relevans både på aggregerad likväl som individuell nivå. Således anser vi att revideringen av IAS-1 och den nya presentationen av *comprehensive income* tydliggör värder relevant information för användarna av finansiella rapporter. I synnerhet tydliggörs detta då DSF presenteras i en separat rapport som i alternativ två i reviderade IAS-1. Detta anser vi betonar att DSF ska ses som ett tillägg till årets resultat och att *comprehensive income* inte ska anses utgöra *the bottom line*.

Med detta sagt anser vi att det även i framtiden är av intresse att följa utvecklingen av DSF i kölvattnet av den reviderade IAS-1 och den fortsatta harmoniseringen mellan FASB och IASB. Det hade dels varit av intresse att genomföra studien i Danmark eller Finland och jämföra dessa resultat med Sveriges, eftersom de enligt Roberts och Wang (2009) har en redovisningskontext som liknar Sveriges. Om liknande resultat erhålls även i dessa länder skulle detta kunna ge en ledtråd till kopplingen mellan redovisningskontext och DSF. Vidare skulle det även vara intressant att genomföra en ny studie här om 10 år för att se vilken påverkan den reviderade IAS-1 har haft. På ett internationellt plan hade det varit av intresse med en genomgång av de olika nationella studier som genomförts för att undersöka om skillnaderna följer något mönster beträffande nationell redovisningskontext, undersökningsmetoder eller andra faktorer som kan ge mer kunskap kring fenomenet vid utformningen av framtidens resultatrapporter.

REFERENSER

- Ahn, T., och Choi, W. (2002). *The value-relevance of comprehensive income: A Korean evidence*. Seoul National University: Working Paper.
- Allison, P. (2005). *Fixed Effects Regression Methods for Longitudinal Data Using SAS*. Cary, NC: SAS Institute Inc.
- Ball, R. (1995). Making accounting more international: Why, how and how far will it go? *Journal of Applied Corporate Finance* .
- Ball, R., Kothari, S., och Robin, A. (2000). The effect of institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* , 29, 1-51.
- Barth, M., Beaver, W., och Landsman, W. (1992). The market valuation implications of net periodic cost components. *Journal of Accounting and Economics* , 27-62.
- Berk, J., och DeMarzo, P. (2006). *Corporate Finance*. London: Pearson Education.
- Biddle, G., och Choi, J. (2006). Is Comprehensive Income Useful? *Journal of Contemporary Accounting och Economics* , 2, 1-32.
- Black, F. (1993). Choosing accounting rules. *Accounting Horizons* 7 , 1-17.
- Bremmer, D. (2003). *J-Tests: To Nest Or Not To Nest, That Is The Question*. Rose-Hulman Institute of Technology: Working paper.
- Brief, R., och Peasnell, K. (1996). *Clean Surplus: A Link Between Accounting and Finance*. New York: Garland Publishing.
- Cahan, S. F., Coutenay, S. M., Gronewoller, L., och Upton, D. (2000). Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures. *Journal of Business Finance och Accounting* .
- Chambers, D., Linsmeier, T., Shakespeare, C., och Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. *Review of Accounting Studies* , 12, 557-593.
- Cheng, A. (1998). *Empirical validity of all-inclusive income: an investigation of volatility of aggregated and disaggregated income line items and their explanatory power for returns*. University of Houston: Working Paper.
- Choi, J., Das, S., och Zang, Y. (2007). *Comprehensive Income, Future Earnings and Market Mispricing*. Paper 162: Research Collection School of Accountancy.
- Dhaliwal, D., Subramanyam, K., och Trezevant, R. (1999). Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm valuation? *Journal of Accounting och Economics* 26 , 43-67.
- Drukker, D. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal, number 2* , 168-177.
- Easton, P., Harris, T., och Ohlson, J. (1992). Aggregate accounting earnings can explain most of security returns. *Journal of Accounting and Economics January* , 119-142.

