En undersökning av sambandet mellan upplysningskvalitet och aktieprisättning

– EN KVANTITATIV STUDIE OM EFFEKTIV PRISSÄTTNING AV AKTIEVÄRDE

Examensarbete – Magister
Företagsekonomi

Axel Krusell
Ludvig Wikman

2022: VT2022CE25

HÖGSKOLAN I BORÅS

Svensk titel: En undersökning av sambandet mellan upplysningskvalitet och aktieprisättning

Engelsk titel: A study of the relationship between disclosure quality and stockmisvaluation

Utgivningsår: 2022

Författare: Axel Krusell & Ludvig Wikman

Handledare: Derya Mural-Veijer & Marcus Brogeby

Abstract:

The annual report works as a source of information and basis for decision making for investors where disclosure quality varies between different companies. There is an inherent problem in a conflict of interest between the principal and agent where disclosure quality might suffer because of hidden negative information in ambiguous reasoning. Lower disclosure quality contributes to the annual report not pertaining a fair economic picture which leads to an information gap between companies and investors. The note section in the annual report is eminently important to be able to provide a correct economic analysis to the market. Through measurements of disclosure quality in the note section of the annual report with the help of Fogindex where readability is determined, this study explores the correlation between disclosure quality and misvaluation of the companies' stocks. Additionally, the study examines if the correlation is strengthened splitting the companies into divisions based on competition of an industry. The result of the study indicates a negative correlation between disclosure quality and misvalution av company stocks. The study cannot indicate that the correlation is strengthened when competition is taken into consideration. The study has been written in Swedish.

Keywords: Disclosure quality, Stockmisvaluation, Nasdaq Stockholm, Notes, Financial reports

Sammanfattning
Årsredovisningen fungerar som en informationskälla och beslutsunderlag för investerare där upplysningskvaliteten varierar mellan olika företag. Det råder ett inneboende problem i en intressekonflikt mellan principalen och agenten där upplysningskvaliteten kan bli lidande på grund av att negativ information döljs i tvetydiga resonemang. Lägre upplysningskvalitet bidrar till att årsredovisningen inte längre återger en rättvisande ekonomisk bild vilket leder till ett informationsgap mellan företag och investerare. Notavsnittet i årsredovisningen är synnerligen viktig för att kunna ge marknaden en korrekt ekonomisk analys.
Genom att mäta upplysningskvalitet i notavsnittet i årsredovisningen med hjälp av Fogindex där läsvänligheten bestäms, utforskar den här studien sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering av företagens aktier. Dessutom undersöks det om sambandet förstärks vid uppdelning av bolagen baserat på branschkonkurrens.
Studiens resultat påvisar ett negativt samband mellan upplysningskvalitet och felvärdering av företagens aktier. Studien kan inte visa på att sambandet förstärks när hänsyn till konkurrens tas. Uppsatsen har skrivits på svenska.

Nyckelord: Upplysningskvalitet, Felvärdering, Nasdaq Stockholm, Noter, Finansiella rapporter

Förkortningar

IAS International Accounting Standards
IASB International Accounting Standards Board
IFRS International Financial Reporting Standards
VIF Variance Inflation Factor

Innehållsförteckning

1. Inledning 1
1.1 Bakgrund 1
1.2 Problemdiskussion 2
1.3 Syfte och frågeställning 3
2. Teoretisk referensram 4
2.1 IASB kvalitativa egenskaper 4
2.1.1 Begriplighet 4
2.1.2 Jämförbarhet 4
2.1.3 Tillförlitlighet 5
2.1.4 Relevans 5
2.2 Noter 5
2.3 Agentteori & Positive accounting theory 6
2.4 Tidigare forskning 6
2.5 Svenska aktiemarknaden 7
2.6 Effektiva marknadsteorin 7
2.7 Hypotesbildning 8
3. Metod 10
3.1 Val av metod 10
3.2 Upplysningskvalitet i noter 10
3.3 Felvärdering 10
3.4 Urval och datainsamling 11
3.5 Bortfall 12
3.6 Definition av variabler 13
3.6.2 Regressionsanalys 14
3.6.3 Konkurrens 16
3.7 Etiska överväganden 16
3.7.1 Reliabilitet 16
3.7.2 Validitet 17
3.7.3 Replikerbarhet 17
4. Empiri 18
4.1 Koppling till frågeställning 1 18
4.1.1 Sammanställd deskriptiv analys 18
4.1.2 Deskriptiv analys Felvärdering 1 19
4.1.3 Regressionsmodell 1 (Felvärdering 1) 20
4.2 Koppling till frågeställning 2 29
4.2.1 Regressionsmodell 3 (Konkurrens) 29
5. Analys 31
5.1 Analys av sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering 31

5.2 Analys av upplysningskvalitet....32
5.3 Analys av kontrollvariabler....32
5.4 Studiens bidrag....33
6. Slutsats....34
6.1 Studiens brister....36
6.2 Förslag till framtida forskning....36
7. Källförteckning....37

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Inledande kapitlet tar upp bakgrunden till studiens ämne och vidare till en problemdiskussion. Kapitlet avslutas med att studiens syfte samt frågeställningar redovisas.

En av de mest centrala ingredienserna för en fungerande finansmarknad är information. Företag ska transparent redovisa information till marknaden så att investerare av olika slag kan göra investeringar på tillförlitlig information(Yang, Cheng, Shen, Lisi Shi, 2020). Investerares främsta källa till kvalitetsstämplad information om ett företag kommer från företagets årsredovisning där det finns en resultatrapport, balansrapport, förvaltningsberättelse samt en revisionsberättelse med tillhörande *noter*. Kassaflödesrapport tillkommer för större företag(Bernhardsson, 2021).

Årsredovisning ska genomsyras av att de kvalitativa egenskaperna *tillförlitlighet, begriplighet, jämförbarhet* och *relevans*(Årsredovisningslagen, 1995). Noterna upptar en stor del av årsredovisningen och dessa är noga utvalda därför att de anses som väsentliga för bolagets investerare. De förklarar siffrorna som återfinns i balans och resultaträkning och redovisar exempelvis varför externa kostnader har ökat gentemot föregående år eller hur mycket företaget betalar av sina långfristiga skulder(Grundeus, 2021). Ett företags finansiella rapporter är en central informationskanal mellan företaget och dess investerare och det bör ligga i bådas intresse att den håller en hög kvalitet.

Det har påvisats att god upplysningskvalitet minskar informationsasymmetrier på de finansiella marknaderna(Brown & Hillegeist, 2007) och det är därmed en viktig faktor för en fungerande och effektiv kapitalmarknad. Det har dessutom påvisats att ett företags upplysningar bidrar till att minska felprissättningar i aktier(Yang et al, 2020; Chu, Ho,Chung Lo,Karathanasopoulos, Ming, 2019; Gelb & Zarowin, 2002; Pavlopoulos, Magnis & Iatridis, 2019). Länder som undersökts är USA, Kina, Taiwan och Storbritannien. Det har alltså undersökts på både tillväxtmarknader och mogna marknader. Någon liknande studie har däremot inte gjorts på någon nordisk marknad varav det är intressant att även undersöka den svenska börsen.

Den här studien kommer stöta på komplexa resonemang gällande hur en finansiell marknad fungerar varav den effektiva marknadshypotesen kan förklara en del. Teorin om en *effektiv marknad* säger att priset på en tillgång ska spegla all tillgänglig information(Bernhardsson, 2021). Det innebär att om det finns ett informationsgap eller att informationsasymmetrin är hög kan det ge upphov till felaktiga prissättningar på företagets aktie. Exempelvis kan ett företag värderas mycket högre än hur mycket pengar företaget tjänar och kan utbetala till sina aktieägare(Yang et al, 2020). Det innebär också att företag som är lönsamma får konkurrens av mindre lönsamma företag i att locka investerare vilket bidrar till att ekonomiskt goda presterande verksamheter kan bli undervärderade(Fransson, Snäll & Karlsson, 2020). Teoretiskt kan på sikt informationsasymmetri leda till instabila marknader med stora felprissättningar vilket skapar ekonomiska bubblor. Exempel på ekonomiska bubblor är den amerikanska bolånekrisen 2008(Bernhardsson, 2021).

Vidare bottnar den effektiva marknadshypotesen i att en marknad består av både köpare och säljare. På en finansmarknad behövs köpare benägna att köpa ett viss volym av en vara till ett

lägsta pris och en säljare benägna att sälja viss volym till ett visst pris(Bernhardsson, 2021). I den punkt där utbud och efterfrågan möts sker ett avslut av transaktionen vilket kan benämnas som marknadens prissättning av tillgången(Gavelin & Sjöberg, 2012)

Säljare och köpare är inte en homogen grupp och investerares informationsbehov är olika. Det är således omöjligt för företag att tillfredsställa allas informationsbehov och därmed har de finansiella rapporterna en viktig roll i att tillhandahålla väsentlig information om företagets prestation(Smith, Brännström & Jansson, 2015). Informationen som tillhandahålls förklaras i noterna och informationen som utges ska fördelaktigt vara så omfattande att investerare inte privat samlar in information. Därmed bör de finansiella rapporterna och noterna i synnerhet vara så allmänna som möjligt som beslutsunderlag för investerare(Smith, Brännström & Jansson, 2015). Tillhandahåller inte företaget tillräckligt med upplysningskvalitet i noterna finns risken att investerare inte anser sig ha tillräckligt med beslutsunderlag och insamlar privat information vilket ger upphov till mer spekulation och felprissättningar(Yang et al, 2020).

1.2 Problemdiskussion

Tidigare forskning visar på att upplysningskvalitet är viktigt för investerare och deras välgrundade investeringsbeslut. Upplysningarna innehar även en roll i att förse marknaden med tillräckligt underlag för att prissätta aktier på ett standardiserat tillvägagångsätt. Tidigare forskning(Yang et al, 2020) visar att i företag där upplysningskvalitén håller en hög nivå blir prissättningen av aktievärdet närmare det fundamentala värdet på bolaget. Detta resulterar i mindre under- och övervärderingar.

Företagsinformationen som kommuniceras ut är centralt för att investerare och deras beslutstagande. Detta gäller emellertid endast när investerare faktiskt bearbetar den väsentliga informationen. Årsredovisningar är omfattande rapporter, speciellt för större börsnoterade bolag. Det är praktiskt taget omöjligt för en investerare att noggrant analysera all information som berör företaget (Hirshleifer, Lim & Teoh, 2010). Vid utlämnande av offentlig information på finansiella marknader, blir en potentiell oavsiktlig konsekvens att utlämnandet av sådan information kan tränga ut andra typer av information. Detta leder till att den mer väsentliga informationen för investeraren blir mindre lättillgänglig (Goldstein & Yang, 2019). Således finns det en risk att alltför omfattande information potentiellt resulterar i investerares uppskattning av värdet av företaget blir inkorrekt.

Vidare enligt Staubus teorin är aktieägare den part som innehar största risken (Kam,V 1990). Detta beror på att aktieägare oftast inte vet vad som sker internt i bolaget och därmed måste förlita sig på företagets finansiella rapporter. Utöver detta innehar aktieägare även den största kapital risken samt är sist i återbetalningsledet vid eventuell konkurs (ibid).

Kvalitativa beslutstagaden från investerare förutsätter att investerare är uppmärksam kring denna typ av informationen och har förståelse för den. Då uteslutande av upplysning kring informations väsentlighet är frivillig, kan det vidare resultera i missbedömningar av investerare och ineffektiv prissättning av aktiekursen. Ett exempel på en sådan situation är när investerare förlitar sig på privat insamlad information istället för rapporter direkt från företaget. Detta kan leda till att investerare baserar sina beslut efter subjektiva värderingar i stället för fundamentala uppgifter direkt från företaget. En hög grad av upplysningskvalitet i noterna återspeglar större trovärdighet av information och bättre kommunikation mellan företagsledare och investerare, vilket leder till bättre bedömningar av investerare och mindre

felaktiga värderingar av aktiepriset. (Yang et al, 2020). Det medför även mindre initiativ från investerare att inhämta privat extern information (Brown & Hillegeist, 2007). Således uppfylls även revisorns granskningsarbete sin funktion av kvalitetssäkring på kommunicerad fundamental information utifrån ett intressent- och legitimitet teoretiskt perspektiv, vilket den inte hade gjort om investerare förlitar sig på extern- och icke granskad information.

