

Öppenhet och kostnad för eget kapital

En studie på den svenska marknaden

Abstract

Previous research has discussed how voluntary disclosure relates to the cost of equity capital. Theories of estimation risk support a negative association between disclosure and cost of equity capital, as empirically documented by Botosan (1997) among others. In this Bachelor thesis we investigate whether such a relationship exists on the Swedish capital market. Using the CAPM to estimate the cost of equity capital and a disclosure index based on *Aktiespararen's* annual evaluation of corporate disclosure, we test a model where disclosure explains cost of equity capital. We find a positive correlation between disclosure and cost of equity capital for 2008. In contrast, the correlation found for 2005 is negative. For 2007, the model is not significant. When grouping data with respect to firm size, we find evidence for a relationship between disclosure and cost of equity capital for Mid Cap. Such a relationship is also found for the industry data group. Altogether, data supports that there is a relationship between disclosure and cost of equity capital on the Swedish market. However, further research is needed to determine the characteristics and the validity of that relationship.

Keywords: disclosure, cost of equity capital, estimation risk, information asymmetry.

Lärosäte: Handelshögskolan i Stockholm

Kurs: 639 Examensarbete i Redovisning och Finansiering

Författare: Åsa Meltzer, 21228@student.hhs.se

Tina Sigonius, 21218@student.hhs.se

Handledare: Håkan Thorsell

Inlämning: 2010-05-18

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	1
1.1 Syfte och frågeställning	2
1.2 Disposition	2
2. Teoretisk referensram.....	3
2.1 Estimeringsrisk	3
2.1.2 Åtgärder för att minska estimeringsrisk	4
2.2 Resultat i tidigare öppenhetsstudier	5
2.2.1 Negativa samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital.....	6
2.2.2 Positiva samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital	6
2.2.3 Diskussion kring öppenhetsforskningens resultat	7
2.2.4 Tidigare problem vid uppskattning av parametrar	8
3. Metod	11
3.1 Dataurval.....	11
3.2 Uppskattningsmetod för kostnad för eget kapital	12
3.3 Uppskattningsmetod för öppenhet	14
3.4 Regressionsmetod	15
3.5 Databortfall	16
4. Resultat.....	18
4.1 Total öppenhet	18
4.1.1 Resultat för år 2005	18
4.1.2 Resultat för år 2007	19
4.1.3 Resultat för år 2008	20
4.2 Öppenhet i årsredovisningen.....	21
4.2.1 Resultat för år 2005	21
4.2.2 Resultat för år 2007	21
4.2.3 Resultat för år 2008	21
4.3 Öppenhet i delårs- och webbrapportering.....	22
5. Analys.....	23
5.1 Negativa samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital	23
5.2 Positiva samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital	24
5.3 Samband för urvalsgrupper och kontrollvariabler	25
5.3.1 Storleksvariabler	25

5.3.2 Industrivariabeln	26
5.3.3 Soliditet.....	27
5.4 Insignifikanta resultat.....	27
6. Slutsats	29
6.1 Vidare forskning	30
7. Diskussion	31
7.1 Validitet.....	31
7.2 Reliabilitet.....	31
8. Referenser.....	33
9. Bilagor	36
9.1 Bilaga 1 – Bortfallsöversikt	36
9.2 Bilaga 2 – Deskriptiv dataöversikt.....	37
9.3 Bilaga 3 – Resultat från regressionsanalysen.....	38
9.4 Bilaga 4 – Kriterier för öppenhetsgranskning, Årets börsbolag 2008	41
9.4.1 Granskning av årsredovisning	41
9.4.2 Granskning av årsredovisning, investmentbolag.....	44
9.4.3 Granskning av delårsrapport.....	46
9.4.4 Granskning av finansiell information på webbplats	48

1. Inledning

Finns det någon anledning för ett företag att frivilligt redovisa mer information än lagstiftning och standarder kräver av dem? Ja, det finns det enligt Healy och Palepu (2001), som redogör för tre ekonomiska konsekvenser av att frivilligt redovisa information. För det första ökar likviditeten i en tillgång som handlas på en reglerad marknad, som en följd av att investerare kan prissätta en tillgång mer korrekt när de har tillgång till mer redovisningsrelaterad information (Diamond och Verrecchia 1991). För det andra så minskar analytikers kostnad för att få tillgång till mer information, vilket medför att de kan göra mer exakta prognoser (Lang och Lundholm 1996). För det tredje minskar kapitalkostnaden med ökad frivillig redovisning (Botosan 1997) under antagandet att risken som uppkommer när investerare uppskattar en tillgångs avkastning inte är diversifierbar. Det är den sistnämnda önskvärda effekten som ligger till grund för den här studien.

Sambandet mellan redovisad information och kapitalkostnad är en central fråga inom redovisning och finansiering. Standardsättare hänvisar ofta till nämnda samband. Till exempel hävdar Levitt, före detta ordförande för Securities and Exchange Commission (SEC), att ”redovisningsstandarder av hög kvalitet [...] sänker kapitalkostnaden”¹ (Levitt 1998, s. 81). På liknande sätt påstår Foster, före detta medlem av Financial Accounting Standards Board (FASB), att ”mer information alltid innebär mindre osäkerhet, och [...] folk betalar mer för säkerhet. I kontexter av finansiell information, är slutresultatet att bättre redovisning resulterar i lägre kapitalkostnad”² (Foster 2003, s. 1). Sambandet är intuitivt tilltalande, men det är inte helt empiriskt utrett eller bekräftat. Botosan (1997) kartlägger att ökad information medger lägre kostnad för eget kapital, men i en senare studie tillsammans med Plumlee finner hon ett delvis omvänt resultat där tillhandahållande av mer uppdaterad information associeras med högre kostnad för eget kapital (Botosan och Plumlee 2002). De delvis motsägelsefulla och kanske inte helt generaliserbara resultaten bjuder in till vidare forskning om sambandet mellan informationen som företagen redovisar och kostnaden för eget kapital.

¹ Författarnas översättning

² Författarnas översättning

1.1 Syfte och frågeställning

Vår studie syftar till att undersöka huruvida den information som ett företag på den svenska marknaden tillhandahåller har ett samband med företagets kostnad för eget kapital. Vid genomgång av tidigare forskning har vi upptäckt att den svenska marknaden utgör en kunskapslucka när det gäller fastställandet av ovan nämnda samband. Vår frågeställning lyder som följer:

Finns det ett samband mellan öppenhet³ och kostnad för eget kapital på den svenska aktiemarknaden?

1.2 Disposition

I avsnitt 2 redogörs för den huvudsakliga teoretiska förklaringen till varför högre öppenhet associeras med en lägre kostnad för eget kapital. Vidare sammanfattas några av tidigare funna empiriska samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital, där främst negativa men även positiva samband konstateras. Sedermera beskrivs tillvägagångssättet i vår studie i avsnitt 3, följt av en sammanställning av studiens resultat i avsnitt 4. Resultaten analyseras i avsnitt 5, varpå slutsatserna dras i avsnitt 6. Slutligen diskuteras studiens validitet och reliabilitet i avsnitt 7.

³ Här och framöver avses med ”öppenhet” det som engelskan benämner som ”disclosure”, det vill säga hur mycket information som offentliggörs. Om inget annat nämns avses öppenhet utöver vad gällande lagstiftning kräver.

2. Teoretisk referensram

2.1 Estimeringsrisk

Enligt Botosan (2006) uppkommer estimeringsrisk när investerare upplever osäkerhet angående de parametrar som ligger till grund för en investerings avkastning. På grund av den upplevda osäkerheten kräver investeraren en förhöjd avkastning. Botosan argumenterar att estimeringsrisken bör klassificeras som icke diversifierbar. En risk som är icke diversifierbar är inte tillgångsspecifik och kan inte elimineras genom att tillgången placeras i en portfölj, så kallad diversifiering, även om den effektiva marknadshypotesen är gällande. Kapitalmarknaden benämns som effektiv om all information som finns om en tillgång är tillgänglig för samtliga investerare på marknaden. På en effektiv marknad prissätts en tillgång baserat på investerarnas aggregerade förväntningar på tillgångens framtida kassaflöden (Fama 1970). Som ett resultat av att estimeringsrisken är icke diversifierbar hävdar Botosan (2006) att kostnaden för eget kapital blir högre för de bolag som tillhandahåller mindre information.

Estimeringsrisk kan således uppstå på grund av att en investerare inte litar på den information han har vid handen. Detta kan bero på att mängden information är otillräcklig eller på att investeraren upplever informationen som osäker beroende på förhållandet mellan företagsledare och investerare. Teorier kring det senare brukar benämnas som agentteori (Jensen och Meckling 1976), vilken bygger på situationer där det finns två aktörer; en principal och en agent. I vårt fall representeras principalen av företagets investerare, medan företagsledaren är att likställa med agenten. Agenten utför ett uppdrag åt principalen och deras förhållande regleras av ett skrivet kontrakt. Båda aktörerna förutsätts vara vinstmaximerande individer, varför principalen uppfattar en risk i att agenten kan agera i sina egna intressen istället för i principalens. Riskens prissätts därför av investeraren, vilket ger agenten incitament för att försöka minska den risk som principalen upplever. Enligt Jensen och Meckling (1976) medför detta dock kostnader för agenten, och dessa måste ställas i relation till nyttan som agenten erhåller genom att åta sig kostnaderna.

När investeraren inte anser sig ha tillräckligt med information uppstår informationsasymmetri mellan investeraren och företagsledaren. Det innebär att det finns en diskrepans mellan den bedömning som investeraren gör av företaget och den bedömning som företagsledaren gör. Lang och Lundholm (1996) diskuterar nyttan av att tillhandahålla mer information till investerarna och föreslår att när företagen redovisar mer information kan finansanalytikerna ge mer exakta prognoser av hur företaget kommer att prestera. Därför kan

företaget uppfylla investerarnas förväntningar i större utsträckning, eftersom de räknar in informationen från finansanalytikerna i sina förväntningar på tillgångens avkastning. Således hävdar Lang och Lundholm, i enlighet med Levitt (1998) och Foster (2003), att företaget kan tjäna på att redovisa mer information.

Amihud och Mendelson (1986) argumenterar för att kostnaden för eget kapital är högre för tillgångar med stora skillnader mellan köp- och säljkurs på marknaden och att större öppenhet medför att mindre information offentliggörs genom en transaktion. Detta skulle således innebära att högre likviditet för en tillgång är ett resultat av mer öppenhet, vilket Diamond och Verrecchia (1991) observerar i sin studie.

Det underliggande antagandet i forskningen om informationsasymmetri är att inslaget av asymmetrier i form av privat information minskar när informationen redovisas offentligt (Botosan 2006). Så är nödvändigtvis inte fallet, eftersom en ökning i redovisad information kan medföra en större preciseringsmöjlighet för välinformerade investerare jämfört med de investerare som inte har tillgång till privat information (Kim och Verrecchia 1991). Detta medför ett positivt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital, eftersom välinformerade investerare ökar sitt informationsövertag när ny information offentliggörs.

2.1.2 Åtgärder för att minska estimeringsrisk

Då estimeringsrisken är prissatt så kan företagsledare tjäna på att försöka sänka den upplevda risken hos investeraren. Leftwich et al. (1981) ger förslag på åtgärder som företagsledaren kan vidta för att minska den upplevda risken, vilket resulterar i en sänkt kostnad för eget kapital givet att estimeringsrisken är icke diversifierbar. Tre metoder föreslås, av vilka den första är publicering av ökad information i finansiella rapporter, vilket minskar informationsgapet mellan företagsledare och investerare. Den andra är att välja utomstående personer till styrelsen, då investerarens kontroll ökar när han har tillgång till en objektiv bedömning av agentens agerande. En tredje metod är att kräva en notering av bolaget, eftersom noterade bolag har högre formella krav på sig om vilken information som måste tillhandahållas till utomstående intressenter. Det uppstår dock kostnader för att genomföra dessa åtgärder. Bland annat kommer den ökade mängden information att vara tillgänglig även för konkurrenter, vilket kan minska företagets konkurrenskraft (Verrecchia 2001). Därtill kommer de direkta publikationskostnaderna för att ta fram de finansiella rapporterna.

Miller och Bahnson (2004) finner att de kostnader som Leftwich et al. (1981) presenterar är försumbara i förhållande till den nytta som ökad redovisning skulle innebära. De argumenterar för att en tillgång kan tilldelas en extra informationsriskpremie om marknaden

inte är så välinformerad som den skulle vilja vara. All nödvändig information förutsätts finnas tillgänglig då företagsledningen behöver informationen för interna beslut, varför inga större kostnader bör uppstå vid extern publikation. Därtill diskuteras huruvida företags konkurrensfördelar kan förväntas minska enbart på grund av att mer information presenteras i finansiella rapporter. Miller och Bahnson (2004) argumenterar för att då det är möjligt att marknadsföra företaget gentemot allmänheten utan att informera konkurrenterna, så borde det även vara möjligt att redovisa mer information till investerarna utan att för den sakens skull minska företags konkurrensfördelar.