- FASB. (1997). *SFAS No.130 Reporting Comprehensive Income*. CT: FASB, Norwalk.
- Haller, A. (2002). Financial accounting developments in the European Union: past event and future prospects. *European Accounting Review* , 42, 153-90.
- Haverty, J. L. (2006). Are IFRS and U.S. GAAP converging?: Some evidence from People's Republic of China companies listed on the New York Stock. *Journal of international Accounting, Auditing and Taxation* , 15, 48-71.
- Hirst, D., och Hopkins, P. (1998). Comprehensive income reporting och analysts' Valutation Judgements. *Journal of accounting Research* , 36.
- Holthausen, R., och Watts, R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting setting. *Journal of Accounting and Economics* 31 , 3-75.
- IAS-1. (2010). *Presentation of Financial Statements*. London: IASB.
- IAS-16. (2009). *Property, plant and equipment*. London: IASB.
- IAS 38. (2009). *Intangible assets*. London: IASB.
- Isidro, H., O'Hanlon, J., och Young, S. (2003). *Dirty Surplus Accounting Flows: International Evidence*. Working paper, Lancaster: Lancaster University.
- Kanagaretnam, K., Mathieu, R., och Shehata, M. (2005). *Usefulness of comprehensive income reporting in Canada*. MacMaster University: Working Paper.
- Lambert, R. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economice* 32 , 3-87.
- Linsmeier, T., Gribble, R., Jennings, M., Lang, S., Penma, K., Petroni, D., et al. (1997). An issues paper on comprehensive income. *Accounting Horizons* , 120-126.
- Littleton, A. (1940). The integration of income and surplus statement. *Jouranl of Accountancy* 69 , 30-40.
- May, G. (1937). Eating peas with your knife. *Journal of Accountancy* 63 , 15-22.
- NasdaqOMX. (2011). Nedladdad data från <http://www.nasdaqomxnordic.com/index/2011-04-21>.
- Newbold, P., Carlson, W., och Thorne, B. (2006). *Statistics for Business and Economics* (6. ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Nobes, C., och Parker, R. (2002). *Comparative international accounting* (6. ed.). London: Pearson Education.
- O'Hanlon, J., och Pope, P. (1999). The value-relevance of UK dirty surplus accounting flows. *British Accounting Review* 31 , 459-482.
- Paton, W. (1934). Shortcomings of present-day financial statements. *Journal of Accountancy* 57 , 15-22.
- Penman, S. (2009). *Financial Statement Analysis och Security Valuation* (4. ed.). London: McGraw-Hill.

- Pesaran, M. H. och Ulloa, M. R. D. (2007). *Nonnested hypotheses*. Cambridge University: Working paper.
- Roberts, C., och Wang, Y. (2009). Accounting harmonization and the value-relevance of dirty surplus accounting flows. *Review of Accounting and Finance* , 8 (4), 340-368.
- Sailkind, N. (2010). *Encyclopedia of Research Design*. London: SAGE Publications Inc.
- Skogsvik, K. (1999). A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation. *Working Paper Series in Business Administration 1999:10* .
- Smith, D. (2006). *Redovisningens språk* (3. ed.). Lund: Studentlitteratur.
- Wang, Y., Buijink, W., och Eken, R. (2006). The value relevance of dirty surplus accounting flows in The Netherlands. *The International Journal of Accounting* 41 , 387-405.
- Wooldridge, J. (2008). *Introductory Econometrics- A modern approach*. New York: Cengage Learning.
- Öhrlings PricewaterhouseCoopers. (2003). *Hur redovisas pensioner? Nya tag med RR 29/IAS-19*.

BILAGA A: URVAL

Följande bolag och dataserier har utgjort datasetet.

Bolag	Mnemonic i Datastream	Tidsfönster
Alfa Laval	W:ALF	2005-2009
Assa Abloy	W:ASSB	2005-2009
Atlas Copco	W:SR@G	2005-2009
Axfood	W:AXFO	2005-2009
Boliden	W:BOL	2005-2009
Electrolux	W:SE@G	2005-2009
Ericsson	W:SL@G	2005-2009
Getinge	W:GIND	2005-2009
Hakon Invest	W:HAKN	2006-2009
Hexagon	W:EKBF	2005-2009
Holmen	W:SM@G	2005-2009
Hufvudstaden	W:HUA	2005-2009
Husqvarna	W:HUSB	2007-2009
Industrivärden	W:IU	2005-2009
Investor	W:ISBF	2005-2009
Kinnevik	W:KIVB	2005-2009
Lundbergföretagen	W:LNBF	2005-2009
Lundin Petroleum	W:LUPE	2005-2009
Meda	W:MEDA	2005-2009
Melker Schorling	W:MELK	2007-2009
MTG	W:MOTA	2005-2009
NCC	W:NSTF	2005-2009
Nordea Bank	W:NDA	2005-2009
Ratos	W:RTB	2005-2009
Saab	W:SAAB	2005-2009
Sandvik	W:SAND	2005-2009
SCA	W:SW@G	2005-2009
Scania	W:SCVB	2005-2009
SEB	W:SEA	2005-2009
Seco Tools	W:SOBF	2005-2009
Securitas	W:SUBF	2005-2009
Skanska	W:SKBF	2005-2009
SKF	W:SKFB	2005-2009
SSAB	W:SSAA	2005-2009
Handelsbanken	W:SVK	2005-2009
Swedbank	W:SWED	2005-2009
Swedish Match	W:SWMA	2005-2009
Tele2	W:TEL2	2005-2009
TeliaSonera	W:TLN	2005-2009
Trelleborg	W:TT@G	2005-2009
Volvo	W:VOBF	2005-2009
Oriflame Cosmetics	W:ORI	2005-2009

BILAGA B: KÄLLA FÖR OBSERVATIONER

Nedan anges härkomst för den data vi använt oss utav.