Tidigare forskning konstaterar en negativ korrelation mellan upplysningskvalité generellt och ett avvikande aktiepris relativt till det fundamentala värdet (Gelb & Zarowin; Yang et al, 2020; Healy & Palepu, 2001; Drake, Myers & Myers, 2009). Därmed minskas informationsgapet och subjektiva missbedömningar av investerare minimeras (Yang et al, 2020). Denna teori har testats på mindre reglerade marknader i en ekonomisk expansionsfas (ibid). Vi kommer i denna studie analysera korrelationen mellan upplysningskvalité i noterna och dess påverkan på aktievärdet på en mer utvecklad samt reglerad marknad där upplysningskvalitet som verktyg antas vara mer raffinerad. Denna marknad är den svenska aktiemarknaden och är sedan 2021 Europas största (Söderlund 2021). Studien kommer till skillnad från tidigare studier fokusera på upplysningskvaliteten i noterna och inte hela årsredovisningen.

1.3 Syfte och frågeställning

Syftet med studien är att undersöka om det finns ett negativt samband mellan upplysningskvalitet bland noterna i årsredovisningen av svenska börsnoterade bolag och en felaktig värdering av aktievärdet. Därmed undersöker studien om upplysningskvaliteten resulterar i en effektivare prissättning på aktievärdet av svenska börsnoterade bolag. Studien cementerar vikten av hög upplysningskvalitet och hur det reducerar negativa effekter av informationsasymmetri på den svenska aktiemarknaden.

Utöver detta syftar studien till att undersöka sambandet mellan felvärdering och upplysningskvalitet under konkurrensförhållanden. Förhållandet undersöks då tidigare studier lyft fram konkurrens som en stark bidragande variabel till högre upplysningskvalitet i företagens finansiella rapporter.

Dessa två infallsvinklar tar oss vidare till studiens frågeställning:

- Vilken effekt har hög upplysningskvalitet på prissättningen av svenska börsnoterade bolags aktier?
- Hur påverkar konkurrensförhållandet sambandet mellan upplysningskvalitet och prissättningen av ett bolags aktier?

2. Teoretisk referensram

I denna del kommer först redovisningstekniska delar presenteras. Därefter följer viktiga teorier samt tidigare forskning som är en central del för att kartlägga studiens bakgrund. Kapitlet avslutas med att framlägga hypoteser för studien.

2.1 IASB kvalitativa egenskaper

Utformningen av finansiella rapporter för börsnoterade bolag i Sverige regleras av IFRS genom diverse redovisningsregler. Syftet med IFRS är att göra finansiella rapporter konsekventa, transparenta och jämförbara (IFRS 2022). Införandet av nya standarder 2001, har drastiskt ökat upplysningskvaliteten i företags finansiella rapporter från det gamla regelverket IAS (Daske, H. & Gebhardt, G 2008). Utveckling av IFRS leds av IASB *(International accounting standards board)* vars syfte är att skapa trovärdighet, tillväxt och långsiktig finansiell stabilitet i den globala ekonomin (IASB 2001). Vidare handleds IFRS av IASB:s Föreställningsram. Ramen är främst till för att vägleda företag i utformningen av finansiella rapporter och optimera informationen som kommuniceras ut till företagets intressenter och minimera informationsasymmetri. Om intressenterna inte förstår informationen som kommuniceras ut eller ifall informationen är vilseledande, fallerar syftet med IFRS och IASBs föreställningsram gällande finansiella rapporter. IASB tar upp fyra kvalitativa egenskaper för finansiella rapporter att sträva efter utifrån företagets intressenter. Dessa är *begriplighet, jämförbarhet, tillförlitlighet & relevans* (IASB 2001). Utelämnandet av dessa egenskaper hämmar upplysningskvalitet och lämnar investeraren till sin egen subjektiva bedömning. Därmed är det av största vikt att företag utformar sina finansiella rapporter utefter dessa kvalitativa egenskaper. Genom att göra detta minskar företag risken för informationsasymmetri genom hög upplysingskvalitet och således även ineffektiv prissättning genom felaktig värdering för investerare.

2.1.1 Begriplighet

Om intressenter inte begriper informationen i finansiella rapporter kan heller inte genomgripande investeringsbeslut fattas. Därmed behöver företaget kommunicera ut information på ett sätt så användarna av rapporten förstår den i sin helhet. Emellertid föreligger en förväntning på intressenter att deras kunskap utesluter någon form av misstolkning kring informationen vid utformningen av rapporten. Information som anses vara av en mer komplex natur får dock inte utelämnas trots att förståelsen anses låg hos intressenter (IASB 2001)

2.1.2 Jämförbarhet

En viktig egenskap i IASB föreställningsram är intressenterna ska kunna jämföra företagets utveckling. Detta förutsätter att företaget kontinuerligt kommunicerar ut väsentlig information till intressenterna över tid. Redovisningsmässigt ska applicerade principer även rapporteras till intressenter och vara lämpliga för den aktuella verksamheten. Dessa ska också presenteras på ett likartat sätt. Eventuella förändringar av dessa principer ska även kommuniceras ut i företagets finansiella rapporter (IASB 2001)

2.1.3 Tillförlitlighet

Informationen som kommuniceras ut till företagets intressenter behöver vara pålitlig och utan väsentliga felaktigheter. Den ska heller inte på något sätt vara vinklad utan hålla en hög grad av neutralitet (IASB 2001). Revisorn har en stor roll för denna egenskap genom sin granskning av företagets information. Vidare skapar detta trovärdighet och legitimitet mot användarna av företagets finansiella rapporter. Företag bör även utforma sina rapporter med hänsyn till försiktighetsprincipen. Detta innebär att företagets tillgångar och skulder värderas aktsamt för att undgå under- eller övervärdering av dessa. Ett exempel på en sådan situation är att orealiserade vinster inte ska tas upp i resultaträkningen medan orealiserade förluster ska tas upp enligt försiktighetsprincipen (Falkman, 2001).

2.1.4 Relevans

Relevans innebär att informationen ska kunna användas som beslutsunderlag vid kontroller, framtida prognoser och uppföljning. Information i finansiella rapporter som saknar relevans har inget värde för företagets intressenter. Vidare är även tidpunkten för kommunicerad information väsentlig för investerare. För att uppfylla detta kriterium behöver informationen vara tillgänglig för användarna av den finansiella rapporten när det finns ett behov av den ur ett tidsperspektiv (Falkman, 2001).

2.2 Noter

Noterna är en obligatorisk del av årsredovisningen. I noterna specificeras poster mer djupgående och redogör för innehåll i resultat samt balansräkningen. En del av noter är obligatoriska. Ett företags tillgångar är en av dessa obligatoriska noter (ÅRL 1995). Noter kan även skilja sig utifrån bransch. Ett fastighetsbolag har exempelvis information av värderingen av förvaltningsfastigheter medan ett flygbolag kan ha noter som skildrar leasingkostnader. Upplysningen av icke obligatorisk information är således företags- samt branschspecifik och underkastad väsentlighet. Noterna är en viktig del av årsredovisningen och ska bidra med förståelse kring resultat och balansräkning hos investerare. Vidare har noterna en stark koppling till väsentlighet då det är i resultat och balansräkningen investerare införskaffar information för analyser och investeringsbeslut. Då noterna bidrar med en ökad begriplighet kring företagets samt branschens mest väsentliga poster är det en viktig källa av kvantitativ information för företagets intressenter. Noter i sin helhet är obligatoriska eftersom de återfinns i den vanligaste formen av kommunicerad information, det vill säga i årsredovisningen. Då alla företagets intressenter har tillgång till den, är det viktig att den håller en hög kvalité för att minska informationsasymmetri och främja en effektiv marknad.

Noterna ska i största mån presenteras på ett systematiskt sätt med fokus på jämförbarhet och förståelse av den finansiella rapporten (PWC, 2021). Detta är dock inte ett krav utan ett verktyg för att underlätta läsbarheten av noterna. När noterna i årsredovisningen upprättas, är det av vikt att uppmärksamma att informationens omfattning kan leda till att mer väsentlig information skyms undan (ibid). Premisserna som råder är att upplysningar inte ska inkluderas om det inte med relevans eller väsentligt underlättar intressenternas investeringsbeslut. Detta ligger i linje med Goldstein & Yangs (2019) artikel där författarna belyser problematiken med allt för omfattande upplysning och effektiv användning av väsentlig information i investeringsbeslut.

2.3 Agentteori & Positive accounting theory

Denna teori grundar sig i en individs uppdragstagande för någon annan och konsekvenserna av intressekonflikter mellan dessa parter. Parterna kallas även för principal (uppdragsgivare) och agent (uppdragstagare). Agentteorin syftar på att den finns en konflikt mellan principalen och agentens egenintressen. Dessa teorier menar också på att chefer inom företaget innehar ett eget intresse och tjänar detta genom att undergömma samt manipulera information i finansiella rapporter (Deegan & Unerman 2011)

Vidare finns det ett problem med informationsasymmetri mellan uppdragsgivare och uppdragstagare enligt agentteorin. Exempelvis kan en VD inneha mer information om den operativa verksamheten än organisationens ägare. Detta korrelerar även med positive accounting theory som menar på att redovisningsmetoder som används samt information som kommuniceras ut, kommer alltid att vara till organisationens och ledningens fördel (Deegan 2011). Ett exempel på detta är *The bonus plan hypothesis* vilket innebär att agenter innehar bonusar för ett ökat resultat genom användningen av redovisningsprinciper (Ibid).

Kopplat till dessa teoretiska argument kan brist på upplysningskvalitet leda till en större del informationsasymmetri. Investerare har vanligtvis inte avsikten att spela en aktiv roll i organisationens förvaltning och det lämnas därmed till organisationens ledning (Healy & Palepu, 2001). Vidare när investerare väl har investerat sina pengar, kan ledningen inneha incitament att fatta beslut utifrån egenintresse som i sin tur skadar investerarens intressen. (ibid). VD och övrig ledning har en position som starkt influeras av organisationens resultat. Således finns det en risk för utelämnad eller vinklad information (Deegan 2011). Vidare kan informationsasymmetri utifrån agentteorins perspektiv, försvåra intressenternas tolkning av informationen och även deras investeringsbeslut. Därmed är det väsentligt att upplysningskvaliteten är så pass hög att det inte missleder investerares bedömning och ger en värdering som ligger i linje med företagets fundamentala värde.

2.4 Tidigare forskning

Tidigare forskning på området har visat på ett negativt samband mellan ett företags upplysningskvalitet i noterna med att prissättningen av bolagets aktiekurs är närmare det fundamentala värdet(Yang et al, 2020). Det innebär att när ett företag uppnår en högre upplysningskvalitet kommer marknaden värdera bolagets aktie närmare det fundamentala värdet på hur bolaget presterar idag. För att investerare ska kunna göra välgrundade investeringsbeslut bör upplysningskvaliteten i en finansiell rapport vara så hög att incitament att insamla privat information minskar och därmed en effektivare prissättning av en aktie.

Vidare visar (Yang et al, 2020) hur företagets bransch-konkurrens bidrar till en prissättning närmare det fundamentala värdet. Företag som befinner sig i en konkurrensutsatt marknad har enklare att få investerarens uppmärksamhet att läsa deras finansiella rapporter. Därför visar sig välkända bolag med en högre upplysningskvaliteten ha en effektivare prissättning närmare det fundamentala värdet.

Yang et al(2020) resultat bekräftas även i Brown & Hillegeist(2007) arbete som visar hur hög upplysningskvalitet bidrar till mindre informerad investering, dvs att investeraren använder bolagets finansiella rapporter som underlag och inhämtar mindre privat information. Detta gör att mindre informationsasymmetri uppstår och mindre spekuleringar vilket leder till en effektivare värdering av företagets aktie(Brown & Hillegeist, 2007). Liknande resultat har

även Gelb & Zarowin(2002) där de undersöker om hög upplysningskvalitet har ett negativt samband med mindre informationsasymmetri. Dessa resultat ligger till grund för vårt antagande att mindre informationsasymmetri borde bidra till effektivare prissättning.

I Taiwan har en studie undersökt om bolag med hög upplysningskvalitet ger lägre värderade utdelningar och inte övervärderar bolagens kassaflöden(Lee & Lee, 2013). De påvisar även att bolag med större institutionella ägare prissätts mer effektivt med hjälp av högre upplysningskvalitet.