Spences (1973) signaleringsteori diskuterar hur informationsasymmetri kan överbyggas på arbetsmarknaden, där det finns arbetare av bättre och sämre kvalitet. Arbetsgivaren kan inte se någon direkt skillnad, och upplever därför en risk. Arbetaren med högre kvalitet kan då sända ut signaler om att han eller hon är duktig, till exempel genom utbildning. Signalen skall vara av sådan karaktär att den är dyr att sända ut för arbetaren av sämre kvalitet (svårt för att studera) och billigt för den bättre arbetaren (lätt för att studera). En parallell kan dras till att företag enkelt kan publicera en större mängd information i sina årsredovisningar om att de är bra. Ett företag som kan presentera mycket information med hög kvalitet har ingenting att dölja, vilket indikerar att företaget är av högre kvalitet. Enligt signaleringsteorin är öppenhet billigt för ett företag med hög kvalitet men dyrt för ett företag med sämre kvalitet. Detta resulterar i att företag med bättre (sämre) kvalitet, som har en högre (lägre) grad av öppenhet i sina externa redovisningar, har låg (hög) kostnad för eget kapital.

Sammanfattningsvis så pekar teorier om estimeringsrisk på att det finns en diskrepans mellan företags verkliga risk och den risk som investerare på marknaden upplever att företaget har. Företag kan därför drabbas av en förhöjd kostnad för eget kapital när marknaden upplever att den inte har tillräckligt med information, alternativt att den information som presenteras inte är helt tillförlitlig. Denna kostnad är icke diversifierbar och det finns incitament för varje företagsledare att öka investerarnas information för att erhålla en lägre kostnad för eget kapital. Då det finns olika sätt att minska estimeringsrisken på har vi valt att fokusera på en av åtgärderna, nämligen ökad informationsredovisning.

2.2 Resultat i tidigare öppenhetsstudier

Nedan presenteras i korthet resultaten från tidigare studier som har undersökt sambandet mellan öppenhet och kostnaden för eget kapital. Trots att teorin primärt förespråkar ett

negativt samband mellan de båda parametrarna, konstateras även föreliggandet av positiva samband i några av de nedan presenterade studierna.

2.2.1 Negativa samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital

Botosan (1997) genomför en studie där öppenhet i årsredovisningen, marknadsbeta och företagsstorlek förklarar kostnaden för eget kapital. Data är hämtad från den amerikanska tillverkningsindustrin för år 1990 och delas upp i grupper med avseende på hur många analytiker som följer bolagen. Resultaten från studien indikerar att för de bolag som inte följs av ett stort antal analytiker så föreligger ett negativt samband mellan öppenhet och kostnaden för eget kapital. En enhets ökning i Botosans egenkonstruerade öppenhetsindex associeras med 0,28 procentenheters minskning i kostnaden för eget kapital. Inget samband hittas för de bolag som följs av fler än nio analytiker (datamaterialets median). Botosan nämner att avsaknaden av samband för de bolag som följs av många analytiker skulle kunna bero på att marknaden räknar in mer information i kapitalkostnadsbeslutet än enbart den som kommer från årsredovisningen.

Leuz och Verrecchia (2000) finner att det empiriska stödet har varierat för teorin om att högre öppenhet medför lägre kostnad för eget kapital. Deras egen studie visar dock att minskade informationsasymmetrier och transaktionskostnader följer av en högre öppenhet. Espinosa och Trombetta (2007) kartlägger ett negativt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital i dataurvalet för de bolag som inte tillämpar en konservativ redovisningspolicy. Även Botosan och Plumlee (2002) presenterar resultat som visar att kostnaden för eget kapital minskar med ökad öppenhet i årsredovisningen. Botosan (2006) drar slutsatsen att summan av den forskning som finns stödjer att det finns ett negativt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital.

2.2.2 Positiva samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital

Botosan och Plumlee (2002) kartlägger ett positivt samband mellan öppenhet i kvartalsrapportering och kostnad för eget kapital. Ett liknande delresultat får Bontis och Kristandl (2007). Den senare nämnda studien mäter framåtblickande och bakåtblickande öppenhet var för sig och finner att den bakåtblickande öppenheten är positivt korrelerad med kostnaden för eget kapital. Som förklaring till det resultatet föreslås att marknaden straffar företaget med högre kostnad för eget kapital när omfattande bakåtblickande information medger fel i tidigare framåtblickande prognoser. Kim och Verrecchia (1994) argumenterar för att det kan finnas ett positivt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital som en

konsekvens av ökad informationsasymmetri i och med att aktörerna på kapitalmarknaden tolkar den redovisade informationen på olika sätt. De påstår att problemet växer när det bara finns en källa till öppenheten, till skillnad från när välinformerade investerare kan hitta samma information från flera olika privata källor och baserat på dem göra egna analyser.

2.2.3 Diskussion kring öppenhetsforskningens resultat

Forskning som studerar nyttan med ökad öppenhet har på senare tid börjat ifrågasätta huruvida det föreligger ett direkt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital. Botosan (2006) argumenterar för att det finns anledning att tro att det föreligger ett samband mellan agentteori och hur mycket information som företagsledare väljer att redovisa. En rationell företagsledare kommer att redovisa en större mängd information bara om det gynnar denne personligen. Således torde ett företags incitamentsprogram påverka hur mycket eller på vilket sätt företagsledare väljer att redovisa information, vilket kan snedvrida uppskattningen av öppenheten.

Exempelvis Francis et al. (2007) argumenterar för att det inte föreligger ett direkt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital och konstruerar istället en variabel som avser mäta hur bra företaget verkligen är. Variabeln för resultat kvalitet⁴ baserar sig på kvaliteten i periodiseringar, volatiliteten i intäkter och det absoluta värdet för anormala periodiseringar. Givet att resultat kvaliteten är bra eller dålig kan företagsledaren välja att redovisa mer eller mindre information. Teorier kring ett positivt såväl som ett negativt samband mellan resultat kvalitet och öppenhet presenteras. Precis som Botosan (1997) finner Francis et al. (2007) en negativ relation mellan öppenhet och kostnad för eget kapital i sitt inledande test. När de justerar för resultat kvalitet genom att inkludera sin egenkonstruerade variabel försvinner emellertid signifikansen för öppenhet. De finner även ett positivt samband mellan resultat kvalitet och öppenhet, vilket tyder på att bland annat signaleringsteorin är relevant i deras studie. Öppenhetsvariabeln är icke väntevärdesriktig som en följd av att den är insignifikant och positivt korrelerad med resultat kvaliteten. Därför är den irrelevant att testa mot kostnaden för eget kapital.

En ytterligare studie som argumenterar för att öppenhet inte har något direkt samband med kostnad för eget kapital är Healy et al. (1999), vilka uppskattar en variabel som skall kontrollera för förändringar i resultatet. Detta är en relativt ny gren av forskningen och det saknas fortfarande ett vedertaget sätt för hur en variabel som skall spegla resultat kvalitet eller

⁴ Eng. Earnings Quality, författarnas översättning.

liknande bör uppskattas. Trots att diskussioner pågår testar flera aktuella studier, exempelvis Lambert et al. (2007) och Espinosa och Trombetta (2007), öppenhet direkt mot kostnaden för eget kapital och finner förväntade resultat signifikanta i enlighet med teorier kring estimeringsrisk.

2.2.4 Tidigare problem vid uppskattning av parametrar

Ett flertal studier, bland andra Petersen och Plenborg (2006) och Leuz och Verrecchia (2000), har ett gemensamt problem med uppskattningen och kvantifieringen av öppenhet. Detta finner Ryan et al. (2002, s. 105) är ett av de svåraste problemen vid genomförande av studier som testar samband med öppenhet. Ryan et al. förklarar att majoriteten av index baseras på upplysningar från bolagens årsredovisningar. I verkligheten finns det andra kontinuerligt uppdaterade informationskällor som också kan uppskatta öppenheten, exempelvis delårsrapporter och investerarrelationer (Botosan och Plumlee 2002).

Kapitalkostnadsbegreppet är framåtblickande och kallas för den förväntade kostnaden för eget kapital eftersom investeringsbeslut följer av förväntad snarare än historisk eller teoretisk avkastning. Marknadens förväntningar på framtida kassaflödena är icke observerbara, vilket resulterar i att den förväntade kostnaden för eget kapital inte heller är observerbar. Vid en uppskattning av kostnaden för eget kapital strävar forskningen efter att ge uttryck för det avkastningskrav som en investerare ställer för att tillhandahålla kapital till bolaget vid den studerade tidpunkten (Botosan 2006).

Botosan (1997) och Espinosa och Trombetta (2007) är några av dem som diskuterar problemet med att uppskatta den icke observerbara kostnaden för eget kapital. Tidiga studier använder uppskattningar för prissatt risk som mått på kostnaden för eget kapital (Botosan 2006). Resultaten visar att icke diversifierbar risk, det vill säga beta, minskar för bolag som redovisar mer information (Prodhan och Harris 1989). Med anledning av kapitalkostnadens omätbarhet har senare studier ansett betamåttet som otillräckligt och försökt approximera informationsasymmetrier på andra sätt. Till exempel uppskattar Welker (1995) och Healy et al. (1999) likviditeten som skillnaden mellan tillgångens köp- och säljkurs på marknaden, medan Leuz och Verrecchia (2000) även studerar tillgångens handelsvolym och volatilitet.

Botosan (2006) identifierar följande tre metoder för att uppskatta kostnaden för eget kapital; historisk genomsnittlig aktieavkastning, prognostisering genom modeller för diskonterade utdelningar eller *the Capital Asset Pricing Model* (hädanefter CAPM).

Parametern som skall spegla kostnaden för eget kapital bör fånga investerarens förväntningar. Botosan (2006) argumenterar därför kring olämpligheten i att använda

historisk genomsnittlig avkastning då denna baserar sig på historiska utfall i stället för på framtida förväntad avkastning. Dessutom innehåller metoden för mycket brus på grund av externa marknadskrafter som påverkar den slutliga, faktiska avkastningen.

Botosan (2006) förespråkar kapitalkostnadsmått som baseras på förväntningar om framtida kassaflöden, såsom *the Residual Income Valuation Model*. Vid användande av modeller som prognostiserar diskonterade utdelningar definieras kostnaden för eget kapital som ”den riskjusterade diskonteringsräntan som investerare använder på förväntade framtida kassaflöden för att komma fram till nuvarande aktiepris”⁵ (Botosan 2006, s. 31). Enligt denna definition kan kostnaden för eget kapital härledas från exempelvis aktiepriset. När diskonteringsräntan från aktuella marknadspriser används så introduceras problem i och med den oändliga serien av framtida kassaflöden som modellen innehåller. Ett horisontvärde måste estimeras för att kunna beräkna ett marknadspris, varför de framåtblickande kapitalkostnadsmåtten har en nackdel i och med osäkerheten i prognoserna.

CAPM är en frekvent använd metod för att uppskatta förväntad kostnad för eget kapital, använd av bland andra Lambert et al. (2007). De huvudsakliga frågor som modellen ger upphov till är vad som skall betraktas som den riskfria räntan, vilken tidshorisont som betavärdet skall beräknas över samt vilka tillgångar som skall ingå i marknadsportföljen. Perold (2004) anger fyra antaganden under vilka CAPM gäller. För det första antas att investerare är riskaverta och utvärderar sina portföljer enbart baserat på förväntad avkastning och avkastningens standardavvikelse. För det andra antas att kapitalmarknaden är perfekt i bemärkelsen att tillgångar är delbara, inga transaktionskostnader eller skatter förekommer, blankning är tillåtet, information är gratis och tillgänglig för alla investerare och alla investerare kan låna in och ut kapital till den riskfria räntan. För det tredje har alla investerare samma investeringsmöjligheter och för det fjärde och sista gör alla investerare samma bedömning av varje tillgångs avkastning, standardavvikelse och korrelation med andra tillgångar.

Det kan diskuteras huruvida den effektiva marknadshypotesen (Fama 1970) verkligen råder då teorier om estimeringsrisk antyder att all information faktiskt inte är tillgänglig för samtliga investerare på marknaden. Det finns dock tre olika former av den effektiva marknadshypotesen, där den svaga formen innebär att historiska priser och volymer utgör tillgänglig information för alla aktörer på marknaden till en låg kostnad. I den semistarka formen är även all publicerad information tillgänglig, medan all information som

⁵ Författarnas översättning

överbudtaget finns är tillgänglig för alla aktörer på marknaden i den starka formen. Watts och Zimmerman (1986, s. 19) argumenterar för att den semistarka formen kan accepteras som tillräckligt stark för att den effektiva marknadshypotesen skall vara gällande. Detta torde också vara ett tillräckligt giltigt antagande för att tillämpa CAPM. Ryan et al. (2002, s. 107) konstaterar att den positivistiska hållningen som Watts och Zimmerman representerar ger viktiga bidrag till öppenhetsforskningen, trots att deras argument ibland framstår som alternativa.

3. Metod

3.1 Dataurval

Vi studerar sambandet mellan öppenhet och kostnad för eget kapital på den svenska marknaden. Enligt Skogsvik (1998) visar stora svenska internationella bolag en tydlig tendens att frivilligt redovisa information, något som tyder på att de upplever en nytta med att redovisa mer information. Denna nytta kan ta sig uttryck som en sänkt kostnad för eget kapital, varför det är av intresse att studera detta samband på den svenska marknaden.

Majoriteten av den tidigare forskningen kring sambandet mellan öppenhet och kostnaden för eget kapital baserar sig på amerikansk data, men finns även studier gjorda på bland annat spansk (Espinosa och Trombetta 2007), tysk (Leuz och Verrecchia 2000), schweizisk (Hail 2002) och dansk (Petersen och Plenborg 2006) data. Sambandet på den svenska marknaden med hänsyn till vår specifika frågeställning är ännu inte klarlagt, vilket ytterligare motiverar vår studie.