Från Thomson Reuter's Datastream	
Variabel	Mnemonic
Marknadsvärde av eget kapital	MVC
Bokfört värde av eget kapital	fått från MTBV och MVC
Totalavkastning	RI

Manuell insamling	
Variabel	
Årets resultat	
Aggregerade DSF	
DSF hänförliga till omräkningsdifferenser	
DSF hänförliga till avsättningar till pensioner	
DSF hänförliga till kassaflödessäkringar	
DSF hänförliga till värdepapper	
DSF hänförliga till skatt	
Övriga DSF	

Övrig data	
Variabel	Härkomst
Omräkningskurs, SEK/EUR	Sveriges Riksbank

BILAGA C: ROBUSTHETSTEST

TABELL 6

Test av multikollinearitet.

Variabel	VIF	Tolerance	R-Sq
R	1,33	0,75	0,25
NI	128,52	0,01	0,99
DSF	15,14	0,07	0,93
CI	146,60	0,01	0,99
CUR	6,52	0,15	0,85
HED	3,15	0,32	0,68
SEC	2,65	0,38	0,62

TABELL 7

Test av autokorrelation.

Modell	F-stat	P> F
(M1)	0,292	0,592
(M2)	0,039	0,845
(M3)	0,186	0,669
(M4)	0,265	0,609

I detta test har följande hypoteser formulerats:

H0: Ingen autokorrelation föreligger.

H1: Autokorrelation föreligger.

Noter: Urvalet består av storbolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans.

Variabel definition: R: Totalavkastning, NI: årets resultat, CI: *comprehensive income*, DSF: aggregerade DSF, CUR: DSF hänförliga till omräkningsdifferenser, HED: DSF hänförliga till kassaflödessäkringar, SEC: DSF hänförliga till värdepapper.

TABELL 8

Robusthetstest. Estimat när vi, *ceteris paribus*, återskattar regressioner och test med annan operationalisering.

Robust (1): Utan kontroll för heteroskedasticitet

Robust (2): Utan kontroll för *fixed effects*

Robust (3): När exkluderar finansiella bolag

Robust (4): Deflationsvariabel är bokfört värde av eget kapital

Återestimerar (M2) och (M3) med annan operationalisering.

(M2)	intercept	NI	DSF	CUR	HED	SEC	R-Sq
Grundspecifikation	0,1652***	0,9935***	-4,3424***				0,1018
Robust (1)	0,1652***	0,9935***	-4,3424***				0,1018
Robust (2)	0,1697***	0,9152***	-3,8822***				0,1019
Robust (3)	0,2304***	0,7917	-5,2919***				0,1025
Robust (4)	0,1659***	0,3303	-1,9095***				0,0616
(M3)							
Grundspecifikation	0,1482***	1,0195***		-4,3975***	4,8915**	1,0594	0,1791
Robust (1)	0,1482***	1,0195***		-4,3975***	4,8915**	1,0594	0,1791
Robust (2)	0,1537***	0,9433***		-3,9277***	3,8344*	1,8282	0,1807
Robust (3)	0,2540***	0,5376		-4,0221***	3,103	-16,9803	0,1597
Robust (4)	0,1668***	0,3364*		-0,809	4,3052***	-0,4745	0,1245

J-test och Cox Pesaran-test med annan operationalisering.

		J-test	Cox Pesaran-test
Grundspecifikation	Steg 1: H0 : M1 är bättre och H1 : M4 är bättre	0,0006 ***	0,0028 ***
	Steg 2: H0 : M4 är bättre och H1 : M1 är bättre	0,0000 ***	0,0000 ***
Robust (3)	Steg 1: H0 : M1 är bättre och H1 : M4 är bättre	0,0001***	0,3768
	Steg 2: H0 : M4 är bättre och H1 : M1 är bättre	0,0001***	0,2884
Robust (4)	Steg 1: H0 : M1 är bättre och H1 : M4 är bättre	0,0813*	0,0622*
	Steg 2: H0 : M4 är bättre och H1 : M1 är bättre	0,0271**	0,0036***

Robust (1) och Robust (2) påverkar ej J-testet och Cox Pesaran-testet. Utfallet blir samma som i grundspecifikationen.

Noter: Urvalet består av Large Cap-bolag noterade vid OMX Stockholm och tidsfönstret avser 2005-2009. Bortfall förklaras av att fordrad data ej funnits att tillgå från Datastream och/eller finansiella rapporter, bolag redovisar enligt andra redovisningsstandarder än IFRS, bolag har brutet räkenskapsår, eller att bolag har gått samman med annat bolag under tidsperioden. Observationerna är deflaterade med marknadsvärdet av eget kapital sex månader efter räkenskapsårets början. Samtliga variabler är winsoriserade vid 0,015 i vardera svans.

***Signifikansnivå 1 %, **Signifikansnivå 5 %, Signifikansnivå 10 %.

Variabel definition: R: Totalavkastning, NI: årets resultat, DSF: aggregerade DSF, CUR: DSF hänförliga till omräkningsdifferenser, HED: DSF hänförliga till kassaflödessäkringar, SEC: DSF hänförliga till värdepapper. Subskripten *i* och *t* anger att variabeln avser data för ett givet företag respektive ett givet år.