En studie har studerat hur företagets prestation korrelerar med upplysningskvalitet och hur sambandet med marknadsvärdet ser ut(Pavloupolos, Magnis & Iatridis, 2019). Studien analyserade olika prestations och lönsamhetsmått. Bland annat påvisas att bolag med fler antal anställda, högre ROA och stora utdelningar värderas högre av marknaden. Vidare påvisas ett negativt samband mellan högre upplysningskvalitet och marknadens prissättning av företagets aktier.

Det finns flertalet studier som undersökt och påvisat att hög upplysningskvalitet bidrar till en aktievärdering närmare det fundamentala värdet(Yang et al, 2020; Gelb & Zarowin, 2002; Drake et al, 2009; Pavlopoulos, Magnis & Iatridis, 2019, Lee & Lee, 2013). Länder som undersöks är Storbrittanien, Kina, Taiwan och USA. Ingen liknande undersökning har gjorts på de nordiska aktiemarknaderna. Svenska börsen OMX Stockholm har den högsta avkastningen sedan 1950-talet fram till idag och därför är det av intresse om resultatet kommer avvika från andra börsmarknader(Amcoff, 2021). Det är även intressant eftersom nordens ägarstyrningsmodell är starkt strukturerad, med en tydlig hierarki och med en tydlig beslutsordning(Bernhardsson, 2021). Därmed bör informationen från företagens ledare lättare attrahera mer intresse från investeraren och bidra till att upplysningskvaliteten förblir hög.

2.5 Svenska aktiemarknaden

Svenska aktiemarknaden är en marknad där investerare tillgodoser diverse företag med sitt eget riskvilliga kapital. Aktiemarknaden är viktig ur ett företagsperspektiv då det ger möjligheter för outvecklade företag att finansiera sina verksamheter samtidigt som investerare får en god avkastning på sitt kapital(Bernhardsson, 2021). Aktiemarknaden är viktig för företag som vill göra investeringar men som redan belånat sig för mycket. Ur samhällets perspektiv är aktiemarknaden viktig eftersom den på ett effektivt sätt gallrar bort sämre bolag och belönar värdeskapande bolag. Dessutom är den stabiliteten på de finansiella marknaderna viktig eftersom mycket av befolkningens pensionssparande ligger på den svenska börsen(Gavelin & Sjöberg, 2012)

Svenska aktiemarknaden startade den 4 februari 1863 i mindre skala. Idag anses den svenska börsen vara en välutvecklad marknad där majoriteten av svenska befolkningen lägger sina besparingar i form av pensionspengar, privat sparande etc(Åbom, 2013).

2.6 Effektiva marknadsteorin

Teorin om en *effektiv marknad* säger att priset på en tillgång ska spegla all tillgänglig information(Bernhardsson, 2021). Marknaden är fri utan regleringar och teorin menar på att finansmarknaden kan värdera finansiella tillgångar och effektivt allokera resurser(Schiller, 2003). Marknaden består av både köpare och säljare där priset bestäms av en kompromiss eller jämviktspris mellan köpare och säljare. För att detta ska vara effektivt krävs att

investerare är oberoende av varandra och handlar med samma information. Teorin kallar informationen *perfekt* och menar på att informationen ska utgå till marknaden snabbt, vara fullständig och finnas tillgänglig för alla(Bernhardsson, 2021). Här spelar de finansiella rapporterna en viktig roll eftersom de tillhandahåller alla investerare samma fullständiga underlag. När utbud och efterfrågan möts hamnar värderingen i något som kallas jämvikt dvs aktiepriset. När ny information kommer ut till marknaden kan jämviktspriset förflytta sig efter vad köparna och säljarna kan tänka sig att avyttra/anskaffa aktien för.

Det finns kritik mot den effektiva marknadshypotesen som menar på att den inte är tillämpbar och att marknaden inte är effektiv(Shiller, 2003). Detta eftersom faktorer som flockbeteende, mänskliga känslor och det kortsiktiga påverkar. De som säger att marknaden är effektiv argumenterar för att dessa faktorer endast påverkar kortsiktigt och att långsiktigt är marknaden otroligt effektiv(Bernhardsson, 2021)

Den effektiva marknadsteorin ligger till grund för denna studie i att undersöka om hög upplysningskvalitet bidrar till effektivare prissättning av bolagets aktie. Tidigare forskning inom området(Healy & Palepu, 2001) visar på att de finansiella rapporternas upplysningskvalitet har en central betydelse för att marknaden ska praktiseras effektivt. Däremot kommer inte studien undersöka om marknaden faktiskt är effektiv utan teorin ligger till grund för att belysa årsredovisningens betydelse för en effektiv marknad.

2.7 Hypotesbildning

Tidigare studier(Li, 2008; Yang et al, 2020; Healy & Palepu, 2001) har alla nämnt att organisationer som jobbar för investerare och näringslivet såsom SEC(Security and exchange commission)har belyst att årsredovisningen generellt behöver bli mer lättläslig för att den ska uppfylla sitt syfte. Redan år 1967 tillsattes en arbetsgrupp för att skapa riktlinjer och råd för hur en årsredovisning ska uppfylla krav som att vara lättförståelig för investerarna(Li, 2008). De kom fram till att investerare har svårt att förstå den komplexa informationen som tillhandagås och att det inte hjälper investerare i sina beslut. Även riktlinjer för språk gavs ut där årsredovisningens ska innehålla fler enklare ord och inte för långa meningar med för många ord.

Detta är viktigt eftersom en lättförståelig årsredovisning återger mer komplett information och mer precisa bedömningar om företagets fundamentala värde(Yang et al, 2020). Med detta i beaktande bör en årsredovisning med hög upplysningskvalitet i sitt notavsnitt prissättas närmare sitt fundamentala värde baserat på att investerare enklare kan förutse och kapitalisera företagens framtida intäkter korrekt(Gelb & Zarowin, 2002).

Om det här resonemanget inte stämmer, dvs att högre upplysningskvalitet har ett positivt samband med att marknadspriset förblir långt över det fundamentala värdet förblir marknadspriset missvisande och reflekterar endast spekulationer. Det går emot årsredovisningens syfte att tillhandahålla investerare underlag som är korrekt, rättvisande och tillgänglig för allmänheten. Sambandet mellan prisanomalier och upplysningskvalitet finns dokumenterat i litteraturen(Yang et al, 2020; Gelb & Zarowin; Drake, Myers & Myers, 2009; Chu et al, 2019).

Vidare så innebär hög upplysningskvalitet i noterna i sig inte att aktiepriset hamnar närmare det fundamentala värdet. Det krävs att årsredovisningen håller en hög kvalitet men också är så enkel att läsa att investerare bemödar sig tid att läsa igenom bolagens årsredovisning. Det bör vara en prioritet för alla företag att förenkla sina årsredovisningar så att fler investerare

grundligt läser företagens årsredovisningar och således göra en bättre prissättning. Genom dessa resonemang fastställs hypotes ett till att bli följande:

H1: ***Det finns ett negativt samband mellan hög upplysningskvalitet och felvärdering***

Förs resonemanget vidare bör även marknadsvärdet bli närmare det fundamentala värdet om fler investerare läser årsredovisningen. Som tidigare nämnts har det påvisats att informationsasymmetri bidrar till mindre informerad investering(Brown & Hillegeist, 2007). Hypotetiskt bör företag som befinner sig i branscher eller marknader som kännetecknas med hög konkurrens tävla mer om investerarnas uppmärksamhet. Detta medför att bolag i hög konkurrens generellt kännetecknas av bättre årsredovisningar för att förbli relevanta. Därmed blir hypotes 2 enligt följande:

H2: ***Det negativa sambandet mellan hög upplysningskvalitet och felvärdering är starkare i konkurrensutsatta företag***

Hur dessa hypoteser kommer att testas kommer tas upp i metod delen.

3. Metod

Kapitlet inleds med motivering för val av metod. Därefter presenteras upplysningskvalitet som bedömningsmall samt felvärdering som beroende variabel. Vidare redovisas studiens urval samt hur datainsamlingen har gått till följt av bortfall. Efter det redogörs även för studien regressionsmodell samt tillhörande kontrollvariabler. Kapitlet avslutas med en överläggning om studiens etiska övervägande och studiens tillförlitlighet.

3.1 Val av metod

För att testa sambandet mellan variablerna *upplysningskvalitet i noterna* och *felvärdering* av aktiepriset lämpar sig en kvantitativ statistisk undersökning väl. I två steg har vi samlat in primärdata som gås igenom nedan.

3.2 Upplysningskvalitet i noter

Den första variabeln som behöver definieras är *upplysningskvalitet i noterna.* I linje med tidigare forskning(Li, 2008) kan det översättas till hur läsvänlig texten är utformad. Det som studeras här är mått på läsvänlighet vilket är Fogindex.

Fog index introducerades av Robert Gunningham och är en metod för att mäta årsredovisningens läsbarhet. Det som studeras är genomsnittligt antal ord i en mening och antalet stavelser varje ord har. När dessa faktorer sätts in i formeln ges en numerär produkt som indikerar vilken genomsnittlig intelligensnivå läsaren behöver besitta för att förstå och tolka texten. Den numerära produkten indikerar även genomsnittligt antal år av högre utbildning som krävs för att fullständigt förstå rapportens alla termer och information(Li, 2008). Eftersom fog index är krävande att samla in och att insamlandet av data sker manuellt utan assistans av datorprogram kommer en obligatorisk not att granskas istället för hela notavsnittet. Resultatet från den valda noten antas representera hela notavsnittet.

Formel; *Fog= (Ord_per_mening) + (procent_av_komplexa_ord) x 0,4*

Tidigare studier(Li,2008) som använt Fog index för att mäta upplysningskvalitet har med hjälp av standardiserade datorprogram räknat på antal meningar och stavelser vilket underlättat deras arbete. I den här studien finns inget sådant hjälpmedel att tillgå varvid det smidigaste tillvägagångssättet är att manuellt analysera en kortare del av noterna och låta det resultatet generaliseras till övriga noter. Liknande tillvägagångssätt har använts av Smith & Smith(1971) som analyserade fyra slumpmässiga stycken från noterna innehållande 100 ord. I den här studien replikeras det tillvägagångssättet med skillnaden att en specifik obligatorisk not analyseras på samtliga bolag. Noten som valts att analyseras är *tillgångar* därför att den är obligatorisk, innehåller mycket information och att de flesta bolagen har någon form av antingen materiella eller omsättningsbara tillgångar.

3.3 Felvärdering

Studiens syfte är att undersöka om hög upplysningskvalitet i noterna har ett negativt samband med att prissättningen av ett företags aktie är närmare det fundamentala värdet. Eftersom det fundamentala värdet kan räknas ut på olika och att det är svårt att bestämma ett exakt mått på

fundamentalt värde för en aktie används samma definition av felprissättning som använts i tidigare studier(Berger & Ofek, 1995; Yang et al, 2020).

För att testa **Hypotes 1** som avser effekten av hög upplysningskvalité på prissättningen av svenska börsnoterade bolag, används en regressionsmodell för att beräkna felvärdering eller hur stor avvikelsen är mellan hur marknaden värderar företagets värde gentemot företagets fundamentala värden. Formeln ser ut enligt följande;

Felvärdering = β0+ β1*Upplysningskvalite* + β2*Skuldsättningsgrad* + β3*Vinstmarginal* + β4*(ln)börsvärde* + *e*

I regressionsmodellen avser termen upplysningskvalitet det resultat från första delen av metoden i form av fog index och noternas längd. Termen kontrollvariabler avser ett antal variabler som använts i tidigare studier för att studera aktiekursavvikelser(Yang et al, 2020). De variablerna är företagets storlek, skuldsättningsgrad och lönsamhetsmåttet ROA.