Vårt urval begränsas till de bolag som är noterade på tre av Stockholmsbörsens listor, vilka är Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Large Cap innehåller företag som har ett börsvärde på mer än en miljard Euro och på Mid Cap finner vi företag med ett börsvärde på 150 miljoner Euro som lägst och en miljard Euro som högst. På Small Cap är de bolag noterade vars börsvärde understiger 150 miljoner Euro. Genom att begränsa studien till att omfatta endast noterade bolag eftersträvar vi ett urval i vilket bolagen är jämförbara med avseende på öppenhet, då de noterade bolagen omfattas av minimikrav från lagstiftning och andra regelverk.

Botosan (1997) argumenterar för att det borde vara tillräckligt att göra regressionsanalysen för ett år, eftersom företags öppenhet tenderar vara förhållandevis konstant över tid. För att minska risken att missledas på grund av marknadsförhållandena under finanskrisen år 2008, har vi ändå valt att låta studien omfatta tre år, vilka är år 2005, år 2007 samt år 2008. År 2006 utgör ett bortfall då öppenhetsdata inte finns att tillgå. Eftersom svenska noterade bolag omfattas av IFRS sedan den 1 januari 2005, blir också år 2005 det tidigaste året som kan ingå i vårt urval. Även detta motiveras av argumentet om att vi eftersträvar ett dataurval där observationerna är jämförbara med avseende på öppenhet.

3.2 Uppskattningsmetod för kostnad för eget kapital

Vi uppskattar kostnaden för eget kapital med CAPM. Trots CAPM:s brister utgör modellen en av de mest frekvent använda metoderna för att uppskatta kostnaden för eget kapital inom forskningen både historiskt och vid dags dato. Efter att ha diskuterat både argument för och emot CAPM:s validitet och tillämpbarhet finner Jagannathan och McGrattan (1995) att modellen ger viktiga implikationer för företagsledare som behöver uppskatta ett företags kostnad för eget kapital inför exempelvis ett investeringsbeslut. Botosan (2006) argumenterar för att det är just denna kostnad som skall ligga till grund för uppskattningen av kostnaden för eget kapital. Således finner vi att CAPM är ett lämpligt mått för att uppskatta kostnaden för eget kapital i vår studie.

Modellen är teoretiskt grundad på antagandet om en effektiv kapitalmarknad i semistark form då teorier om estimeringsrisk grundar sig på att privat information förekommer på marknaden. Således kan inte marknaden vara effektiv i stark form. Däremot kan teorier om estimeringsrisk vara tillämpbara på en effektiv marknad i semistark form.

Ekvation (1) visar att CAPM beräknar kapitalkostnaden, r_E , som den riskfria räntan plus ett tillägg för marknads överavkastning multiplicerat med beta, vilket definieras som en tillgångs kovarians med marknadsportföljen dividerat med marknadsportföljens varians.

$$r_E = r_f + \beta \times (r_{mkt} - r_f) \quad \text{Ekvation (1)}$$

Marknadsportföljen beräknas på genomsnittlig historisk dagsavkastning över 48 månader med avslut per den 31 mars året efter det år som öppenhetsmättet avser (exempelvis baseras marknadsportföljen som matchas med öppenhetsmättet för år 2008 på data för perioden 1 april 2005 till och med 31 mars 2009). Vårt val baserar sig på tidpunkten då årsredovisningen för det aktuella året blir tillgänglig för allmänheten. Det är vid denna tidpunkt som investeraren får tillgång till en väsentlig andel ny information och omprövar sitt investeringsbeslut. Med tillgång till den nya informationen kan investeraren förändra sitt kapitalkostnadskrav på företaget och därför är det vid denna tidpunkt som vi estimerar investerarens kapitalkostnadskrav. Vi antar att en betydande andel företag från vårt urval har publicerat sin årsredovisning vid månadsskiftet mellan mars och april månad, och i synnerhet de stora bolagen som väger tyngst i indexet. Vår avsikt är inte att fånga effekten vid den exakta tidpunkten för årsredovisningens publikation, utan snarare att estimerar en rimlig marknadsportfölj kring tidpunkten i fråga.

AFV Generalindex inklusive återlagda utdelningar används som marknadsportfölj för åren 2007 och 2008. Detta index inkluderar samtliga noterade aktier på den svenska marknaden och viktar dem efter deras storlek. Vi beräknar årliga avkastningar under en 48-månadersperiod med ett aritmetiskt medelvärde. För år 2005 finns inte data att tillgå från AFV Generalindex inklusive återlagda utdelningar, varför vi använder totalavkastningsmålet SIX Return Index som marknadsportfölj. Enligt Holst (2010) är skillnaden i beräkningsmetoden mellan AFV Generalindex inklusive återlagda utdelningar och SIX Return Index obetydlig, varför vi antar att bytet av marknadsportfölj inte påverkar studiens tillförlitlighet.

Watts och Zimmerman (1986) resonerar kring avvägningen som måste göras vid val av tidsperiod för marknadsportföljens uppskattning med hänsyn till att beta kan anses vara konstant över tid. Detta är inte helt sant eftersom betavärdet de facto varierar. Vid användning av data över en lång tidsperiod tillsammans med ett fixerat betavärde finns fördelen att dataurvalet blir större och på så sätt bättre kan fånga upp mindre avvikelser eller trender. Däremot riskerar beta att förändras på grund av längden hos den valda tidsperioden. En alltför kort tidsperiod kan dock ge icke-verifierbara statistiska resultat på grund av ett litet urval. Med hänsyn tagen till detta har vi valt att basera marknadsportföljen på 48 månader, vilket matchar den tidsperiod för vilket beta är beräknat på.

Vi använder ett betamått som är beräknat på 48 månader och hämtar värdena från Börsguide 2006:2, 2008:2 och 2009:2 för respektive studieår. Dock kompletterar vi betavärdena för år 2008 med ytterligare data från Millstream Market Data på grund av att värdena i Börsguide 2009:2 endast redovisas med en decimal, jämfört med två decimaler i tidigare års datamaterial. Om ett bolag har flera olika aktieslag så representerar betavärdet aktien med högst likviditet. Kostnaden för eget kapital är därmed uträknad för företagets mest likvida aktie, vilket vi finner lämpligt då priset på den aktie som är mest likvid även representerar fler investerares aggregerade förväntningar jämfört med andra aktier för samma bolag.

Matchningen mellan tidsperioden för marknadsportföljen och betamåttet avser dock endast längden för vilken urvalet är baserat på. Marknadsportföljen för respektive år löper från den första april till den sista mars enligt exemplifiering ovan, medan avstämningen för beta är gjord någon gång mellan september och november beroende på vilken Börsguide som används. Det resulterar i att dataurvalet för beta är förskjutet cirka sex månader framåt i tiden jämfört med urvalet för marknadsportföljen. Detta faktum är dock av mindre betydelse eftersom beräkningarna för respektive mått inte är härförliga till varandra, utan urvalet för

marknadsportföljen kan basera sig på en period som är antingen längre eller kortare än den period för vilken beta beräknas. Vi prioriterar att fånga upp investerarnas förväntningar runt tidpunkten för vilken årsredovisningarna publiceras, snarare än att matcha dataurvalet för marknadsportföljen med tidsperioden för betamåttets underliggande uträkning. Watts och Zimmerman (1986) argumenterar dessutom för att beta är konstant över tid, varför denna avvägning inte torde vara något problem för studiens tillförlitlighet.

Den riskfria avkastningen uppskattar vi med avkastningen på en tolv månaders statsskuldväxel som utfärdas av Sveriges Riksbank. För varje studerat år har den riskfria räntan tagits fram per dataurvalets sista datum (exempelvis 2006-03-31 för urvalet som avser år 2005).

3.3 Uppskattningsmetod för öppenhet

Botosan och Plumlee (2002) och Healy et al. (1999) är några av de öppenhetsstudier gjorda på amerikansk data som använder ett öppenhetsmått vilket tillhandahålls av Association of Investment Management and Research (AIMR). Healy och Palepu (2000) framhåller att AIMR:s öppenhetsmått är så generellt uppbyggt att dess relevans kan ifrågasättas. De diskuterar också risken med att de analytiker som rankar informationen bakom måttet inte tar denna rankning på allvar. Vidare finns AIMR:s öppenhetsmått inte tillgängligt för europeisk data, varför vissa studier som behandlar europeisk data konstruerar egna öppenhetsmått, såsom Petersen och Plenborg (2006) gör. Espinosa och Trombetta (2007), som studerar den spanska marknaden, använder sig istället av ett mått som baserar sig på en nationell affärstidnings öppenhetsindex. På liknande sätt har vi valt att använda oss av ett öppenhetsmått som sedan år 2007 upprättas av Aktiespararna i samarbete med konsultfirman Kanton. Det öppenhetsmålet borde vara särskilt relevant med tanke på att det inte upprättas av akademiskt intresse utan riktas särskilt till investerarna och värderar bedömningskriterierna utifrån vilken nytta som de har av informationen. Dessutom är det mer sannolikt att de personer som rankar informationen bakom Aktiespararnas mått tar detta på relativt större allvar jämfört med de analytiker som är inblandade i rankningen för AIMR. Åren innan 2007 utfördes studien av Aktiespararna i samarbete med Dagens Industri (Andersson 2010). Syftet med Kanton och Aktiespararnas undersökning är att lyfta fram de noterade bolag som redovisar bäst information som vägledande exempel för andra bolag.

Aktiespararnas undersökning *Årets börsbolag* baserar sig på ett öppenhetsmått som kombinerar främst kvantitativa men även vissa kvalitativa kriterier. Undersökningen

poängsätter bolagen på Stockholmsbörsen med avseende på deras tillhandahållande av upplysningar i de tre kategorierna årsredovisning, finansiell information på webbplats och delårsrapport. För år 2005 genomfördes dock ingen bedömning av kategorin webbplats. Vi standardiserar poängen för varje bolag till en procentsats av maximipoängen, varefter vi använder den standardiserade variabeln i regressionerna. I Bilaga 4 finns bedömningskriterierna för öppenheten redovisade för år 2008. Kriterierna för år 2005 och 2007 är att likställa med kriterierna för år 2008.

Vissa tidigare studier, däribland Leuz och Verrecchia (2000), använder öppenhetsmått baserade enbart på information från årsredovisningen. Den avgränsningen stöds av Botosan (1997) som argumenterar att årsredovisningen är det viktigaste underlaget för en investerares beslut, samt att öppenheten i årsredovisningen kan tjäna som en approximation för ett bolags totala öppenhet. Med hänvisning till Botosan och Plumlee (2002) som finner olika samband mellan öppenhet och informationsasymmetri beroende på om delårsrapporter eller årsredovisningar studeras, väljer vi att i vår studie inkludera de olika poänggrupperna dels var för sig och dels som en sammanlagd totalpoäng för öppenhet.

3.4 Regressionsmetod

I det inledande skedet genomför vi en analys på hela vårt dataurval för respektive år, både för sambandet med total öppenhetspoäng och för sambandet med öppenhet i årsredovisningen. Därefter gör vi gruppvisa regressioner för att se om en justering för företagens storlek har någon betydelse för utfallet. Storleksvariabeln har visat sig vara signifikant i liknande forskning, exempelvis Botosan (1997). Även Lang och Lundholm (1993) finner att öppenhet är positivt korrelerat med storlek. I vår studie sorteras företagen därför i tre storlekskategorier beroende på om de är noterade på Large, Mid eller Small Cap, vilket resulterar i att ytterligare 18 regressionsanalyser utförs.

Bland andra Botosan (1997) och Petersen och Plenborg (2006) väljer att fokusera på en specifik bransch för att komma runt problemet med branschspecifika krav på kostnaden för eget kapital. Dessutom uppvisar olika branscher olika öppenhetsmönster (Botosan 1997). Därför gör vi separata tester för de företag som tillhör industribranschen enligt definition av Börsguide 2006:2, 2008:2 och 2009:2 för respektive år. Denna branschindelning används även av bland andra Affärsvärlden och Dagens Industri. Att vi väljer just industribranschen beror på att Botosan (1997) argumenterar för att industribranschen innehåller tillräckligt med variation i öppenheten för att vara intressant att studera. Dessutom är det även en av få

branscher i vårt urval som har tillräckligt många observationer för att kunna studeras separat. Den separata studien av industribranschen resulterar i att ytterligare sex regressionsanalyser utförs.

Vi analyserar vårt datamaterial i totalgruppen, storleksgrupperna samt industribranschen för respektive år med minsta kvadratmetoden i nedanstående regressionsmodell. Öppenheten i delårs- och webbrapportering testas dock endast för totalgruppen, vilket resulterar i fem separata regressionsanalyser. Syftet med de sistnämnda testerna är att undersöka huruvida det finns ett omvänt samband för en särskild sorts öppenhet, eftersom Botosan och Plumlee (2002) finner ett positivt samband mellan öppenhet i delårsrapporteringen och kostnad för eget kapital, medan övrig öppenhet visar ett negativt samband.

$$r_{Ei} = \alpha + \beta_{\delta} \times \text{ÖPPENHET}_i + \varepsilon_i \quad \text{Ekvation (2)}$$

I Ekvation (2) är α ett intercept, β_{δ} är koefficienten för det öppenhetsmått som avses och ε är regressionens felterm. Vi testar hypotesen att β_{δ} är noll mot alternativhypotesen att den är skild från noll. Om vi kan förkasta nollhypotesen på en rimlig signifikansnivå så finner vi att det finns ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital.