Hypotes 2 avser att undersöka om företagens konkurrenssituation förstärker det negativa sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering. Teoretiskt bör företag som befinner sig på en marknad som kännetecknas av hög konkurrens tävla mer om investerarnas uppmärksamhet(Runsten, 1999). Investerares uppmärksamhet blir därmed viktigare för dessa företag och således bör upplysningskvaliteten öka och förstärka det negativa sambandet som påvisades i hypotes 1. Konkurrensen kommer att mätas med hjälp av det etablerade Herfindahl-Hirschman indexet som mäter konkurrenskraften inom en specifik bransch och vidare används som oberoende variabel för att klargöra sambandet mellan felvärdering, upplysningskvalitet och konkurrens. Regressionsmodellen för hypotes 2 blir enligt följande;

Felvärdering = β0+ β1*Upplysningskvalite* + β*2Skuldsättningsgrad* + β*3Vinstmarginal* + β4*(ln)börsvärde* + β5*Konkurrens* + *e*

Upplysningskvalitet är densamma som i hypotes 1 och räknas fram genom fog index och noternas längd. Konkurrens är en dummyvariabel som sorterar företagen i antingen hög eller låg konkurrens. Konkurrens variabeln räknas ut genom herfindahl-hirschman index som ger en uppskattning av konkurrenskraften i en specifik bransch. Kontrollvariablerna är densamma som i hypotes 1 dvs storlek, skuldsättningsgrad och vinstmarginal.

3.4 Urval och datainsamling

Insamlingen av data har skett i form av slumpmässig metod och sannolikhetsurval. Urvalet består av sammanlagt av 150 bolag hämtat från börsmäklaren Avanza med en jämn fördelning mellan kategorierna small cap, mid cap och large cap. Listan har vidare sorteras efter antal aktieägare på bolag för att förstärka sannolikhet i användning av årsredovisningar. Ju fler användare desto större incitament att upprätthålla kvalitativ information i årsredovisningen och därmed även en högre upplysningskvalitet.

Börsvärdet är variabeln som bestämmer vilken av kategorierna som ett företag avser. Small cap innefattar företag med ett börsvärde under 150 miljoner euro, mid cap ett börsvärde mellan 150 miljoner till 1 miljard euro och large cap innefattar företag med ett börsvärde över 1 miljard euro (Avanza 2022). Studien syftar dock inte till att ta hänsyn till kategorierna i resultatet utan de har implementerats för att gediget representera marknaden i ansats till bredare generalisering.

Ett slumpmässigt urval gör det även möjligt att i större utsträckning generalisera resultatet i korrelation till populationen och den svenska börsmarknaden överlag. Därmed uppnås en större spridning av resultatet och en mer rättvisande bild av upplysningskvaliteten i företag på den svenska börsmarknaden. Således har vi valt att utav de 150 jämt kapitalfördelade bolagen som inhämtats från Avanza, använda oss av ett sannolikhetsurval av dessa. Sannolikhetsurvalet har appliceras genom att med hjälp av Excel funktionen =slump.mellan(1;2), fördela dessa 150 kapitalsorterade bolagen. Resultatet blev ett sannolikhetsurval om 78 bolag i diverse branscher som kommer användas för att testa studiens hypoteser.

3.5 Bortfall

Alla branscher med >5 observationer har exkluderats för att säkerställa resultatet. Detta har gjorts på grund av att HHI-index. Indexet innefattar den förklarande variabeln *konkurrens* och gav ett missvisande värde för de branscherna med färre bolag på grund av att urvalet inte representerar hela marknaden. Således antas inte ge en rättvisande bild av konkurrenskraften inom branschen. Bortfallen i urvalet blir således *Råvaror* 1st*, Konsument stabil* 1st*, Energi* 2st*, Allmännyttiga* 1st samt *ingen specifik bransch* 2st*,* vars bransch inte ingick i data inhämtad från Avanza. Vidare har vi även bortfall av bolag med begränsad information för data vi eftersökte. Detta inkluderar till stor del förhoppningsbolag inom sjukvård och teknik. Banker, försäkrings- och investeringsbolag samt andra former av finansiella verksamheter exkluderas i denna studie. Detta beslut grundar sig i omregleringen av operationella leasingavtal som ska tas upp i balansomslutningen (IFRS 16). Dessa operationella leasingavtal kan inte klassificeras till bankens rörelseverksamhet och blir därmed missvisande. Likaledes kan även operationella leasingavtal i investering- och försäkringsbolag kopplas till underliggande tillgångar (PWC 2016). Därmed exkluderas även dessa.

Sammanlagt resulterar bortfallet i 25 företag och totalt 53 resterande observationer. Bortfallet är så pass litet att det inte bedöms påverka resultatet och accepteras därmed för vidare analys. För att ge en mer exakt indikation på konkurrens hade det behövts ett större antal observationer för bortfall av underrepresenterade branscher i urvalet.

Tabell 3.5.1 - Bortfall

Bransch	Antal	Procent	Kumulativ procent
Allmännyttig	1	4%	4%
Energi	2	8%	12%
Finans	14	56%	68%
Konsument stabil	1	4%	72%
Råvaror	1	4%	76%
Ingen spec bransch	2	8%	84%
Bergänsad info	4	16%	100%
Total	**25**	**100%**	**100%**

3.6 Definition av variabler

Tabell 3.6.1 - Definition av testade variabler

Variabel	Mått	Definition
Felvärdering 1	ln(Börsvärde-Tot skulder)/(Intäkter *Medianvärde för kapitalomsättningshastighet)	Börsvärdet av eget kapital minus bokfört värde av skulder tillräknat värde av totalt kapital till intäkter för medianföretagen inom ett segment inom industri och år. (Berger och Ofek 1995; Chu et al. 2019)
Felvärdering 2	ln(Börsvärde-Tot skulder)/(Tillgångar *Medianvärde för kapitalomsättningshastighet)	Börsvärdet av eget kapital minus bokfört värde av skulder tillräknat värde av totalt kapital till tillgångar för medianföretaget inom ett segment inom industri och år. (Berger och Ofek 1995; Chu et al. 2019)
Upplysningskvalite	Fog= (ord_per_mening + procentenhet_ av_komplexa_ord) *0,4	Indexet ger en uppskattning om antalet år av formell utbildning som krävs av en läsare med medel intelligens. Den mäter arbetskapaciteten av att läsa informationen och förstå den efter första läsningen. Lättläshet mäts i ett intervall. FOG 14-18 (svårläst), FOG 12-14 (idealt), FOG 10-12 (acceptabellt), FOG 8-10 (barnnivå)
Konkurrens	$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^{N_j} S_{ijt}^2$	Detta index mäter hur stor konkurrensen är i en specifik bransch. S^2ijt är kvadraten av marknadsandelen för företag i, inom bransch j år t, baserat på årlig försäljning. Nj är det totala antalet företag inom branschen j. HHI används för att mäter produktmarknadens konkurrenskraft i en bransch och ett högre HHI-värde återspeglar mer koncentration och mindre konkurrens inom branschen,
Storlek	ln(börsvärde)	Naturliga logarimen på marknadsvärde av aktiekapital
Skuldsättningsgrad	Totala skulder/Totala tillgångar	Finansiellt nyckeltal som används för att fastställa ett bolags finansiella risk. Räknas ut genom totala skulder dividerat på bokförtvärde av totala
Räntabilitet på totala tillgångar (ROA)	Nettoresultat/Totala tillgångar	Mått som redogör hur effektivt ett bolag använder sina tillgångar för att generera vinst

3.6.2 Regressionsanalys

Det insamlade datamaterialet kommer analyseras med hjälp av regressionsanalys. Detta sker för att vi vill undersöka om upplysningskvaliteten i noterna påverkar företagens prissättning. En regressionsanalys är en förlängning av linjär regression och används för att bestämma värdet av en oberoende variabel med hjälp av värdet på andra beroende variabler (Doane & Seward 2016). Regressionens residualer bryter ofta mot en eller flera av dessa antaganden (ibid). Denna studie bryter endast mot ett av dessa antaganden vilket redovisas vidare i avsnittet.

Felvärdering är den beroende variabeln i detta fall. Oberoende variablerna består av följande:

1. *upplysningskvalitet*, som vi får av ett beräknat fog-index

2. *konkurrens* som vi räknar ut genom HHI index

3. *kontrollvariabler* för att isolera faktorer som har ansetts hjälpsamma i litteraturen för att förutspå avvikelser i aktiepriser. Dessa avser företagets storlek, skuldsättningsgrad samt vinstmarginal.

För att en multivariat regression ska kunna genomföras krävs det att fyra antaganden är uppfyllda (Doane & Seward 2016):

1. Feltermerna (ε) ska vara normalfördelade.

2. Feltermerna (ε) ska ha medel 0 och varians σ 2 .

3. Feltermerna (ε) ska vara oberoende av varandra.

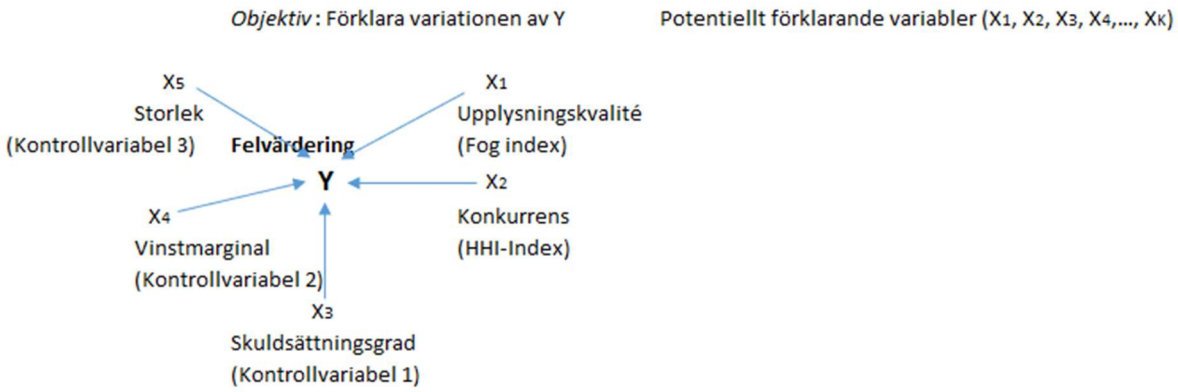
4. Förklarande variablerna ska inte korrelera med varandra.

Antagande nummer ett har testats med hjälp av Shapiro-Wilk test av normalitet. Varken residualerna i felvärdering 1 eller felvärdering 2 uppfyller kraven antaganden av normalitet. En icke-uppfylld normalitet betraktas dock inte som ett större problem då förväntade parametrar fortsätter vara opartiska och konsekventa (Doane & Seward 2016). Således har det ingen betydelse för tillförlitligheten av studiens resultat. Signifikanstest av regressionskoefficienterna kräver att antagande två är uppfyllt. Detta undersöktes med hjälp av en spridningsmåttsanalys. Analysen utfördes för att se om feltermerna var homoskedastisk eller heteroskedastisk genom att se ifall det föreligger konstant varians (Doane & Seward 2016). Det krävdes också att feltermerna var oberoende av varandra. Ett samband mellan feltermerna kallas för autokorrelation (ibid). Detta har undersökt genom att observera för eventuella mönster i spridningsmåttsdiagrammen. Slutligen har vi undersökt antagande nummer fyra genom observation av regressionsanalysens VIF-värden där samtliga var nära 1 vilket är optimala värden för denna typ av test (Doane & Seward 2016).

Tabellen nedtill illustrerar teorin bakom multipel regression. Vissa föreslagna förklarande variablerna kan tänkas användbara för att förklara Y medan andra inte (Doane & Seward 2016). Analysen av regressionsmodellen resulterar i slutsatsen vilka av variablerna som är användbara eller ej. För att inte överbelasta modellen borde antalet förklarande variabler (X1, X2, X3,...,Xk) vara baserade på urvalet. Enligt *Evans' Rule,* skall det förslagsvis finnas 10 observationer (n) för varje förklarande variabel (ibid.). Vår studie innehåller två förklarande variabler upplysningskvalitet och konkurrens samt tre kontrollvariabler (Skuldsättningsgrad,

vinstmarginal och ln(börsvärde). Vidare innehåller urvalet 53 observationer. Således finner vi det osannolikt att bestämningskoefficienten (R^2) inte ger en pålitlig indikation av träffsäkerhet.

Diagram 3.6.2.1 - Illustration av multipel regression för felvärdering av marknadsvärdet

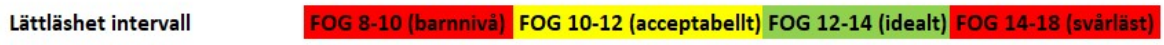


Upplysningskvalitet har i tidigare forskning(Li,2008; Smith & Smith, 1971) likställts med hur läsvänlig rapporten är för investerare. I den här studien kommer upplysningskvalitet mätas med samma metod eftersom det är hänförligt till frågeställningen. Den variabel som mäts för att mäta upplysningskvaliteten är Fogindex.

Formel; Fog= (Ord_per_mening) + (procent_av_komplexa_ord) x 0,4

Fog index mäts genom att räkna antalet ord per mening och antalet komplexa ord. Komplexa ord är de ord som har tre eller fler stavelser. Resultatet delas in i kategorier där Fog>18 är rapporten oläslig, 14-18 är den svår, 12-14 är den ideal, 10-12 är den acceptabel och är fog<10 är den för simpel och icke givande.

Diagram 3.6.2.2 - ***Illustration av Fogindex intervall***



Detta sättet att mäta upplysningskvalitet har använts av Li(2008) och Smith & Smith(1971). Däremot har (Yang et al, 2020; Ofek & Berger, 1995, Pavlopoulos, Magnis & Iatridis, 2019) inte mätt upplysingskvalitet på det här sättet. De har istället haft tillgång till en poäng som varje bolag i Kina och UK har från ett ratinginstitut. Därav skiljer sig metoden i hur denna studie bedömer upplysningskvalitet gentemot studier som påvisat ett negativt samband mellan de två variablerna.

Felvärdering är det ord som används för att förklara avvikelsen mellan hur marknaden prissätter ett företags aktier och dess fundamentala värde baserat på hur företaget finansiellt presterar idag. Felvärdering beräknas genom att ta den naturliga logaritmen av marknadsvärdet dividerat med framräknat värde.

Felvärdering= ln(verkligtvärde/fundamentaltvärde)

Marknadsvärdet avser värdet av företagets alla utestående aktier plus bolagets totala skulder. Det framräknade värdet avser det fundamentala värdet. Eftersom det finns olika sätt att räkna fram ett fundamentalt värde kommer två olika fundamentala uträkningar att genomföras. Fundamentalt värde 1 beräknas genom att multiplicera intäkter med branschens medianvärde (*Median*$_x$) för kapitalomsättningshastighet.

Intäkter$_i$ * *Median*$_x$ *(Omsättning/Totalkapital)*

Fundamentalt värde 2 räknas på likartat sätt med undantaget att intäkter byts ut mot företagets tillgångar. Anledningen till att båda beräkningarna genomförs är att stärka studiens validitet genom att använda fler metoder som använts i litteraturen. Fundamentalt värde 1 har använts av Ofek & Berger(1995) och fundamentalt värde 2 har använts av (Yang et al, 2020) när båda studierna studerat avvikelser i aktievärdering.

3.6.3 Konkurrens

För att mäta konkurrensen inom en specifik bransch har vi valt att använda oss av herfindahl-hirschman index. HHI index används för att bestämma konkurrensen inom en specifik bransch. Formel för HHI indexet blir följande:

$$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^{N_j} S_{ijt}^2$$

Indexet beräknas genom marknadsandelen av ett bolag (i), inom bolagets bransch (j) under samma år (t), i förhållande med bolagets årliga försäljning. (Nj) står för den totala populationen av bolag inom industrin. Resultatet av denna ekvation hamnar inom intervallet 0 - 10 000. Ett högre värde inom detta intervall tyder på en högre marknadskoncentration och lägre konkurrens. Exempelvis om ett företag har ett HHI indexvärde på 10 000 har det bolaget fullt monopol på marknaden. Ett indexvärde nära 0 i intervallet innebär en hög konkurrens inom branschen.

3.7 Etiska överväganden

Data som insamlats för att besvara frågeställningen med tillhörande hypoteser är primärkällor och finns att hitta på publika plattformar. En annan observatör kan själv samla in allt material som använts i studien. Presentationen av studiens resultat presenteras anonymt och de företag som använts i urvalet behandlas anonymt eftersom syftet med studien handlar om hur företag generellt redovisar information till allmänheten. Några specifika företagsnamn förekommer ej i studien.

3.7.1 Reliabilitet

Undersökningen grundas på insamling till två områden; *upplysningskvalitet* och *felvärdering*. Upplysningskvalitet saknar en tydlig definition i litteraturen och det finns ingen säker metod för att mäta begreppet i sig. Däremot har tidigare forskning och litteratur utarbetat metoder

och försökt definiera begreppen tydligare. Valt tillvägagångssätt för att bedöma upplysningskvaliteten reducerar utrymmet för subjektivitet genom standardiserad räkning av antal stavelser, antal meningar och längden på noterna. Metodens utformning förbättrar interbedömarreliabiliteten. Vidare bedöms studiens stabilitet öka eftersom resultatet på detta sätt blir detsamma oavsett individ som utför studiens metod(Bryman & Bell, 2017).

Felvärdering saknar universell definition och metod för att mäta. Däremot finns det tidigare forskning(Yang et al, 2020; Ofek & Berger, 1995; Chu et al, 2019) som använt sig av samma definition av felprissättning vilket bidrar till att enklare kunna jämföra resultat mellan studier på ett tillförlitligt sätt. Reliabiliteten stärks av att olika observatörer hade fått samma resultat av att genomföra samma metod. Studien begränsar sig till endast ett årtal vilket medför att samma undersökning på en annan tidsperiod kan ändra resultatet. Detta är inget problem som tagits hänsyn till eftersom undersökningen analyserar ett relativt fenomen i en viss tidpunkt.

3.7.2 Validitet

Med hjälp av insamlat datamaterial kan frågeställningen besvaras på ett tillförlitligt sätt. Mycket av datamaterialet kommer från företagens årsredovisningar som i regel är genomarbetad och påskriven av auktoriserad revisor. Vidare bedöms relevansen av insamlat material såsom årsredovisning och nyckeltal bidra till att undersöka associationen mellan *upplysningskvalitet* och *felvärdering*. De huvudsakliga begrepp som använts kan beräknas på andra sätt och en liknande studie med annan metod kan resultera i ett annat resultat vilket bidrar till att studiens begreppsvaliditet kan ifrågasättas(Gunnarsson, 2020). Däremot har samma formler och metod använts i tidigare studier(Li, 2008; Yang et al, 2020; Ofek & Berger, 1995; Smith & Smith, 1971;Chu et al, 2019) vilket stödjer den här studiens tillvägagångssätt. Studien har tillämpat ett slumpmässigt urval med tillräckligt stor andel av företag på den svenska börsmarknaden vilket bidrar till att resultatet kan generaliseras till denna population. Studier på området i andra länder har uppnått liknande resultat vilket ytterligare stärker den externa validiteten(Bryman & Bell, 2017).

3.7.3 Replikerbarhet

Formler och mått som använts vid beräkningen av *felvärdering* baseras på erkända nyckeltal och indexering. Detta medför att samma metod kan replikeras av en annan observatör på annat underlag. I fallet med *upplysningskvalitet* finns inga definitioner och argument för vad som kännetecknar hög *upplysningskvalitet*. I stöd med tidigare forskning och rekommendationer från IFRS/IASB om att årsredovisningen skall vara enkel att utläsa och förstå innebörden av informationen för den vanliga investeraren har *upplysningskvaliteten* likställts med läsvänlighet.

4. Empiri

I detta kapitel besvaras studiens frågeställningar och vidare dess hypotesformulering genom rapportering av testernas resultat. Varje test av hypotes börjar med en koppling till respektive frågeställning samt medföljande resultat.

4.1 Koppling till frågeställning 1

Upplysningskvalitet har mätts i form av Robert gunning´s Fogindex. Indexet ger en uppskattning om antalet år av formell utbildning som krävs av en läsare med medelintelligens för att förstå en text. Den mäter även arbetskapaciteten av att läsa informationen och förstå den efter första läsningen. För att kvantifiera upplysningskvaliteten till data var en innehållsanalys av noterna i respektive bolags årsredovisning nödvändig. Detta skedde i linje med tidigare forskning (Li 2008). Felvärdering har mätts genom att ställa marknadsvärdet (börsvärde - skulder) mot det fundamentala värdet av intäkter samt tillgångar (se *Mått & definition av testade variabler s20)*. Således kan vi urskilja sambandet mellan upplysningskvalitet från årsredovisningar i form av Fogindex mot mellanskillnaden för marknadsvärdet och det fundamentala värdet enligt Berger & Ofek's (1995) principer.

4.1.1 Sammanställd deskriptiv analys

Tabell 4.1.1.1 - Sammanställd deskriptiv statistik (Felvärdering 1 & 2)

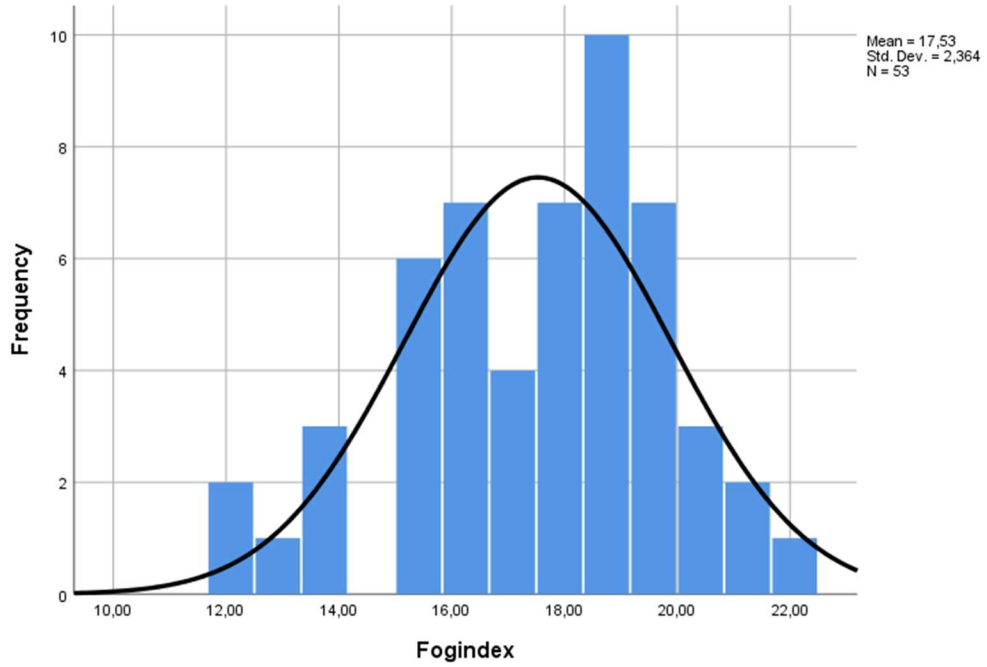
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean		Std. Deviation	Variance	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Fogindex	53	11,93	22,36	928,90	17,5265	0,32474	2,36412	5,589	-0,385	0,327	-0,145	0,644
Skuldsättningsgrad	53	0,07	85,00	173,03	3,2647	1,59959	11,64518	135,610	6,923	0,327	49,224	0,644
RoA	53	-1,00	0,91	-0,55	-0,0104	0,03425	0,24937	0,062	-0,756	0,327	7,402	0,644
ln(börsvärde)	53	4,41	12,52	436,98	8,2448	0,29314	2,13411	4,554	0,229	0,327	-0,902	0,644
Felvärdering 1	53	-4,63	6,76	40,37	0,7617	0,25443	1,85231	3,431	0,976	0,327	4,203	0,644
Felvärdering 2	53	-7,51	4,95	-6,89	-0,1301	0,24455	1,78038	3,170	-1,281	0,327	5,638	0,644
HHI	53	0,00	1,00	29,00	0,5472	0,06903	0,50253	0,253	-0,195	0,327	-2,040	0,644
Valid N (listwise)	53											

Tabellen ovan visar antalet observationer (53) och intervallen för alla använda värden i utförda tester. Fogindex har ett statistiskt intervall mellan 11,93 och 22,36. Medelvärdet för Fogindex är 17,5265 som är en hög siffra för denna typ av test. Skuldsättningsgraden har den högsta variansen (135). Detta är hänförligt till kapitalintensiva branscher i urvalet som exempelvis fastighet och läkemedelsbolag. ROA har den lägsta variansen på 0,062 och ett statistisk intervall mellan -1 och 0,91. Medelvärdet för ROA är relativt låg (-0,0104) vilket med hög sannolikhet är hänförligt till verksamhetsåret 2020 som påverkades av Covid19. HHI (konkurrens) har ett statistiskt intervall mellan 0 och 1. Variabeln har tagits fram genom varje specifikt företags intäkter minus medianen för den specifika bransch som företaget tillhör. Varje företag tilldelas sedan 0 eller 1 beroende på om intäkterna är större än medianintäkterna för branschen. Är intäkterna mindre än medianintäkterna för branschen tilldelas företaget 1 och 0 om intäkterna är större. ln(börsvärde) visar den naturliga logaritmen i MSEK för varje bolag. Det statistiska intervallet ligger mellan 4,41 och 12,52 med ett medelvärde på 8,2448.