Espinosa och Trombetta (2007) argumenterar för att kostnad för eget kapital ökar i takt med skuldsättningsgraden då ökad skuldsättning medför större variation i avkastningen till investerarna. Soliditeten testas och visas signifikant för vissa urvalsgrupper i Petersen och Plenborg (2006). Därför utökas varje regressionsmodell för total öppenhet och öppenhet i årsredovisningen med en soliditetsvariabel som är avsedd att mäta bolagets risk. Detta resulterar i att ytterligare 30 regressioner utförs. Soliditeten definieras som den andel som eget kapital utgör av ett bolags balansomslutning och hämtas från Börsguide 2006:2, 2008:2 och 2009:2 för respektive urvalsår.

Antalet separata regressionsanalyser som genomförs kommer således att uppgå till 65 stycken.

3.5 Databortfall

Databortfallet redovisas i Bilaga 1. Till bortfall räknas aktier för vilka betavärdet inte redovisats i respektive Börsguide. Detsamma gäller bortfall som beror på soliditetsvariabeln. I de fall där poäng saknas i Aktiespararnas bedömning så räknas bolaget som bortfall på grund

av öppenheten. Andersson (2010) konstaterar att bortfallet i öppenhetsvariabeln kan bero på att bolaget avnoterats, bytt lista, blivit uppköpt eller flyttat huvudkontoret utomlands.

Bortfallet orsakar en viss omfördelning i grupperingarna av data då det relativa antalet observationer som ingår i respektive storleksgrupp samt i gruppen för industriföretag förändras. Vår data genererar mindre bortfall än exempelvis den data som Botosan (1997) använder och antalet kvarvarande observationer för respektive år är i vår studie avsevärt högre än Botosans kvarvarande 122 observationer. För en deskriptiv databeskrivning, se Bilaga 2.

4. Resultat

Sammanfattningsvis så finner vi signifikans för totalt 24 av de 65 öppenhetsvariabler som vi testat, vilket medför att vi kan förkasta nollhypotesen i cirka 37 procent av fallen. Nedan presenteras en sammanfattning av resultatet från de statistiska testerna. De resultat som nedan benämns som signifikanta har ett p-värde om högst 0,10. Resultaten presenteras i sin helhet i Bilaga 3.

4.1 Total öppenhet

4.1.1 Resultat för år 2005

För år 2005 finner vi signifikans för den totala öppenhetskoefficienten. Koefficienten har ett värde om -0,149, vilket tolkas som att en procents ökning i öppenhet motsvarar en minskning i kostnad för eget kapital om 0,149 procentenheter. Modellens justerade R^2 -värde uppgår till 1,6 procent. Spridningen samt den anpassade linjen för det totala urvalet framgår av Diagram 1. Då varje poäng motsvarar cirka 1,4 procent tolkas detta som att varje ökad öppenhetspoäng motsvarar en ungefärlig minskning om 0,209 procentenheter i kostnad för eget kapital. När vi inkluderar soliditeten i regressionsmodellen tappar öppenhetsvariabeln sin signifikans samtidigt som vi får signifikans i soliditetskoefficienten, vilken uppgår till 0,153. Detta uttyds som att en enprocentig ökning i soliditeten är jämförbar med en ökning i kostnad för eget kapital om 0,153 procentenheter.

Vid regression av våra urvalsgrupper för storlek och bransch finner vi endast signifikans för Mid Cap som erhåller en öppenhetskoefficient på -0,453. Det justerade R^2 -värdet för denna modell uppgår till 13,6 procent. Vi finner ingen signifikans för endera övriga storleksgrupper eller industribranschen. Då soliditetsvariabeln inkluderas för Mid Cap förändras öppenhetskoefficienten något, och soliditeten uppvisar ett positivt, signifikant samband med kostnaden för eget kapital med en koefficient på 0,156. Även för Small Cap är soliditetskoefficienten positiv och signifikant.

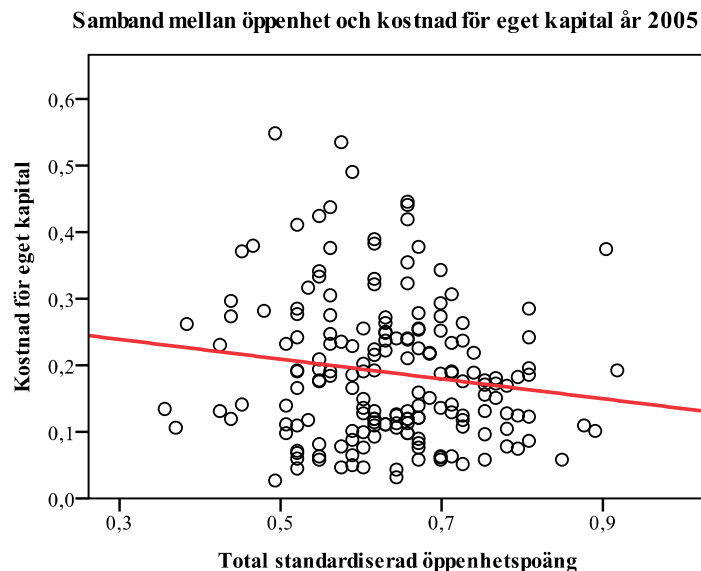


Diagram 1 – Samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital år 2005.

4.1.2 Resultat för år 2007

Sambandet mellan total öppenhet och kostnad för eget kapital för år 2007 saknar signifikans och illustreras i Diagram 2. Signifikans föreligger inte heller för någon av storleksgrupperna. Dock är sambandet signifikant för total öppenhetspoäng i industribranschen, där öppenhetskoefficienten erhåller ett värde om 0,096 och där modellens justerade R^2 -värde uppgår till 5,0 procent. Med soliditeten inkluderad ger inga urvalsgrupper en signifikant modell, varken för öppenhetskoefficienten eller för soliditetskoefficienten.

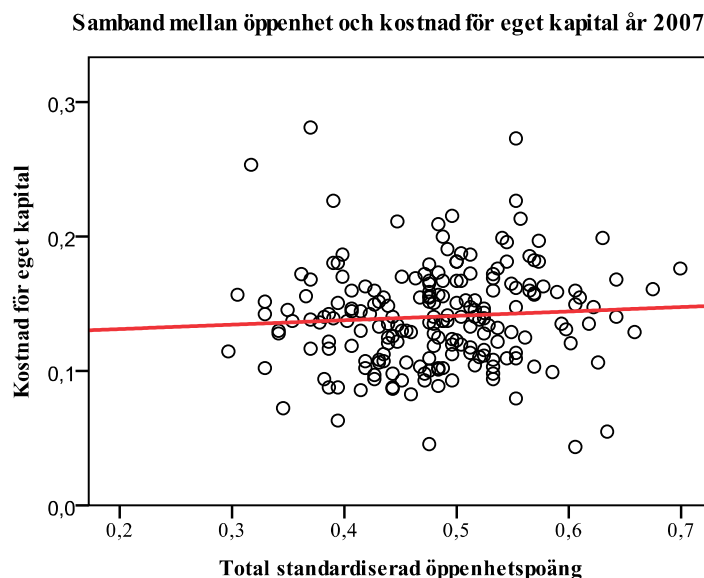


Diagram 2 – Samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital år 2007.

4.1.3 Resultat för år 2008

Öppenhetkoefficienten för total öppenhet är signifikant år 2008 och uppgår till 0,023. Det tolkas som att en enprocentig ökning i öppenhet motsvarar en ökning på 0,023 procentenheter i kostnad för eget kapital. Sambandet för modellen illustreras i Diagram 3. Modellens justerade R^2 -värde är 11,8 procent. För år 2008 utgör en öppenhetspoäng cirka 0,9 procent av totalpoängen, vilket resulterar i att ytterligare en öppenhetspoäng motsvarar en ungefärlig ökning om 0,021 procentenheter i kostnad för eget kapital. När vi inkluderar soliditetsvariabeln förändras öppenhetkoefficienten till 0,020 och soliditetskoefficienten får ett värde på -0,004, vilket tolkas som att en procents ökning i soliditet associeras med en minskning av kostnad för eget kapital om 0,004 procentenheter. Det justerade R^2 -värdet för modellen som inkluderar soliditet uppgår till 13,2 procent.

I storleksgruppen Mid Cap är koefficienten för den totala öppenheten marginellt lägre, med ett värde på 0,022 för Mid Cap. Det justerade R^2 -värdet uppgår till 13,9 procent. Då soliditeten inkluderas i regressionsmodellen sjunker värdet på koefficienten till 0,020. Soliditetskoefficienten uppvisar ett negativt, signifikant samband med kostnad för eget kapital. Det justerade R^2 -värdet för Mid Cap-modellen uppgår till 19,0 procent.

Vid test av industribranschen har öppenhetkoefficienten ett värde om 0,021 och modellen har ett justerat R^2 -värde på 9,5 procent. Sambandet försvinner när soliditetsvariabeln inkluderas i modellen.

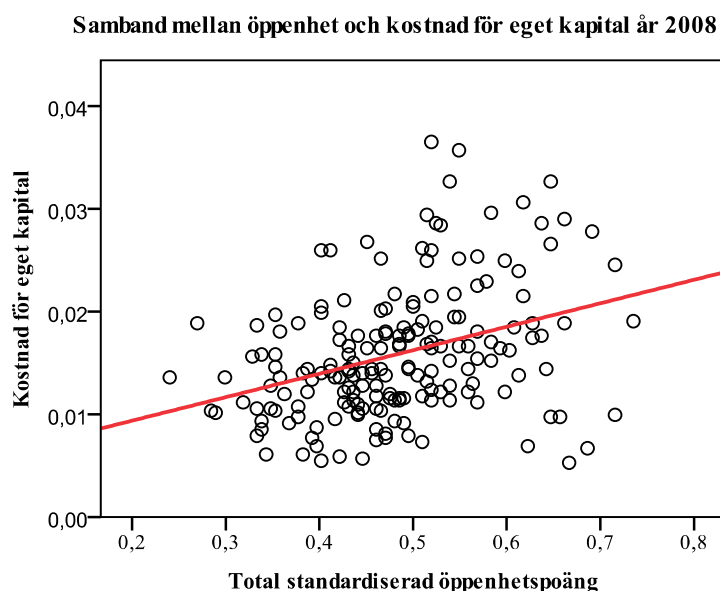


Diagram 3 – Samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital för år 2008.

4.2 Öppenhet i årsredovisningen

Mönstret för modellernas signifikans skiljer sig en aning mellan måttet för total öppenhet och måttet på öppenhet i årsredovisningen. Då varje poäng nu utgör en större procentandel är resultaten inte direkt jämförbara med koefficienterna för total öppenhet som presenterats ovan.

4.2.1 Resultat för år 2005

Regressionen som baseras på totalt urval för år 2005 uppvisar signifikans och öppenhetskoefficienten har ett värde om -0,103. Då en öppenhetspoäng motsvarar 2,0 procent av öppenhetspoängen för årsredovisningen år 2005 tolkas resultatet som att ytterligare en öppenhetspoäng associeras med en minskad kostnad för eget kapital om cirka 0,206 procentenheter. Det justerade R^2 -värdet uppgår till 1,1 procent. Då vi inkluderar soliditeten i modellen så tappar öppenhetskoefficienten sin signifikans. Däremot är soliditetsvariabeln signifikant och uppvisar ett positivt samband med kostnad för eget kapital.

När vi testar våra storleksgrupper är det endast urvalet för Mid Cap som uppvisar signifikans i öppenhetskoefficienten, vilken erhåller ett värde om -0,295. Modellens justerade R^2 -värde är 9,5 procent. Då vi inkluderar soliditeten för vår Mid Cap-modell så förändras öppenhetskoefficienten till -0,318 och soliditetskoefficienten uppgår till 0,149. Modellen har ett justerat R^2 -värde på 13,6 procent.

För industribranschen föreligger ingen signifikans då endast öppenhetsvariabeln inkluderas. Däremot finner vi signifikans i öppenhetskoefficienten som uppgår till -0,079 då soliditetsvariabeln inkluderas. Dock uppvisar soliditetsvariabeln i sig ingen signifikans.

4.2.2 Resultat för år 2007

För år 2007 är det endast urvalet för industribranschen som får en signifikant öppenhetskoefficient när vi testar sambandet mellan öppenhet i årsredovisningen och kostnaden för eget kapital. Koefficientens värde är 0,102 och det justerade R^2 -värdet ligger på 9,9 procent. Vid inkludering av soliditetsvariabeln kvarstår signifikansen för öppenhetskoefficienten, dock sjunker värdet till 0,093. Soliditetsvariabeln påvisar inte något signifikant resultat.

4.2.3 Resultat för år 2008

År 2008 uppvisar det totala urvalet signifikans och öppenhetskoefficienten erhåller ett värde om 0,011. Modellen har ett justerat R^2 -värde på 3,2 procent. Då vi inkluderar soliditeten så sjunker värdet på öppenhetskoefficienten till 0,009, däremot stiger det justerade R^2 -värdet

till 5,9 procent. Soliditetsvariabeln är signifikant med en koefficient på -0,006, det vill säga ett negativt samband mellan soliditet och kostnad för eget kapital.

För storleksgrupperna är det endast Mid Cap som uppvisar signifikans med en koefficient för öppenhetsvariabeln om 0,017 och med ett justerat R^2 -värde på 10,1 procent. Koefficienten sjunker till 0,016 då soliditeten inkluderas samtidigt som justerat R^2 -värde stiger till 16,3 procent. Även för Mid Cap så pekar resultaten på att det föreligger ett negativt samband mellan kostnad för eget kapital och den signifikanta soliditetsvariabeln.

Öppenhetkoefficienten för industriurvalet är signifikant med ett värde på 0,014 och modellens justerade R^2 -värde ligger på 4,6 procent. Då soliditeten inkluderas så försvinner signifikansen för öppenhetsvariabeln.