Skewness ligger alla utom skuldsättningsgrad i ett accepterat intervall om -2 och +2 (George & Mallery 2019). Kurtosis ligger på en, enligt litteraturen, acceptabel nivå mellan -7 och 7 bortsett från skuldsättningsgrad och ROA (ibid). Detta beror återigen på den höga skuldsättningsgraden och vidare även ROA, i vissa specifika branscher och medför vissa uteliggare i vårt resultat.

Diagram 4.1.1.1 - Fogindex (upplysningskvalitet)



I diagram ovan presenteras en fördelning av upplysningskvalitet i urvalspopulationen. På X-axeln hittar vi Fogindex (upplysningskvalitet) och på Y-axeln frekvensen. Medelvärdet för Fogindex är 17,5265. Det högsta värdet på Fogindex i urvalet är 22,36 och det lägsta 11,93. Fördelningen liknar en normalfördelning med en positiv förskjutning. Anledningen till detta är med stor sannolikhet att finansiella rapporter innehåller genomgripande information vilket uppenbarar sig i diagrammets positiva förskjutning. Således uppfattas finansiella rapporter som svårlästa. Flest antal frekvenser (10) har ett värde omkring 19,00. Standardavvikelsen (2,364) är relativt hög vilket kan förklaras ett fåtal uteliggare till vänster i diagrammet.

4.1.2 Deskriptiv & sambandsanalys - Felvärdering 1

Tabell 4.1.2.1 - Deskriptiv statistik (Felvärdering 1)

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Felvärdering 1	0,7617	1,85231	53
Fogindex	17,5265	2,36412	53
Skuldsättningsgrad	3,2647	11,64518	53
RoA	-0,0104	0,24937	53
ln(börsvärde)	8,2448	2,13411	53

Tabell 4.1.2.1 ovan visar att studien omfattas av totalt 53 observationer. I undersökningen har den beroende variabeln felvärdering 1 ett medelvärde på 0,7617 med en standardavvikelse på 1,85231. Att medelvärdet understiger standardavvikelsen beror på att fördelningen av observationerna blivit snedfördelade.

Tabell 4.1.2.2 - Korrelationsanalys (Felvärdering 1)

Correlations

		Felvärdering 1	Fogindex	Skuldsättningsgrad	RoA	ln(börsvärde)
Pearson Correlation	Felvärdering 1	1,000	-0,444	0,009	-0,138	0,108
	Fogindex	-0,444	1,000	0,286	0,008	-0,047
	Skuldsättningsgrad	0,009	0,286	1,000	-0,543	-0,162
	RoA	-0,138	0,008	-0,543	1,000	0,192
	ln(börsvärde)	0,108	-0,047	-0,162	0,192	1,000
Sig. (1-tailed)	Felvärdering 1	.	0,000	0,476	0,162	0,221
	Fogindex	0,000	.	0,019	0,476	0,369
	Skuldsättningsgrad	0,476	0,019	.	0,000	0,123
	RoA	0,162	0,476	0,000	.	0,084
	ln(börsvärde)	0,221	0,369	0,123	0,084	.
N	Felvärdering 1	53	53	53	53	53
	Fogindex	53	53	53	53	53
	Skuldsättningsgrad	53	53	53	53	53
	RoA	53	53	53	53	53
	ln(börsvärde)	53	53	53	53	53

Ur tabell 4.1.2.2 ovan utläses en negativ korrelation mellan Fogindex (upplysningskvalitet) och felvärdering 1 (-0,444). Felvärdering 1 visar differensen mellan marknadsvärdet och det fundamentala värdet av ett företag. Detta innebär att ifall Fogindex ökar med 1 enhet minskar felvärdering 1 med -0,444 enheter. Resultatet visar vidare en hög signifikans (0,000) som innebär ett starkt samband mellan variablerna vid en signifikansnivå på 5 procent. Därmed är korrelationen statistiskt signifikant. Kontrollvariablerna har alla en positiv korrelation med Fogindex bortsett från ln(börsvärde) (-0,047). Signifikansnivån för kontrollvariablerna är väldigt låga förutom skuldsättningsgrad (0,019).

4.1.3 Regressionsmodell 1 Felvärdering 1

Ekvation: $\text{Felvärdering}_{IT} = \beta 0 + \beta 1 \textit{Upplysningskvalite} + \beta 2 \textit{Skuldsättningsgrad} + \beta 3 \textit{Vinstmarginal} + \beta 4 \textit{(ln)börsvärde} + e$

Tabell 4.1.3.1 - Sammanfattning av regressionsmodell 1 (Felvärdering 1)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	0,485[a]	0,235	0,172	1,68579	0,235	3,695	4	48	0,011

a. Predictors: (Constant), ln(börsvärde), Fogindex, RoA, Skuldsättningsgrad

b. Dependent Variable: Felvärdering 1

Det som är av intresse i tabell 4.1.3.1 är adjusted r square (0,172). Den innebär att 17,2 procent av variansen av den beroende variabeln (felvärdering 1) förklaras av de oberoende variablerna.

Tabell 4.1.3.2 - ANOVA test av korrelationsanalys (Felvärdering 1)

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42,005	4	10,501	3,695	0,011[b]
	Residual	136,410	48	2,842		
	Total	178,415	52			

a. Dependent Variable: Felvärdering 1

b. Predictors: (Constant), ln(börsvärde), Fogindex, RoA, Skuldsättningsgrad

Genom tabell 4.1.3.2 kan det linjära sambandet mellan felvärdering 1 och upplysningskvalitet testas. Detta görs i form av ett F-test för att bekräfta att resultatet i Pearsons korrelationstest inte skett av en slump.

H0: $\beta 1 = 0$

H1: $\beta 1 \neq 0$

F-värde = 3,695 ger p-värdet 0,011 vilket är under 0,05. Således kan nollhypotesen förkastas och bekräfta att Pearsons korrelationstest inte skett av en slump samt att datamaterialet indikerar ett linjärt samband mellan felvärdering 1 och upplysningskvalitet i den testade populationen.

Tabell 4.1.3.3 - Analys av koefficient (Felvärdering 1)

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	6,250	2,082		3,002	0,004					
	Fogindex	-0,367	0,105	-0,468	-3,479	0,001	-0,444	-0,449	-0,439	0,879	1,137
	Skuldsättningsgrad	0,017	0,026	0,109	0,680	0,500	0,009	0,098	0,086	0,619	1,616
	RoA	-0,730	1,150	-0,098	-0,635	0,528	-0,138	-0,091	-0,080	0,665	1,504
	ln(börsvärde)	0,106	0,112	0,123	0,951	0,346	0,108	0,136	0,120	0,958	1,044

a. Dependent Variable: Felvärdering 1

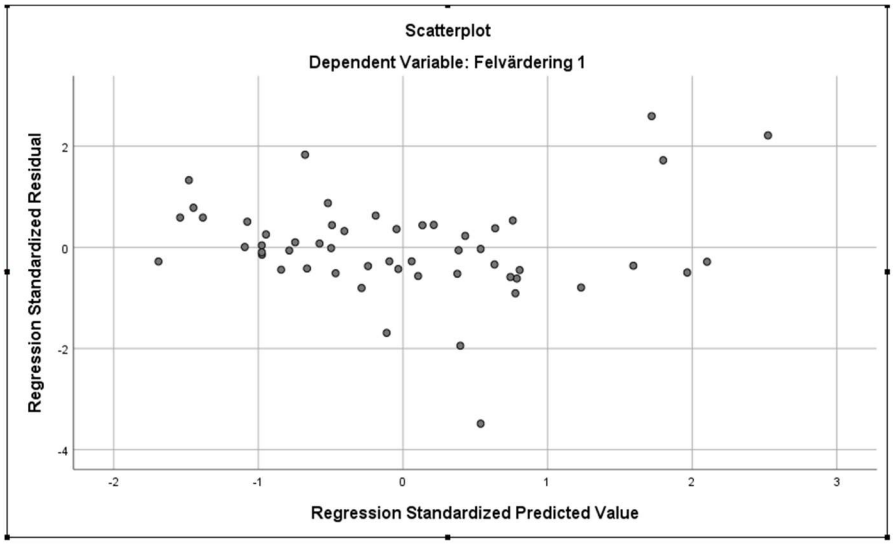
Genom ett t-test har testat För att testa om felvärdering 1 har en effekt på upplysningskvalitet i modellen, genomfördes ett t-test.

H0: $\beta 1 = 0$

H1: $\beta 1 \neq 0$

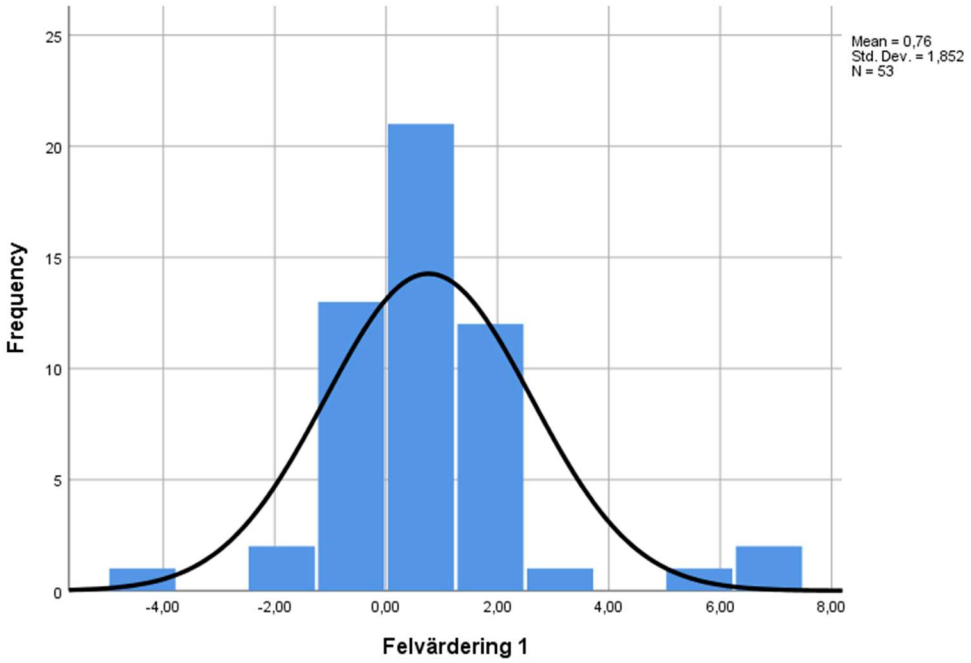
Upplysningskvalitet (Fogindex) har koefficienten -0,468 och ett p-värde om 0,001. Detta betyder att upplysningskvalitet och felvärdering är negativt korrelerade och nollhypotesen förkastas. För varje ökad enhet av standardavvikelse i upplysningskvalitet minskar felvärdering med -0,468 enheter av standardavvikelse. Vidare är upplysningskvalitet statistiskt signifikant mot den beroende variabeln, felvärdering 1 vid en signifikansnivå på 5 procent. Således accepteras resultatet med säkerhet utan inverkan av slumpmässiga faktorer. Resultatet stärker hypotes 1 och indikerar att en högre upplysningskvalitet minskar risken för felvärdering. Statistiken för kollinearitet har godtagbara värden för testet som utförts. Detta kan urskiljas till höger i diagrammet via kollinearitet statistiken. Toleransen mäts i ett intervall mellan 0-1 där 1 är det ideala värdet. Samma gäller för VIF (Variance Inflation Factor). Ett värde så nära 1 som möjligt är eftersträvat. Dock är 1 det minsta möjliga värdet i detta intervall. Alla värden som testas är i det mer ideella spektrumet av intervallet. Detta innebär att det finns ytterst liten risk för multikollinearitet. Därmed är det fjärde antagandet för regressionsanalys uppfyllt.

Diagram 4.1.3.1 - Spridningsdiagram (Felvärdering 1)



I diagram 4.1.3.4 ovan urskiljs hur spridningen inte visar på någon form av mönster som skulle kunna resultera i att modellen påverkas av autokorrelation. Detta hade skett genom att feltermerna ε är beroende av varandra. Vidare är alla värden inom intervallet -3 till 3. Således har det andra & tredje antagandet för regressionsanalysen även uppfyllts för felvärdering 1.

Diagram 4.1.3.2 - Histogram (Felvärdering 1)



I diagram 4.2.2.2 visas ett histogram med +1 som medelvärde samt vissa uteliggare av felvärdering 1. Dessa återfinns längst till höger (5,28 & 6,68) samt till vänster (-4,63). Diagrammet visar en minimal positivförskjutning som visar att bolagen i urvalet är övervärderade i förhållande till deras intäkter. Detta resulterar i uteliggare, mestadels till höger om +2 men kan även hittas till vänster (-4). Majoriteten av alla bolag hade en fundamental värdering utifrån intäkter som kom nära marknadsvärdet av bolaget. Dessa ligger i intervallet –2 och +2. Överlägset flest bolag (21st.) har ett värde av felvärdering på +1. Standardavvikelsen för felvärdering 1 är 1,8523 vilket är acceptabelt och tyder på en relativ låg spridning.

Tabell 4.1.3.4 – Normalitetstest

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Felvärdering1	0,161	53	0,002	0,866	53	0,000

a. Lilliefors Significance Correction

Tabell 4.1.3.1 ovan visar ett Shapiro-Wilk test av residualernas normalitet. Detta görs för att se om felvärdering 2 signifikant avviker från en normaldistribution. Testet visar en signifikansnivå på 0. Vid en signifikansnivå på 5 procent kan vi inte anta en normalfördelning. Antagande ett är därmed inte uppfyllt för feltermerna. Detta är dock inte ett

problem för studiens resultat då förväntade parametrar fortsätter vara opartiska och konsekventa (se rubrik 3.6.2 Regressionsanalys).

4.1.4 Deskriptiv & sambandsanalys Felvärdering 2

Tabell 4.1.4.1 - Deskriptiv statistik (Felvärdering 2)

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Felvärdering 2	-0,1301	1,78038	53
Fogindex	17,5265	3,13164	53
Skuldsättningsgrad	3,2647	11,64518	53
RoA	-0,0104	0,24937	53
ln(börsvärde)	8,2448	2,13411	53

Tabell 4.1.4.1 ovan visar att studien omfattas av totalt 53 observationer. I undersökningen har den beroende variabeln felvärdering 2 ett medelvärde på -0,1301 med en standardavvikelse på 1,78038. Att medelvärdet understiger standardavvikelsen beror på att fördelningen av observationerna blivit snedfördelade.

Tabell 4.1.4.2 - Icke signifikant Korrelationsanalys (Felvärdering 2)

Correlations

		Felvärdering2	Foginex	Skuldsättning	RoA	Inbörsvärde
Pearson Correlation	Felvärdering2	1,000	-0,118	0,007	0,053	0,042
	Foginex	-0,118	1,000	0,286	0,008	-0,047
	Skuldsättning	0,007	0,286	1,000	-0,543	-0,162
	RoA	0,053	0,008	-0,543	1,000	0,192
	Inbörsvärde	0,042	-0,047	-0,162	0,192	1,000
Sig. (1-tailed)	Felvärdering2	.	0,199	0,481	0,353	0,382
	Foginex	0,199	.	0,019	0,476	0,369
	Skuldsättning	0,481	0,019	.	0,000	0,123
	RoA	0,353	0,476	0,000	.	0,084
	Inbörsvärde	0,382	0,369	0,123	0,084	.
N	Felvärdering2	53	53	53	53	53
	Foginex	53	53	53	53	53
	Skuldsättning	53	53	53	53	53
	RoA	53	53	53	53	53
	Inbörsvärde	53	53	53	53	53

Ur tabell 4.1.4.2 ovan utläses en negativ korrelation mellan Fogindex

(upplysningskvalitet) och felvärdering 2 (-0,118). Felvärdering 2 visar differensen mellan marknadsvärdet och det fundamentala värdet av ett företag. Detta innebär att när Fogindex

ökar med 1 enhet minskar felvärdering 1 med -0,118 enheter. Resultatet visar vidare en låg signifikans (0,199) som innebär att det inte finns ett signifikant samband mellan variablerna vid en signifikansnivå på 5 procent. Det är alltså ett svagare samband mellan felvärdering 2 och upplysningskvalitet än vad det är mellan felvärdering 1 och upplysningskvalitet. Vidare kan det utläsas att kontrollvariablerna skuldsättningsgrad och ROA har ett nästintill obefintligt positivt samband på 0,007 respektive 0,053. Detta innebär att när Fogindex ökar 1 enhet ökar skuldsättningsgraden 0,007 enheter och ROA 0,053 enheter. Däremot visar det sig finnas ett negativt samband mellan Fogindex och ln(börsvärde).

Den icke signifikanta korrelationen mellan felvärdering 2 och Fogindex är hänförlig till spekulativa värderingsprinciper på tillgångar. Då tillgångarna är värdet som använts för att räkna ut det fundamentala värdet i felvärdering 2, resulterar detta i en signifikant differens mot marknadsvärdet. Detta omfattar i synnerhet värdering av fastighetsbolag till verkligt värde. Därmed har vi valt att exkludera fastighetsbolag och fortsätta testerna utan dessa för att se om det bidrar med en högre statistisk signifikans. Hädanefter minskar observationerna från 53 till 48 i kommande tester.

Tabell 4.1.4.3 - Korrelationsanalys exklusive fastighetsbolag (Felvärdering 2)

Correlations

		Felvärdering2	Foginex	Skuldsättning	RoA	Inbörsvärde
Pearson Correlation	Felvärdering2	1,000	-0,277	-0,045	0,162	0,278
	Foginex	-0,277	1,000	0,292	0,013	-0,008
	Skuldsättning	-0,045	0,292	1,000	-0,541	-0,158
	RoA	0,162	0,013	-0,541	1,000	0,180
	Inbörsvärde	0,278	-0,008	-0,158	0,180	1,000
Sig. (1-tailed)	Felvärdering2	.	0,028	0,382	0,135	0,028
	Foginex	0,028	.	0,022	0,466	0,477
	Skuldsättning	0,382	0,022	.	0,000	0,142
	RoA	0,135	0,466	0,000	.	0,110
	Inbörsvärde	0,028	0,477	0,142	0,110	.
N	Felvärdering2	48	48	48	48	48
	Foginex	48	48	48	48	48
	Skuldsättning	48	48	48	48	48
	RoA	48	48	48	48	48
	Inbörsvärde	48	48	48	48	48

Ur tabell 4.1.4.3 ovan utläses en negativ korrelation mellan Fogindex (upplysningskvalitet) och felvärdering 2 (-0,277). Felvärdering 2 visar differensen mellan marknadsvärdet och det fundamentala värdet av ett företag räknat på tillgångar. Detta innebär att ifall Fogindex ökar med 1 enhet minskar felvärdering 1 med -0,277 enheter. Resultatet visar vidare en hög signifikans (0,028) som innebär ett starkt samband mellan variablerna vid en signifikansnivå på 5 procent. Kontrollvariablerna har alla en positiv korrelation med Fogindex bortsett från ln(börsvärde) (-0,008). Signifikansnivån för kontrollvariablerna är väldigt låga förutom skuldsättningsgrad (0,022).

4.1.5 Regressionsmodell 1 - Felvärdering 2

Ekvation för regressionsmodell 2*:* $Felvärdering_{IT} = \beta 0 + \beta 1 Upplysningskvalite + \beta 2 Skuldsättningsgrad + \beta 3 Vinstmarginal + \beta 4 (ln) börsvärde + e$

Tabell 4.1.5.1 - Sammanfattning av regressionsmodell 1 exklusive fastighetsbolag (Felvärdering 2)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	0,446[a]	0,199	0,125	1,13419	0,199	2,672	4	43	0,045	1,174

a. Predictors: (Constant), Inbörsvärde, Foginex, RoA, Skuldsättning

b. Dependent Variable: Felvärdering2

Det som är av intresse i tabell 4.1.3.1 är adjusted r square (0,125). Den innebär att 12,5 procent av variansen av den beroende variabeln (felvärdering 2) förklaras av de oberoende variablerna.

Tabell 4.1.5.2 - ANOVA test av korrelationsanalys exklusive fastighetsbolag (Felvärdering 2)

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13,749	4	3,437	2,672	0,045[b]
	Residual	55,315	43	1,286		
	Total	69,064	47			

a. Dependent Variable: Felvärdering2

b. Predictors: (Constant), Inbörsvärde, Foginex, RoA, Skuldsättning

Genom tabell 4.1.4.5 kan det linjära sambandet mellan felvärdering 2 och upplysningskvalitet testas. Detta görs i form av ett F-test för att bekräfta att resultatet i Pearsons korrelationstest inte skett av en slump.

H0: $\beta 1 = 0$

H1: $\beta 1 \neq 0$

F-värde = 3,437 ger p-värdet 0,045 vilket är under 0,05. Således kan nollhypotesen förkastas och bekräfta att Pearsons korrelationstest inte skett av en slump samt att datamaterialet indikerar ett linjärt samband mellan felvärdering 2 och upplysningskvalitet i den testade populationen.

Tabell 4.1.5.3 - Analys av koefficient exklusive fastighetsbolag (Felvärdering 2)

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	2,018	1,420		1,421	0,162					
	Foginex	-0,173	0,073	-0,345	-2,362	0,023	-0,277	-0,339	-0,322	0,873	1,145
	Skuldsättning	0,023	0,017	0,230	1,320	0,194	-0,045	0,197	0,180	0,614	1,628
	RoA	1,126	0,775	0,243	1,454	0,153	0,162	0,216	0,198	0,667	1,499
	Inbörsvärde	0,151	0,078	0,267	1,922	0,061	0,278	0,281	0,262	0,962	1,039

a. Dependent Variable: Felvärdering2

För att testa om felvärdering 2 har en effekt på upplysningskvalitet i modellen, genomfördes ett t-test.

H0: $\beta 1 = 0$

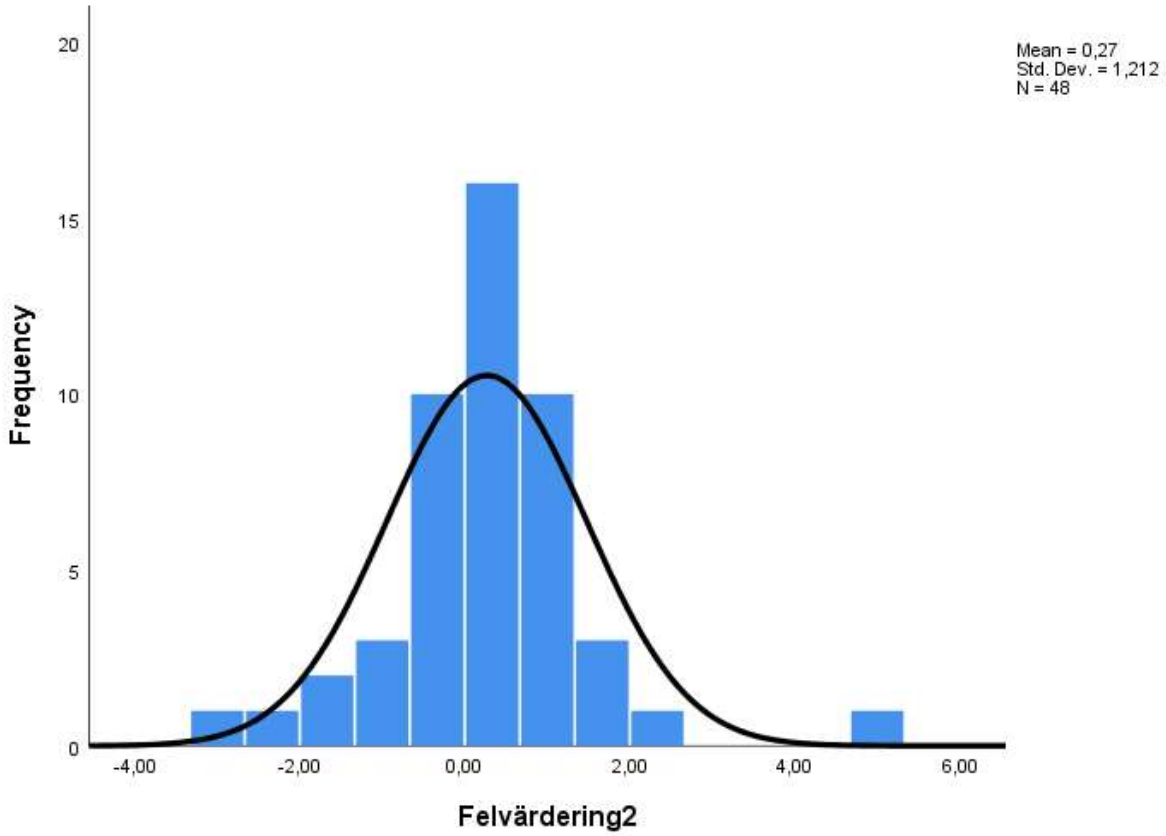
H1: $\beta 1 \neq 0$

Upplysningskvalitet (Fogindex) har koefficienten -0,345 och ett p-värde om 0,023<0,05. Detta betyder att upplysningskvalitet och felvärdering är negativt korrelerade. Den höga signifikansen innebär att nollhypotesen förkastas samt att det finns ett signifikant samband mellan upplysningskvalitet och felvärdering 2.