4.3 Öppenhet i delårs- och webbrapportering

Öppenhetkoefficienten för delårsrapporteringen år 2008 är signifikant och svagt positiv om 0,008, vilket utläses som att en procents ökning i öppenhetspoängen för delårsrapporten associeras med 0,008 procentenheters högre kapitalkostnad. Modellens justerade R^2 -värde är 2,4 procent. Då varje poäng motsvarar cirka 5,88 procent av totalpoängen så associeras ytterligare en öppenhetspoäng med en ökning i kostnaden för eget kapital om 0,05 procentenheter. För år 2005 är koefficienten negativ om -0,164 och med justerat R^2 -värde om 1,0 procent, medan inget statistiskt samband föreligger för år 2007.

Sambandet mellan öppenhet i webbrapporteringen och kostnad för eget kapital är signifikant både år 2007 och 2008. För år 2007 är öppenhetkoefficienten positiv om 0,037 och modellen har ett justerat R^2 -värde om 1,4 procent. För år 2008 har öppenhetkoefficienten ett värde om 0,015 och modellens justerade R^2 -värde uppgår till 14,4 procent. Då varje öppenhetspoäng för webbrapportering för år 2008 utgör cirka 3,1 procent tolkas resultatet för som att ytterligare en öppenhetspoäng i webbrapporteringen associeras med en ökning i kostnad för eget kapital om 0,05 procentenheter. Som tidigare nämnts utfördes ingen granskning av webbrapportering för år 2005.

5. Analys

Nedan analyseras resultaten som våra regressionsmodeller genererat. På grund av att ingen granskning av öppenhet i webbrapporteringen gjordes för år 2005 så standardiseras varje öppenhetspoäng för 2005 till en högre procentandel än motsvarande poäng för år 2007 och 2008. Koefficienten för total öppenhet år 2005 är därför inte direkt jämförbar med motsvarande koefficienter för de andra åren.

5.1 Negativa samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital

Vi observerar ett negativt samband mellan total öppenhet och kostnad för eget kapital för totalt urval, Mid Cap samt öppenheten i delårsrapporterna för år 2005. Dessutom noterar vi för år 2005 även ett negativt samband mellan öppenhet i årsredovisningen och kostnad för eget kapital för det totala urvalet, Mid Cap och industribranschen. Dessa negativa resultat går i linje med det resonemang som Leftwich et al. (1981) för kring en sänkt kapitalkostnad tack vare en ökad omfattning av finansiell rapportering.

Att kostnaden för eget kapital minskar med 0,103 procentenheter för varje ökad procentenhet i öppenhet i årsredovisningen för totalurvalet samt med 0,295 procentenheter för Mid Cap matchar Botosans (1997) resultat om 0,28 procentenheters minskning i kostnad för eget kapital per ökad enhet i hennes öppenhetsindex. I synnerhet borde öppenhetskoefficienten för Mid Cap vara jämförbar med Botosans resultat då de avser den grupp av företag som följs av färre analytiker än medianantalet för hela dataurvalet. Då vi antar att Mid Cap-bolagen inte är de börsbolag som flest analytiker följer, torde resultaten vara någorlunda jämförbara. Koefficienterna skall emellertid inte jämföras rakt av eftersom dataurval och tillvägagångssätt i två skilda studier inte går att likställa. Ändå noterar vi att våra resultat för Mid Cap liknar Botosans (1997) med avseende på sambandets karaktär.

En annan förklaring till varför ökad öppenhet sänker kostnaden för eget kapital hos företag som är noterade på Mid Cap år 2005 kan vara de teorier som Amihud och Mendelson (1986) presenterar angående antal informationskällor. Då skillnader mellan köp- och säljkurs på Mid Cap får antas vara något större än exempelvis för företag noterade på Large Cap så kan det rimligen antas att mer information offentliggörs vid varje transaktion på Mid Cap. Detta skulle innebära att nyttan av att redovisa mer information blir större för företag noterade på Mid Cap då det finns färre informationskällor att tillgå. Resonemanget borde vara av störst relevans för företag som är noterade på Small Cap, men där finner vi ingen signifikans för sambandet mellan öppenhet och kostnad för eget kapital.

För det totala urvalet är det justerade R^2 -värdet för total öppenhetspoäng år 2005 avsevärt lägre än för Mid Cap samma år. Detta är värt att notera eftersom förklaringsgraden så drastiskt har sjunkit för det totala urvalet. En förklaring kan vara dolda variabler som endast förekommer i Large Cap och Small Cap.

5.2 Positiva samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital

Samtliga signifikanta resultat för år 2008 stödjer ett positivt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital, liksom industriurvalet år 2007. Trots att majoriteten av tidigare forskning förespråkar ett negativt samband så har det förekommit empiriska studier som har funnit ett positivt samband. Exempelvis går våra resultat från år 2008 i linje med Bontis och Kristandls (2007) studie. Deras argument för ett positivt samband innebär att marknaden kan straffa ett företag med högre kostnad för eget kapital när omfattande bakåtblickande information medger fel i tidigare framåtblickande prognoser, vilket borde vara synnerligen relevant med hänseende till de marknadsförhållanden som rådde under år 2008 på grund av finanskrisen. De företag som redovisat mycket information kan ha gjort sig skyldiga till ett allvarligare fel i prognoserna eftersom exaktheten i prognoserna varit större.

Vi ifrågasätter marknadsportföljen som ligger till grund för beräkningarna av kostnad för eget kapital år 2008 då det verkar orimligt att investerarnas aggregerade avkastningskrav endast uppgår till 2,25 procent. Anledningen till varför marknadsportföljens värde blir så lågt är att den totala avkastningen är kraftigt negativ för två av de fyra år som beräkningarna baseras på. Orimligheten i att investerarna endast skulle kräva en avkastning om 2,25 procent är att avkastningskravet på respektive bolag jämfört med tidigare år kraftigt sänks.

Marknadsförhållandena som rådde under år 2008 ledde till ökad osäkerhet såväl som ökad volatilitet i aktiepriserna, vilket visar på en ökad informationsasymmetri. En möjlig förklaring är att information avseende år 2008 som presenterades för marknaden gjorde att informationsasymmetrierna ökade när de generellt sett låga finansiella resultaten för året offentliggjordes. Eftersom många resultat var sämre än väntat, ökade osäkerheten kring bolagens framtida kassaflöden. Finanskrisens effekter som förklaring till det positiva resultatet för år 2008 stämmer med Kim och Verrecchias (1994) teori om ökad informationsasymmetri i och med att aktörerna på kapitalmarknaden tolkar den redovisade informationen på olika sätt.

En ytterligare förklaring till varför vi erhåller ett positivt samband för år 2008 skulle kunna kopplas till Lang och Lundholms (1996) teorier om uppfyllandet av finans-

analytikernas prognoser. Då finanskrisen var en extern faktor som påverkade företagens prestationer så blev finansanalytikernas prognoser inte mer korrekta trots att ytterligare information redovisades, vilket ledde till ökad informationsasymmetri.

De signifikanta resultaten för öppenhet i delårs- respektive webbrapportering för år 2008 visar låga koefficienter jämfört med koefficienten för total öppenhet och öppenhet i årsredovisningen. Det är rimligt då de öppenhetsmåttens får antas spela mindre roll för kapitalkostnaden än den totala öppenheten. Spridningen i måtten för öppenhet i delårs- och webbrapporteringen kan vara för liten för att måtten skall vara relevanta att testa mot kostnaden för eget kapital. De funna positiva sambanden stämmer emellertid överens med det positiva sambandet mellan kontinuerlig öppenhet och kostnad för eget kapital som Botosan och Plumlee (2002) finner.

Jämfört med Botosans (1997) justerade R^2 -värde om 13,5 procent för modellen med öppenhet, riskmått och storlek som förklarande variabler, förefaller våra signifikanta modeller ha rimliga förklaringsvärden, trots att sambandet är omvänt mot det Botosan kartlägger.

5.3 Samband för urvalsgrupper och kontrollvariabler

5.3.1 Storleksvariabler

Då vi delar upp urvalet i separata storleksgrupper är Mid Cap den storleksgrupp som uppvisar signifikans vid flest regressioner. Vi finner signifikans för öppenhetskoefficienten i åtta fall av tolv för Mid Cap (67 procent). Alla åtta modellerna uppvisar öppenhetskoefficienter som är signifikanta på en femprocentig nivå, i flera fall är dessutom p-värdena avsevärt lägre. I de fyra signifikanta fall där soliditeten inkluderas i regressionsmodellen, uppvisar även soliditetskoefficienten signifikans i kombination med urvalet för Mid Cap. Ingen av modellerna för Mid Cap har ett justerat R^2 -värde på mindre än 9,5 procent. Sambandets karaktär är positivt för de fyra tester som avser år 2008, negativt för de fyra tester som avser år 2005 samt utan signifikans för resterande fyra tester som avser år 2007. Således kan vi inte dra några generella slutsatser om sambandets art för Mid Cap, däremot talar våra resultat för att ett samband mellan kostnad för eget kapital och öppenhet föreligger för företag som är noterade på denna lista.

Large Cap uppvisar inga signifikanta resultat vid något av de tolv genomförda testerna. Under antagandet att det är de största bolagen som följs av flest analytiker, så stämmer resultatet överens med Botosans (1997) avsaknad av signifikant samband för de bolag som följs av många analytiker. Inte heller något av de tolv tester som genomförts för företag på

Small Cap har uppvisat ett signifikant resultat för öppenhetsvariabeln. Således verkar storleksvariabeln ha betydelse för företag som är noterade på Large eller Small Cap, men ytterligare tester måste genomföras för att kunna säkerställa detta. Därför kan vi inte uttala oss om huruvida det föreligger ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital på Large eller Small Cap.

En förklaring till varför ett samband skulle kunna föreligga på just Mid Cap är antalet investerare i kombination med antal informationskällor, vilket bygger vidare på Amihud och Mendelsons (1986) teori. Vi antar att företag som är noterade på Large Cap är av intresse för ett stort antal investerare, vilket kan ha en direkt korrelation till antalet analytiker som följer företagen på denna lista. Det finns ett stort antal informationskällor att tillgå för dessa företag, varför dessa företags aktier ofta är mer likvida. Då skillnaden mellan köp- och säljkurs inte divergerar i särskilt stor utsträckning, offentliggörs inte heller särskilt mycket information genom varje transaktion. Därför bidrar inte ökad öppenhet till att överbygga informationsasymmetrier i någon större utsträckning, och då föreligger inte något samband för företag som är noterade på Large Cap.

Amihud och Mendelsons (1986) teori borde däremot kunna appliceras på Mid Cap-företag då antalet analytiker och investerare som intresserar sig för dessa bolag borde kunna anses vara färre jämfört antalet för bolag som är noterade på Large Cap. Således blir nyttan av ökad öppenhet tydligare för bolag på Mid Cap, vilket också resulterar i ett signifikant samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital för dessa bolag. Den effekten borde emellertid vara störst på Small Cap, men där har öppenhetsvariabeln ingen signifikans. En felkälla kan vara antagandet om en effektiv kapitalmarknad, som är ett mindre riktigt antagande för just Small Cap. Konsekvensen är att riskbedömningen vid investeringar på Small Cap blir mindre rationell än för de större listorna, vilket kan förklara att ytterligare öppenhet inte påverkar kostnaden för eget kapital.

5.3.2 Industrivariabeln

Urvalet för industribranschen uppvisar signifikanta resultat för öppenhetsvariabeln vid sex av de tolv tester som genomförts (50 procent). Tre av öppenhetskoefficienterna är signifikanta på en femprocentig nivå, resterande tre har en signifikansnivå på tio procent. För samtliga signifikanta resultat så föreligger ett positivt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital för industribranschen, förutom för år 2005 då det föreligger ett negativt samband med öppenheten i årsredovisningen. Detta resultat avser den regression då modellen inkluderar variabeln för soliditet.

Vi ser tendenser till ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital för företag inom industribranschen, i enlighet med Botosan (1997) och Petersen och Plenborgs (2006) studier. Våra resultat verkar således inte vara beroende av branschspecifika mönster för öppenhet eller kapitalkostnad. Denna slutsats kan dock inte antas gälla generellt, eftersom begränsningar i vårt dataurval resulterar i att vi endast kan testa sambandet för en enda bransch i den här studien.

5.3.3 Soliditet

Soliditetsvariabeln är signifikant i 14 av de 30 regressioner där den ingår (47 procent). I åtta av dessa 14 fall så föreligger ett positivt samband med kostnaden för eget kapital. Ett särskilt diskutabelt resultat är att de signifikanta soliditetskoefficienterna för år 2005 är positiva. Att en ökad soliditet skulle associeras med en högre kapitalkostnad strider mot Espinosa och Trombettas (2007) teorier och resultat. De argumenterar för att kostnaden för eget kapital bör öka i samband med att skuldsättningsgraden ökar, då en ökad skuldsättning medför större variation i avkastningen till investerarna. Därför misstänker vi att soliditetsvariabeln är korrelerad med faktorer som inte finns inkluderade i vår modell. Att soliditetsvariabeln inte är signifikant för vissa urval stämmer överens med Petersen och Plenborgs (2006) resultat.

I sex av de fall då soliditetsvariabeln är signifikant, uppvisar även öppenhetskoefficienten signifikans. Vid en jämförelse med motsvarande regression där soliditetsvariabeln inte ingår har samtliga öppenhetskoefficienters värde minskat något. Det antyder att soliditeten är ett mått som påverkar både total öppenhet och kostnad för eget kapital, vilket Espinosa och Trombetta (2007) finner bevis för.

5.4 Insignifikanta resultat

Bortsett från industriurvalet för total öppenhet och öppenhet i årsredovisning, samt öppenhet i webbrapportering så är inga tester för år 2007 signifikanta. Teorierna om nyttan av ökad öppenhet antar på att investerare vill minimera risktagandet. Dataurvalet för år 2007 baserar sig dock på en period av ihållande högkonjunktur, vilket kan förklara varför marknaden inte tog lika stor hänsyn till riskfaktorn som soliditeten uppskattar. Därför är det faktum att investerarna inte tog hänsyn till öppenheten år 2007 inte oväntat.

En annan förklaring till varför en del öppenhetskoefficienter saknar signifikans kan vara det faktum att det inte föreligger något direkt samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital. Resultatet går i så fall i linje med teorin som bland andra Francis et al. (2007) och Healy et al. (1999) argumenterar för. Om inte kostnad för eget kapital är har ett direkt

samband med öppenhet så resulterar detta i att öppenheten endast fångar upp effekterna av en variabel för resultat kvalitet eller liknande, vilken är indirekt korrelerad med både öppenhet och kostnad för eget kapital. Det skulle kunna förklara varför vi finner motsatta samband för år 2005 och år 2008 samt avsaknad av signifikans för år 2007.

Ett tredje argument till varför vi saknar signifikans i vissa tester, särskilt för år 2007 och år 2008, är införandet av IFRS. Petersen och Plenborg (2006) begränsar sitt urval till att endast omfatta tiden före införandet av IFRS i Danmark som, liksom i Sverige, infördes år 2005. De argumenterar för att kraven som IFRS ställer jämnar ut skillnaderna mellan företagen, varför spridningen blir för liten för att kunna observera huruvida öppenheten har något samband med exempelvis kostnad för eget kapital. Således skulle en alternativ förklaring kunna vara att våra resultat blir signifikanta för år 2005 då IFRS rimligtvis inte hunnit implementeras i sin helhet. Däremot torde effekterna från införandet av IFRS vara synliga för åren 2007 och 2008, varför våra resultat blir insignifikanta eller rentav visar ett omvänt samband jämfört med vad tidigare forskning predikterar. Om så är fallet skulle det innebära att det finns ytterligare variabler för år 2008 som är korrelerade med både öppenhet och kostnad för eget kapital och därför orsakar ett, till synes, signifikant samband trots att sambandet inte föreligger.

En omständighet som vi inte kan utesluta i och med det motsägelsefulla sambandet mellan öppenhetskoefficienterna och kostnad för eget kapital vid jämförelse mellan de olika åren, är att resultaten är en produkt av slumpen.

6. Slutsats

Syftet med vår studie var att undersöka om det på den svenska marknaden finns ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital. Om ett samband föreligger är det av intresse för företagen att undersöka hur stor nytta och kostnad en ökad öppenhet skulle medföra. Våra statistiska tester visar att det finns ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital på den svenska aktiemarknaden. Framför allt stöds detta av resultaten från år 2008 och år 2005. Dock är sambandet positivt för år 2008, medan det är negativt för år 2005. Resultaten för år 2007 saknar i det närmaste signifikans.

Vid våra gruppvisa regressioner finner vi att det tydligaste sambandet föreligger för företag på Mid Cap. Även resultaten för industribranschen indikerar att ett samband skulle kunna föreligga. Däremot finner vi inga signifikanta resultat för Large Cap och Small Cap, varför vi inte kan uttala oss om huruvida det föreligger något samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital för bolag som är noterade på dessa listor.

I ett andra steg av våra regressioner inför vi en kontrollvariabel för soliditet, vilken är signifikant i nästan hälften av testerna. Dock ifrågasätter vi resultaten för år 2005, eftersom de uppvisar ett positivt samband med kostnad för eget kapital. Således misstänker vi att vår soliditetskoefficient är korrelerad med variabler som inte ingår i vår modell, åtminstone i de tester som avser år 2005. För år 2008 uppvisar variabeln emellertid resultat som ligger mer i linje med resultaten från tidigare forskning, medan den är utan signifikans för år 2007.

En majoritet av resultaten för år 2007 samt en del resultat för år 2005 och 2008 saknar signifikanta samband. Detta kan förklaras av teorier om att öppenhet inte har något direkt samband med kostnaden för eget kapital. En ytterligare förklaring kan även vara att i takt med att IFRS har implementerats fullt ut så har mängden information som företagen redovisar konvergerat. Om så är fallet skulle våra resultat sakna signifikans på grund av att dataurvalet för öppenhet saknar tillräcklig spridning för att kunna studeras med en regressionsanalys.

Sammanfattningsvis stödjer data att det finns ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital, men resultaten är till viss del motsägelsefulla vad gäller sambandets karaktär. Finanskrisen kan utgöra en förklaring till det omvända samband vi ser för år 2008, men detta är ett osäkert antagande, varför vi inte kan dra några generella slutsatser om sambandets natur.

6.1 Vidare forskning

Vårt förslag till vidare forskning om det empiriska sambandet mellan öppenhet och kostnad för eget kapital, särskilt på den svenska marknaden, är att utöka dataurvalet till flera år. Därtill föreslår vi en omformulering av frågeställningen till att gälla nyttan av ökad öppenhet, snarare än sambandet mellan öppenhet och kostnad för eget kapital. Nyttan av öppenhet borde kunna illustreras lika väl av ett samband med andra mått på informationsasymmetrier. På så vis kan problematiken med den icke observerbara kapitalkostnaden undvikas.

För att ta hänsyn till den pågående diskussionen om det direkta sambandet mellan öppenhet och kostnad för eget kapital vore det intressant att se europeisk forskning kring de resultat som Francis et al. (2007) presenterar.

7. Diskussion

7.1 Validitet

Vår studie syftar till att fastställa huruvida det föreligger ett samband mellan öppenhet och kostnad för eget kapital för företag på den svenska marknaden. Då vi får signifikanta resultat för öppenhetskoefficienten i 37 procent de genomförda regressionerna, tyder detta på att ett samband föreligger. Slutsatsernas validitet är diskuterbara på grund av att sambandens karaktärer är motsägelsefulla åren emellan. Vi kan dessutom endast spekulera i den bakomliggande anledningen till varför de flesta tester för år 2007 saknar signifikans.

Dock finner vi signifikanta samband framförallt för total öppenhetspoäng såväl som för öppenheten i årsredovisningen. Dessutom uppvisar både Mid Cap och industribranschen tendenser på att ett samband föreligger också efter justering för storlek och bransch. Även öppenhet i delårs- och webbrapportering uppvisar resultat där öppenhetskoefficienten är skild från noll. Således besvarar vår uppsats sin frågeställning.

7.2 Reliabilitet

Vi har i studien estimerat kostnaden för eget kapital med hjälp av CAPM. Jagannathan och McGrattan (1995) förklarar att CAPM utvecklades primärt för att förklara skillnader i riskpremier mellan olika tillgångsslag, samt att göra det på historisk data över en lång tidsperiod. Detta syfte stämmer delvis med vår tillämpning av modellen. Vi baserar visserligen CAPM på historiska data men vi använder resultatet för att prediktera den förväntade avkastningen på marknaden. Vår studie behandlar även aktier från olika branscher men tillgångsslaget utgör dock endast aktier.

Vidare ignorerar portföljteori estimeringsrisk genom att forskningen hanterar de uppskattade måtten som om de vore observerbara och korrekta. Följaktligen inkluderar betavärdet ingen estimeringsrisk. Det pågår en diskussion huruvida estimeringsrisken är diversifierbar och inte prissatt, eller icke diversifierbar och prissatt. Botosan (2006) argumenterar för att CAPM kan vara olämplig för empiriska studier av sambandet mellan öppenhet och kostnad för eget kapital. Öppenheten då endast kan påverka kapitalkostnaden om den påverkar beta, vilket det finns svagt teoretiskt stöd för. Emellertid finns valida argument för respektive uppfattning (Botosan 2006), varför vi antar att estimeringsrisken är icke diversifierbar. Utfallet av den pågående diskussionen påverkar reliabiliteten i våra resultat.

Francis et al.s (2007) studie är unik i bemärkelsen att den lyckas bortförklara relevansen i öppenhetsforskningen. Därför finns det anledning att i öppenhetsmodellen inkludera en variabel som justerar för resultat kvalitet. Med hänsyn till studiens omfång har vi dock inte möjlighet att konstruera en sådan variabel. Den skulle inte heller bidra till att besvara studiens frågeställning. Dessutom är resultaten som Francis et al. redovisar så kontroversiella att vi inte finner det försvarbart att med hänvisning bara till deras resultat ogiltigförklara öppenhetsforskningen. Espinosa och Trombetta (2007) och andra aktuella studier testat öppenheten direkt mot kostnaden för eget kapital och får signifikanta resultat i enlighet med teorier om estimeringsrisk. Således finner vi det motiverat att inte inkludera någon variabel för resultat kvalitet i vår studie.

8. Referenser

- Amihud, Y. och Mendelson, H. (1986), "Asset pricing and the bid-ask spread", *Journal of Financial Economics*, vol. 17, s. 223-249.
- Bontis, N. och Kristandl, G. (2007), "The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting", *Journal of Intellectual Capital*, vol. 8, nr. 4, s. 577-594.
- Botosan, C. A. (1997), "Disclosure level and the cost of equity capital", *Accounting Review*, vol. 72, nr. 3, s. 323-349.
- Botosan, C. A. (2006), "Disclosure and the cost of capital: what do we know?", *Accounting and Business Research, Kingston Upon Thames*, s. 31-40.
- Botosan, C. A. och Plumlee, M. (2002), "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital", *Journal of Accounting Research*, vol. 40, s. 21-40.
- Diamond, D. och Verrecchia, R. (1991), "Disclosure, liquidity and the cost of capital", *The Journal of Finance*, vol. 46, nr. 4, s. 1325-1,359.
- Espinosa, M. och Trombetta, M. (2007), "Disclosure interactions and the cost of equity capital: Evidence from the Spanish continuous market", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 34, nr. 9 och 10, s. 1,371-1,392.
- Fama, E. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, vol. 25, s. 383-417.
- Foster, N. (2003), *The FASB and the capital markets. The FASB report*. Norwalk, CT: FASB.
- Francis, J., Dhananjay, N. och Olsson, P. (2008), "Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital", *Journal of Accounting Research*, vol. 46, nr. 1, s. 53-99.
- Hail, L. (2002), "The impact of voluntary corporate disclosure on the ex-ante cost of capital for Swiss firms", *The European Accounting Review*, vol. 11, nr. 4, s. 741-773.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., och Palepu, K. G. (1999), "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, nr. 3, s. 485-520.
- Healy, P. M. och Palepu, K. G. (2000), "A review of the empirical disclosure literature", Working paper, Harvard Business School.
- Jagannathan, R. och McGrattan, E. (1995), "The CAPM debate", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Report*, vol. 19, s. 2-17.
- Jensen, M. och Meckling, W. H. (1976), "The theory of firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr. 4, s. 305-360.

Kim, O. och Verrecchia, R. (1991), "Trading volume and price reactions to public announcements", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, s. 302-321.

Kim, O. och Verrecchia, R. (1994), "Market liquidity and volume around earnings announcements", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, nr. 1-2, s. 41-67.

Lambert, R., Leuz, C. och Verrecchia, R. (2007), "Accounting information, disclosure and the cost of capital", *Journal of Accounting Research*, vol. 45, nr. 2, s. 385-420.

Lang, M. och Lundholm, R. (1993), "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, vol. 31, nr. 2, s. 246-271.

Lang, M. och Lundholm, R. (1996), "Corporate disclosure policy and analyst behavior", *The Accounting Review*, vol. 71, s. 467-492.

Leftwich, R. W., Watts, R. L., och Zimmerman, J. L. (1981 Supplement), "Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting", *Journal of Accounting Research*, vol. 19, s. 50-77.

Leuz, C. och Verrecchia, R. (2000), "The economic consequences of increased disclosure", *The Journal of Accounting Research*, vol. 38, s. 91-124.

Levitt, A. (1998), "The importance of high quality accounting standards." *Accounting Horizons*, vol. 12, s. 79-82.

Miller, B. W. och Bahnson, P. R. (2004), "Financial reporting costs: It's time for a better vision", *Accounting Today*, vol. 18, nr. 17, s. 14-16.

Perold, A. F. (2004), "The capital asset pricing model", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, nr. 3, s. 3-24.

Petersen, C., och Plenborg, T. (2006), "Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 15, nr. 2, s. 127-149.

Prodhan, B., och Harris, M. (1989), "Systematic risk and the discretionary disclosure of geographical segments: an empirical investigation of US multinationals", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 16, nr. 4, s. 467-492.

Ryan, B., Scapens, R.W. och Theobald, M.T. (2002), *Research Methods and Methodology in Finance and Accounting*. Hampshire: Cengage Learning EMEA.

Skogsvik, K. (1998), "Conservative accounting principles, equity valuation and the importance of voluntary disclosures", *British Accounting Review*, vol. 30, s. 361-381.

Spence, M. (1973), "Job market signaling", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, nr. 3, s. 355-374.

Verrecchia, R. E. (2001), "Essays on disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, s. 97-180.

Watts, R. L. och Zimmerman, J. L. (1986), *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall Inc.

Welker, M. (1995), "Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, nr. 2, s. 801-827.

Telefon- och e-postintervjuer

Andersson, J., Konsult, *Kanton Finansiella Rådgivning AB*, 2010-03-10 och 2010-05-17.

Holst, H., Senior systemarkitekt, *Millistream Market Data AB*, 2010-04-20 och 2010-05-17.

Källdata

Affärsvärlden (2010), *AFV Generalindex inkl. återlagda utdelningar*, Stockholm: Affärsvärlden. Tillgänglig [online]: http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=%28cc%20%28info%20%28tab%20hist%29%29%29 [2010-03-10].

Aktiespararna (2006), "Generell förbättring trots färre poäng", *Aktiespararen*, nr. 8, s. 38-41.

Aktiespararna (2006), "Ljungberggruppen bäst igen", *Aktiespararen*, nr. 11, s. 44-45.

Avanza (2006), *Börsguide 2006:2*. Uppsala: Avanza Vikingen AB.

Fondbolagens Förening (2010), *SIX Return Index*. Stockholm: Fondbolagens Förening. Tillgänglig [online]: <http://www.fondbolagen.se/IndexHistorik/SIXPRX.aspx> [2010-05-09].

Kanton (2008), *Kriterier Årets börsbolag 2008*. Stockholm: Kanton Finansiella Rådgivning AB. Tillgänglig [online]: <http://www.kanton.se/sv/financialadvisors/Arets-Borsbolag/arets-borsbolag-2008/Kriterier.aspx> [2010-05-09].

Kanton (2008), *Resultat: Årets börsbolag 2007*. Stockholm: Kanton Finansiella Rådgivning AB. Tillgänglig [online]: http://www.kanton.se/files/nyheter/2008/arets_borsbolag2007.pdf [2010-05-17].

Kanton (2009), *Årets börsbolag 2008 – Samtliga resultatlistor*. Stockholm: Kanton Finansiella Rådgivning AB. Tillgänglig [online]: <http://www.kanton.se/Files/Resultatlista.pdf> [2010-05-17].

Placera Media Stockholm AB (2008), *Börsguide 2008:2*. Stockholm: Placera Media Stockholm AB.

Placera Media Stockholm AB (2009), *Börsguide 2009:2*. Stockholm: Placera Media Stockholm AB.

Sveriges Riksbank (2010), *Statsskuldväxlar*, Stockholm: Sveriges Riksbank. Tillgänglig [online]: <http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16739> [2010-03-10].

9. Bilagor

9.1 Bilaga 1 – Bortfallsöversikt

Bortfallsöversikt							
		2005		2007		2008	
			%		%		%
Totalt antal företag		268	100,0 %	268	100,0 %	252	100,0 %
Varav	Large Cap	65	24,3 %	59	22,0 %	56	22,2 %
	Mid Cap	76	28,4 %	81	30,2 %	74	29,4 %
	Small Cap	127	47,4 %	128	47,8 %	122	48,4 %
	Industri	62	23,1 %	67	25,0 %	87	34,5 %
Bortfall öppenhet		-16	-6,0 %	-14	-5,2 %	-14	-5,6 %
Kvarvarande urval		252	94,0 %	254	94,8 %	238	94,4 %
Bortfall r _E		-61	-22,8 %	-46	-17,2 %	-53	-21,0 %
Kvarvarande urval		191	71,3 %	208	77,6 %	185	73,4 %
Bortfall soliditet		-10	-3,7 %	-7	-2,6 %	-1	-0,4 %
Kvarvarande urval		181	67,5 %	201	75,0 %	184	73,0 %
Varav	Large Cap	47	26,0 %	43	21,4 %	41	22,3 %
	Mid Cap	50	27,6 %	53	26,4 %	54	29,3 %
	Small Cap	84	46,4 %	105	52,2 %	89	48,4 %
	Industri	54	29,8 %	53	26,4 %	50	27,2 %
Totalt bortfall		-87	-32,5 %	-67	-25,0 %	-68	-27,0 %

9.2 Bilaga 2 – Deskriptiv dataöversikt

CAPM-data			
År	Antal observationer	Marknadsportfölj	Riskfri avkastning
2005	181	18,92 %	2,365 %
2007	201	14,34 %	4,053 %
2008	184	2,25 %	0,225 %

Deskriptiv data för öppenhet och kostnad för eget kapital								
År	Deskriptiv data	r _E	Total std. ⁶	ÅR std.	Delår std.	Webb std.	Soliditet	
2005	Medel	0,189	0,64	0,58	0,75	-	0,51	
	Median	0,176	0,63	0,58	0,74	-	0,49	
	Standardavvikelse	0,107	0,11	0,14	0,08	-	0,19	
	Minimum	0,030	0,36	0,24	0,48	-	0,12	
	Maximum	0,550	0,92	0,96	1,00	-	0,95	
	Percentiler	25	0,110	0,56	0,49	0,70	-	0,35
		50	0,176	0,63	0,58	0,74	-	0,49
		75	0,250	0,70	0,68	0,78	-	0,64
2007	Medel	0,140	0,48	0,56	0,55	0,31	0,50	
	Median	0,139	0,48	0,56	0,54	0,32	0,46	
	Standardavvikelse	0,037	0,08	0,11	0,07	0,14	0,20	
	Minimum	0,044	0,30	0,22	0,36	0,00	0,04	
	Maximum	0,281	0,70	0,79	0,73	0,68	0,96	
	Percentiler	25	0,114	0,43	0,50	0,50	0,22	0,34
		50	0,139	0,48	0,56	0,54	0,32	0,46
		75	0,161	0,53	0,64	0,61	0,41	0,64
2008	Medel	0,016	0,48	0,57	0,52	0,33	0,46	
	Median	0,014	0,48	0,57	0,53	0,31	0,44	
	Standardavvikelse	0,006	0,10	0,11	0,13	0,16	0,21	
	Minimum	0,005	0,24	0,24	0,12	0,03	0,03	
	Maximum	0,037	0,74	0,83	0,77	0,78	0,93	
	Percentiler	25	0,011	0,42	0,51	0,41	0,22	0,32
		50	0,014	0,48	0,57	0,53	0,31	0,44
		75	0,019	0,54	0,63	0,61	0,43	0,63

⁶ Total standardiserad (framöver std.) öppenhetspoäng

9.3 Bilaga 3 – Resultat från regressionsanalysen

Total öppenhet standardiserad					
År	Data	Antal	Koefficient Öppenhet	Justerat R ² -värde	Konstant
2005	Total	181	*-0,149	0,016	0,248
	Large	47	-0,060	-0,019	0,030
	Mid	50	***-0,453	0,136	0,480
	Small	84	-0,035	-0,011	0,224
	Industri	54	-0,056	-0,013	0,182
2007	Total	201	0,033	0,000	0,125
	Large	43	-0,320	-0,021	0,169
	Mid	53	-0,086	0,012	0,194
	Small	105	0,040	-0,002	0,112
	Industri	53	*0,096	0,050	0,098
2008	Total	184	***0,023	0,118	0,005
	Large	41	0,012	0,001	0,016
	Mid	54	***0,022	0,139	0,005
	Small	89	0,002	-0,010	0,012
	Industri	50	**0,021	0,095	0,006

* Signifikant på nivåer mellan $0.05 < \alpha \leq 0.10$.

** Signifikant på nivåer mellan $0.01 < \alpha \leq 0.05$.

*** Signifikant på nivåer mindre än $\alpha \leq 0.01$.

Total öppenhet standardiserad inklusive soliditet						
År	Data	Antal	Koefficient Öppenhet	Koefficient Soliditet	Justerat R ² -värde	Konstant
2005	Total	181	-0,119	***0,153	0,081	0,187
	Large	47	-0,041	0,068	-0,033	0,179
	Mid	50	***-0,488	*0,156	0,182	0,426
	Small	84	0,006	***0,194	0,108	0,090
	Industri	54	-0,089	-0,097	0,001	0,245
2007	Total	201	0,040	0,010	-0,003	0,117
	Large	43	-0,011	0,042	-0,009	0,139
	Mid	53	-0,119	-0,036	0,022	0,228
	Small	105	0,051	0,020	0,004	0,096
	Industri	53	0,073	-0,027	0,045	0,121
2008	Total	184	***0,020	**0,004	0,132	0,008
	Large	41	0,012	-0,006	0,004	0,019
	Mid	54	***0,020	**0,006	0,190	0,009
	Small	89	0,004	**0,004	0,032	0,008
	Industri	50	0,014	**0,014	0,152	0,015

* Signifikant på nivåer mellan $0.05 < \alpha \leq 0.10$.

** Signifikant på nivåer mellan $0.01 < \alpha \leq 0.05$.

*** Signifikant på nivåer mindre än $\alpha \leq 0.01$.

Årsredovisningsöppenhet standardiserad					
År	Data	Antal	Koefficient Öppenhet	Justerat R ² -värde	Konstant
2005	Total	181	*-0,103	0,011	0,249
	Large	47	-0,067	-0,015	0,222
	Mid	50	**0,295	0,095	0,359
	Small	84	-0,016	-0,012	0,211
	Industri	54	-0,053	-0,010	0,177
2007	Total	201	-0,007	-0,005	0,144
	Large	43	-0,085	0,030	0,202
	Mid	53	-0,048	-0,005	0,179
	Small	105	-0,004	-0,010	0,132
	Industri	53	**0,102	0,099	0,085
2008	Total	184	***0,011	0,032	0,010
	Large	41	-0,002	-0,024	0,024
	Mid	54	**0,017	0,101	0,006
	Small	89	-0,004	0,001	0,014
	Industri	50	**0,014	0,046	0,008

* Signifikant på nivåer mellan $0.05 < \alpha \leq 0.10$.

** Signifikant på nivåer mellan $0.01 < \alpha \leq 0.05$.

*** Signifikant på nivåer mindre än $\alpha \leq 0.01$.

Årsredovisningsöppenhet standardiserad inklusive soliditet						
År	Data	Antal	Koefficient Öppenhet	Koefficient Soliditet	Justerat R ² -värde	Konstant
2005	Total	181	-0,085	***0,155	0,079	0,160
	Large	47	-0,052	0,064	-0,030	0,185
	Mid	50	***-0,318	*0,149	0,136	0,300
	Small	84	0,001	***0,194	0,108	0,093
	Industri	54	***-0,079	-0,099	0,004	0,235
2007	Total	201	-0,004	0,005	-0,009	0,140
	Large	43	-0,068	0,029	0,022	0,180
	Mid	53	-0,071	-0,030	0,005	0,207
	Small	105	0,004	0,017	-0,008	0,119
	Industri	53	*0,093	-0,012	0,083	0,096
2008	Total	184	**0,009	**0,006	0,059	0,014
	Large	41	-0,004	-0,006	-0,020	0,028
	Mid	54	**0,016	**0,007	0,163	0,010
	Small	89	-0,002	*0,003	0,026	0,012
	Industri	50	0,006	**0,016	0,118	0,019

* Signifikant på nivåer mellan $0.05 < \alpha \leq 0.10$.

** Signifikant på nivåer mellan $0.01 < \alpha \leq 0.05$.

*** Signifikant på nivåer mindre än $\alpha \leq 0.01$.

Delår- och webböppenhet standardiserad

År	Data	Antal	Koefficient Öppenhet	Justerat R ² -värde
2005	Delår	181	*-0,164	0,010
2007	Delår	201	0,015	-0,004
	Webb	201	*0,037	0,014
2008	Delår	184	**0,008	0,024
	Webb	184	***0,015	0,144

* Signifikant på nivåer mellan $0.05 < \alpha \leq 0.10$.

** Signifikant på nivåer mellan $0.01 < \alpha \leq 0.05$.

*** Signifikant på nivåer mindre än $\alpha \leq 0.01$.

9.4 Bilaga 4 – Kriterier för öppenhetsgranskning, Årets börsbolag 2008

9.4.1 Granskning av årsredovisning

Samtlig efterfrågad information i årsredovisning söks på svenska.

A. INLEDANDE INFORMATION – 2 poäng

1. Viktiga händelser uppdelade per kvartal, 1 p

2. Ordförandeord, 1 p

B. BOLAGSBESKRIVNING – 23 poäng

1. Affärsidé, strategier och finansiella mål, 6 p

1.1 Affärsidé. [1 p]

1.2 Konkreta strategier, gärna i punktform. [1 p]

1.3 Finansiella mål. [1 p]

1.4 Utfall av finansiella mål. [1 p]

1.5 Uppföljning av finansiella mål. [1 p]

1.6 Kvantifierad utdelningspolitik samt bakomliggande resonemang. [1 p]

2. Verksamhet, 5 p

2.1 Verksamhetsbeskrivning (konkret redogörelse för bolagets erbjudande till marknaden). [1p]

2.2 Fördelning av försäljning och resultat, antingen per affärsområde eller på del- eller geografiska marknader. [1 p]

2.3 Affärsmodeller. [1 p]

2.4 Immateriella tillgångar, såsom patent, varumärke, innovationsgrad och andra strategiska fördelar. [1 p]

2.5 Mål och uppföljning för kvalitet. [1 p]

3. Affärsprocesser, 3 p

3.1 ISO-certifiering samt forsknings- och/eller utvecklingskostnader. [2 p]

3.2 Placering i värdekedjan, beskrivning av flödet från leverantör till slutkund. [1 p]

4. Marknader per samtliga affärsområden/delverksamheter, 4 p

4.1 Kvantifierade marknadsandelar (i absoluta tal eller procent). [1 p]

4.2 Totala marknadens storlek i kronor samt tillväxt. [1 p]

4.3 Trender. [1 p]

4.4 Utveckling av kundkategorier och målgrupper inklusive fjolårets siffror. [1 p]

5. Konkurrenter (beskrivningen skall avse hela företag, produkter, marknader eller enligt annan uppdelning), 2 p

5.1 Namn. [1 p]

5.2 Kvantifierade marknadsandelar (i absoluta tal eller procent). [1 p]

6. Hållbarhetsinformation, 3 p

6.1 GRI-nivå A ger [3 p], B ger [2 p] och C ger [1 p].

C. AKTIEINFORMATION – 5 poäng

1. Aktier och ägare, 5 p

1.1 Antal aktieägare. [1 p]

1.2 De största ägarna av aktiekapital och, vid graderad rösträtt, även röstetal. [1 p]

1.3 Antal aktier, före respektive efter utspädning. [1 p]

1.4 Ägarbild. Olika ägares/ägarkategoriernas procentuella innehav (utländskt och svenskt ägande, finansiellt och institutionellt ägande, offentligt och privat ägande). [1 p]

1.5 Börskurs, börskurva samt aktiens årliga omsättningshastighet. [1 p]

(Börskurs i siffror per varje räkenskapsårs slut skall finnas för fem år. Även börskurva skall anges för fem år eller så länge aktien varit noterad.)

D. FEMÅRSÖVERSIKT NYCKELTAL – 8 poäng

(Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikers Förening. För nymoterade bolag: pro forma. Bolag som haft verksamhet kortare tid än fem år måste ange detta.)

1. Avkastning på eget kapital, 1 p

2. Beroende på verksamhetens art ges poäng för någon av följande, 1 p

Avkastning på sysselsatt kapital, direktavkastning (fastighetsbolag) eller kapitaltäckningsgrad (banker).

3. Soliditet eller skuldsättningsgrad, 1 p

4. Substansvärde per aktie, 1 p

5. Resultat per aktie, 1 p

6. Kassaflöde från den löpande verksamheten per genomsnittligt antal aktier, 1 p

7. Utdelning per aktie, 1 p

Nyckeltalet skall finnas angivet även då ingen utdelning skett.

8. Rörelsemarginal, 1 p

E. STYRELSE OCH BOLAGSLEDNING – 3 poäng

1. Styrelsens arbete, 2 p

Beskrivning av styrelsens arbete under verksamhetsåret utifrån uppsatta mål och fastlagda strategier.

2. Organisationsstruktur för bolagsstyrning, 1 p

F. VINSTPROGNOS, RISK- OCH KÄNSLIGHETSANALYS – 8 poäng

1. Resultatprognos, 3 p

1.1 Verbal prognos; riktning – ”bättre eller sämre än i fjol” – eller dylikt. [2 p]

1.2 Förutsättningar som företagets prognos baseras på. [1 p]

(1.3 Förklaring till varför prognos ej kan lämnas. [1 p])

2. Risk- och känslighetsanalys, 5 p

2.1 Beskrivning av viktiga rörelse- respektive finansiella risker. [2 p]

2.2 Kvantifiering av känsligheten för rörelse- respektive finansiella riskfaktorer. [2 p]

2.3 Redovisning av säsongeffekter. [1 p]

G. DISTRIBUTION – 2 poäng

Riktlinjer för distribution skall anges i årsredovisningen.

- 1. Tryckt version endast till de aktieägare som uttryckligen begärt en sådan, 2 p*
- 2. Tryckt fullständig version till alla registrerade aktieägare som inte aktivt avsagt sig en sådan, 1 p*

H. ORDLISTA OCH DEFINITIONER – 2 poäng

TOTALT: 53 POÄNG

9.4.2 Granskning av årsredovisning, investmentbolag

Samtlig efterfrågad information i årsredovisning söks på svenska.

A. INLEDANDE INFORMATION – 2 poäng

1. Viktiga händelser uppdelade per kvartal, 1 p

2. Ordförandeord, 1 p

B. BOLAGSBESKRIVNING – 26 poäng

1. Affärsidé, strategier och finansiella mål, 7 p

1.1 Affärsidé. [1 p]

1.2 Konkreta strategier, gärna i punktform. [1 p]

1.3 Andel onoterade respektive noterade bolag i portföljen. [1 p]

1.4 Finansiella mål. [1 p]

1.5 Utfall av finansiella mål. [1 p]

1.6 Uppföljning av finansiella mål. [1 p]

1.7 Kvantifierad utdelningspolitik samt bakomliggande resonemang. [1 p]

2. Allmän placeringsstrategi, 3 p

2.1 Allmän beskrivning. [1 p]

2.2 Beskrivning av inriktning geografiskt, branschmässigt eller annan inriktning samt motivering härför. [2 p]

3. Företagspresentation för de största innehaven, 11 p

Produkter och marknader, kunder, året i korthet, resultaträkning, nyckeltal för minst tre år (soliditet eller nettoskuld, eget kapital, omsättning, kassaflöde, antal anställda), motivering till innehaven.

4. Portföljens historiska utveckling, 2 p

5. Hållbarhetsinformation, 3 p

5.1 GRI-nivå A ger [3 p], B ger [2 p] och C ger [1 p].

C. AKTIEINFORMATION – 5 poäng

1. Aktier och ägare, 5 p

1.1 Antal aktieägare. [1 p]

1.2 De största ägarna av aktiekapital och, vid graderad rösträtt, även röstetal. [1 p]

1.3 Antal aktier, före respektive efter utspädning. [1 p]

1.4 Ägarbild. Olika ägares/ägarkategoriernas procentuella innehav (utländskt och svenskt ägande, finansiellt och institutionellt ägande, offentligt och privat ägande). [1 p]

1.5 Börskurs, börskurva samt aktiens årliga omsättningshastighet. [1 p]

(Börskurs i siffror per varje räkenskapsårs slut skall finnas för fem år. Även börskurva skall anges för fem år eller så länge aktien varit noterad.)

D. FEMÅRSÖVERSIKT NYCKELTAL – 9 poäng

(Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikernas Förening. För nyoterade bolag: pro forma. Bolag som haft verksamhet kortare tid än fem år måste ange detta.)

1. Avkastning på eget kapital, 1 p
2. Substansvärdesutveckling, 1 p
3. Soliditet eller skuldsättningsgrad, 1 p
4. Substansvärde per aktie, 1 p
5. Resultat per aktie, 1 p
6. Kassaflöde från den löpande verksamheten per genomsnittligt antal aktier, 1 p
7. Utdelning per aktie, 1 p Även om ingen utdelning lämnats skall nyckeltalet finnas med.
8. Förvaltningskostnad i procent av portföljvärdet, 1 p
9. Börskurs i procent av substansvärde (rabatt eller premie), 1 p

E. STYRELSE OCH BOLAGSLEDNING – 3 poäng

1. Styrelsens arbete, 2 p

Beskrivning av styrelsens arbete under verksamhetsåret utifrån uppsatta mål och fastlagda strategier.

2. Organisationsstruktur för bolagsstyrning, 1 p

F. RISKANALYS – 4 poäng

1. Risk- och känslighetsanalys, 4 p

1.1 Beskrivning av viktiga rörelse- respektive finansiella riskfaktorer. [2 p]

1.2 Kvantifiering av känsligheten för rörelse- respektive finansiella riskfaktorer. [2 p]

G. DISTRIBUTION – 2 poäng

Riktlinjer för distribution skall anges i årsredovisningen.

1. Tryckt version endast till de aktieägare som uttryckligen begärt en sådan, 2 p

2. Tryckt fullständig version till alla registrerade aktieägare som inte aktivt avsagt sig en sådan, 1 p

H. ORDLISTA OCH DEFINITIONER – 2 poäng

TOTALT: 53 POÄNG

9.4.3 Granskning av delårsrapport

Samtlig efterfrågad information i delårsrapport söks på svenska.

A. INLEDANDE INFORMATION – 4 poäng

1. Information presenterad för kvartalsperioden, jämförbar kvartalsperiod, delårsperioden och jämförbar delårsperiod, 3 p

1.1 Nettoomsättning (kan för investmentbolag ersättas med aktiens totalavkastning), [1 p]

1.2 Resultat efter skatt. [1 p]

1.3 Resultat per aktie, före respektive efter utspädning. [1 p]

2. Antal aktier per delårsrapportdatum, 1 p

B. NYCKELTAL – 5 poäng

(Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikers Förening.)

1. Beroende på verksamhetens art ges poäng för avkastning på eget kapital eller substansvärdeförändring (investmentbolag), 1 p

1.1 Delårsperioden. [0,5 p]

1.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

2. Beroende på verksamhetens art ges poäng för någon av följande; avkastning på sysselsatt kapital, kapitaltäckningsgrad (bankverksamhet), direktavkastning (fastighetsbolag) eller förvaltningskostnad i procent av portföljvärdet (investmentbolag), 1p

2.1 Delårsperioden. [0,5 p]

2.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

3. Rörelsemarginal (kan för investmentbolag ersättas med börskurs i procent av substansvärde), 1 p

3.1 Delårsperioden. [0,5 p]

3.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

4. Beroende på verksamhetens art ges poäng för soliditet eller skuldsättningsgrad (investmentbolag), 1 p

4.1 Delårsperioden. [0,5 p]

4.2 Jämförbar delårsperiod. [0,5 p]

5. Substansvärde per aktie, 1 p

C. FEMÅRSÖVERSIKT – 3 poäng
(Utgångspunkt: Sveriges Finansanalytikers Förening.)

1. Flerårssiffror för kvartalsperioden, 5 år, 3 p

1.1 Nettoomsättning (kan för investmentbolag ersättas med aktiens totalavkastning). [0,5 p]

1.2 Resultat efter skatt. [0,5 p]

1.3 Resultat per aktie. [0,5 p]

1.4 Avkastning på eget kapital (kan för investmentbolag ersättas med substansvärdeförändring). [0,5 p]

1.5 Avkastning på sysselsatt kapital (kan för bankverksamhet ersättas med kapitaltäckningsgrad, för fastighetsbolag ersättas med direktavkastning samt för investmentbolag ersättas med förvaltningskostnad i procent av portföljvärdet). [0,5 p]

1.6 Rörelsemarginal (kan för investmentbolag ersättas med börskurs i procent av substansvärde). [0,5 p]

D. ÖVRIGT – 5 poäng

1. Rapport, 2 p

Inom 3 veckor [2 p], inom 6 veckor [1 p].

2. VD-ord, 1 p

3. Separat avsnitt om bolagets marknadsutveckling, (kan för investmentbolag ersättas med beskrivning av portföljbolagens utveckling), 1 p

4. Beskrivning av säsongeffekter (kan för investmentbolag ersättas med beskrivning av bolagets nettoförvärv och nettoförsäljning), 1 p

TOTALT: 17 POÄNG

9.4.4 Granskning av finansiell information på webbplats

Samtlig efterfrågad information på webbplats söks på svenska.

A. GRUNDLÄGGANDE FUNKTIONER – 3 poäng

1. *Webbkarta, 1 p*
2. *Sökfunktion, 1 p*
3. *Webbplats tillgänglig även på engelska, 1 p*

B. ICKE-FINANSIELL INFORMATION – 4 poäng

1. *Separat avsnitt för hållbarhetsredovisning, 2 p*

Diskussion kring miljö, ickefinansiella resultat och samhällsansvar.

2. *Separat rubrik för bolagsstyrning, 2 p*

Svensk kod för bolagsstyrning, styrelsesammansättning, VD och revisorer, redogörelse för belöningsprogram, aktuell bolagsordning, årets styrelsearbete.

C. FINANSIELL INFORMATION – 25 poäng

Denna information skall presenteras i samlad form under en separat flik.

1. *Företagspresentation, 2 p*
2. *Interaktiv årsredovisning, (webbaserad), 1 p*
3. *Årsredovisningar, 5 år tillbaka i tiden, eller så länge som bolaget bedrivit verksamhet i nuvarande form, 1 p*
4. *Delårsrapport, 5 år tillbaka i tiden, eller så länge som bolaget bedrivit verksamhet i nuvarande form, 2 p*
 - 4.1 *Delårsrapporter tillgängliga för nedladdning. [1p]*
 - 4.1 *VD-presentationer av delårsrapporter tillgängliga. [1p]*
5. *Engelsk version av senaste kvartalsrapport och årsredovisning, tillgängliga för nedladdning, 1 p*
6. *Möjlighet att beställa tryckt rapport på svenska från bolagets webbplats, 1 p*

Formulär för beställning utan att registrering krävs.
7. *Kalendarium, 3 p*

Kalendarium innehållande minst 3 av följande händelser; rapportdatum, kapitalmarknadsdag, produkt-/servicemöten, analytikermöten och tysthetsperiod.
8. *Risk- och känslighetsanalys, 5 p*
 - 8.1 *Beskrivning av viktiga rörelse- och finansiella risker. [2 p]*
 - 8.2 *Kvantifiering av känsligheten för rörelse- respektive finansiella riskfaktorer. [2 p]*
 - 8.3 *Redovisning av säsongeffekter. [1 p]*
9. *Marknads- och konkurrentanalys, 2 p*
 - 9.1 *Marknadsbeskrivning. [1 p]*
 - 9.2 *Konkurrentanalys. [1 p]*

10. Kontaktinformation, 3 p

- 10.1 Namn, titel, telefonnummer samt e-postadress till minst två kontakter inom bolaget, däribland VD, ekonomidirektör, informationsansvarig, IR-ansvarig eller presschef. [2 p]
- 10.2 Besöksadress och telefonnummer till huvudkontor. [1 p]

11. Aktieägarinformation avseende de tio största aktieägarna, 1 p

12. Bildbank med styrelse-, lednings- och verksamhetsbilder, 3 p

TOTALT: 32 POÄNG