Statistiken för kollinearitet har godtagbara värden för testet som utförts. Detta kan urskiljas längst till höger i diagrammet. Toleransen mäts i ett intervall mellan 0-1 där 1 är det ideala värdet. Samma gäller för VIF (Variance Inflation Factor) där ett värde så nära 1 som möjligt eftersträvas. Dock är 1 det minsta möjliga värdet i detta intervall. Alla värden som testas är i det mer ideella spektrumet av intervallet. Detta innebär att det finns ytterst liten risk för multikollinearitet. Därmed har vi uppfyllt det fjärde antagandet av regressionsanalys. Då risken för multikollinearitet är låg kan vi uteslutna att oberoende variablerna korrelerar med varandra.

Regressionsdiagnostik

Diagram 4.1.5.1 - Histogram Felvärdering 2 exklusive fastighetsbolag (Tillgångar)



Histogrammet ovan presenterar felvärdering 2 som är beräknat genom fundamentalt värde av tillgångar. Likt fördelningen i histogram 4.1.3.1 för felvärdering 1, så hamnar majoriteten av bolagen nära nollpunkten bortsett från en enstaka uteliggare. Dock visar diagrammet en lätt positivförskjutning. Detta ligger i linje med felvärdering 1 i diagram 4.1.3.1. Vidare innebär detta att bolagens fundamentala värde beräknat på tillgångar, ur urvalet blivit övervärderade i förhållande till marknadsvärdet. Diagrammet visar att majoriteten av bolagen (17st.) har en felvärdering på cirkus +1 och är därmed aningen övervärderade. Uteliggare uppenbarar sig i diagrammet i form av ett läkemedelsbolag med en felvärdering om +5. Standardavvikelsen för felvärdering 2 är 1,7803 vilket tyder på att spridningen i diagrammet är relativt lågt.

Tabell 4.1.5.4 - Normalitetstest exklusive fastighetsbolag

Tests of Normality

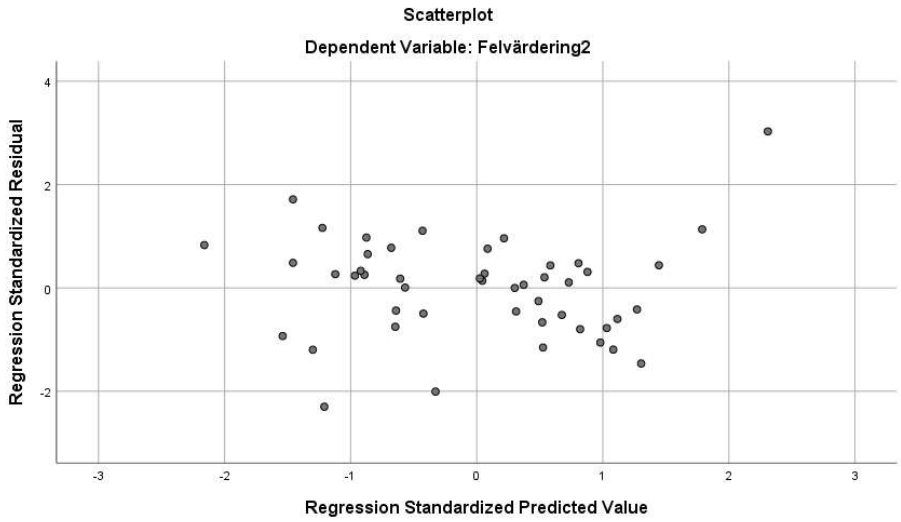
	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Felvärdering2	0,118	48	0,091	0,910	48	0,001

a. Lilliefors Significance Correction

Tabell 4.1.5.4 ovan visar ett Shapiro-Wilk test av residualernas normalitet. Detta görs för att se om felvärdering 2 signifikant avviker från en normaldistribution. Testet visar en signifikansnivå på 0,001. Vid en signifikansnivå på 5 procent kan vi inte anta en normalfördelning. Antagande ett är därmed inte uppfyllt för feltermerna. Detta är dock inte ett

problem för studiens resultat då förväntade parametrar fortsätter vara opartiska och konsekventa (se rubrik 3.6.2 Regressionsanalys).

Diagram 4.1.5.2 - Spridningsdiagram exklusive fastighetsbolag (Felvärdering 2)



I diagrammet ovan urskiljs hur spridningen inte visar på någon form av mönster som skulle kunna resultera i att modellen påverkas av autokorrelation. Detta hade skett genom att feltermerna ε är beroende av varandra. Vidare är alla värden inom intervallet -3 till 3. Således har det andra & tredje antagandet för regressionsanalysen även uppfyllts för felvärdering 2.

4.2 Koppling till frågeställning 2

För att vidare undersöka relationen mellan upplysningskvalitet och felvärdering har vidare tester utförts för att undersöka hypotes två. Till hypotes ett adderas dummyvariabeln konkurrens genom HHI som sorterar bolagen med 1 om de befinner sig i hög konkurrens och 0 om de befinner sig i låg konkurrens. Hypotes två behandlar relationen mellan den beroende variabeln felvärdering 1 och oberoende variabeln upplysningskvalitet(Fogindex) utifrån konkurrensen inom en specifik bransch. Antagandet för hypotes två är att företag inom konkurrenskraftiga branscher tävlar i större omfattning om investerarens uppmärksamhet och därmed bör ha en högre grad av upplysningskvalitet.

4.2.1 Regressionsmodell 2 - Konkurrens

Ekvation för regressionsmodell 2: $Felvärdering_{IT} = \beta 0 + \beta 1 Upplysningskvalite + \beta 2 Skuldsättningsgrad + \beta 3 Vinstmarginal + \beta 4 (ln) börsvärde + \beta 5 Konkurrens + e$

Tabell 4.2.1.1 - Korrelationsanalys konkurrens (Felvärdering 1)

Correlations

		Felvärdering 1	Fogindex	Skuldsättningsgrad	RoA	ln(börsvärde)	HHI
Pearson Correlation	Felvärdering 1	1,000	-0,444	0,009	-0,138	0,108	-0,346
	Fogindex	-0,444	1,000	0,286	0,008	-0,047	0,228
	Skuldsättningsgrad	0,009	0,286	1,000	-0,543	-0,162	0,167
	RoA	-0,138	0,008	-0,543	1,000	0,192	-0,060
	ln(börsvärde)	0,108	-0,047	-0,162	0,192	1,000	0,358
	HHI	-0,346	0,228	0,167	-0,060	0,358	1,000
Sig. (1-tailed)	Felvärdering 1	.	0,000	0,476	0,162	0,221	0,006
	Fogindex	0,000	.	0,019	0,476	0,369	0,051
	Skuldsättningsgrad	0,476	0,019	.	0,000	0,123	0,116
	RoA	0,162	0,476	0,000	.	0,084	0,336
	ln(börsvärde)	0,221	0,369	0,123	0,084	.	0,004
	HHI	0,006	0,051	0,116	0,336	0,004	.
N	Felvärdering 1	53	53	53	53	53	53
	Fogindex	53	53	53	53	53	53
	Skuldsättningsgrad	53	53	53	53	53	53
	RoA	53	53	53	53	53	53
	ln(börsvärde)	53	53	53	53	53	53
	HHI	53	53	53	53	53	53

Ur tabellen har endast variabeln HHI lagts till som innefattar bolag med hög konkurrens. Det som är studeras är felvärdering 1 korrelation till variablerna HHI samt upplysningskvalitet(Fogindex). Det noteras ett negativt samband mellan felvärdering 1 och HHI på -0,346. Det innebär att när felvärderingen ökar minskar HHI med 0,346 enheter. Detta ska sättas i relation till det negativa sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering 1 som är -0,444. Det innebär att det negativa sambandet inte förstärks vid indelning av om bolaget är i en hög konkurrens eller ej. Hypotes 2 kan således inte analyseras vidare och nollhypotesen accepteras.

5. Analys

I detta avsnitt analyseras och diskuteras studiens empiriska resultat utifrån den teoretiska referensramen.

5.1 Analys av sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering

Med utgångspunkt i den *effektiva marknadshypotesen* och *agentteorin* bör det teoretisk sett finnas ett samband mellan upplysningskvalitet och att bolagets aktie avviker från det fundamentala värdet. I den här studien har empiriskt material framställts som stödjer det teoretiska resonemanget samt bekräftar likartade tidigare studiers(Yang et al, 2020; Drake Myers & Myers, 2009; Chu et al, 2019; Lee & Lee, 2013) resultat som utförts på andra finansiella marknader.

Studiens resultat visar på att upplysningskvalitet, som mäts genom att beräkna hur läsvänlig texten är utformad, påverkar hur mycket aktiepriset avviker från det fundamentala värdet. Det negativa sambandet gäller både när det fundamentala värdet räknas på bolagets intäkter och när det räknas på bolagets totala tillgångar.

Tidigare studier(Yang et al, 2020) har kunnat påvisa att det negativa sambandet förstärks av att bara analysera de företag som befinner sig i en stark konkurrensutsatt marknad. Resonemanget bygger på att företagen då behöver höja upplysningskvaliteten till sina investerare för att så många som möjligt ska använda sig av deras årsredovisning. I högt konkurrensutsatta branscher finns det annars en risk att investerare väljer att lägga tid och intresse på andra finansiella rapporter som håller en högre upplysningskvalitet(Gelb & Zarowin, 2002). Den här studien hade som mål att kunna påvisa ett förstärkt negativt samband mellan de två variablerna upplysningskvalitet och felvärdering när bolagen delas in beroende på bransch men testet visade på att det försvagades. Det negativa sambandet utan uppdelning baserat på konkurrens blev -0,444 och när det delades in -0,346.

Anledningen till att studiens empiriska resultat skiljer sig från annan forskning tros bero på att urvalet, slumpmässigt utvalt, inte lyckats fånga med den rättvisande konkurrensen bolagen befinner sig på. Eftersom urvalet efter bortfall bestod av 53 bolag som delades in i branscher som de tillhörde beräknades konkurrens inom urvalet. En bransch med 5 stycken bolag där ett av bolagens nettoomsättning stod för 95 procent av bolagens totala nettoomsättning tillsammans gör att misstanken om att bolag som egentligen inte är högt konkurrensutsatta ändå räknades med. Med fördel hade urvalet bestått av fler bolag i varje bransch så att konkurrensen blivit rättvist framställt.

Vid test av sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering 2 påvisades ett negativt signifikant värde på -0,188. Resultatet var inte signifikant och Hypotes 2 kunde därmed inte accepteras och resultatet gick emot tidigare forskning(Yang et al, 2020; Lee & Lee, 2013; Chu et al, 2019). Anledningen till det icke signifikanta resultatet misstänks bero på att fastighetsbolagens fundamentala värde är signifikant högre när fundamentalt värde beräknas med hänsyn till tillgångar istället för intäkter.

Fastighetsbolagen har fått höga värden av upplysningskvalitet men låg träffsäkerhet av fundamentalt värde av bolagens aktievärde räknat på tillgångar. Detta är hänförligt till värderingsprinciper av verkligt värde (IAS 40). Värdeförändringen av förvaltningsfastigheter delas upp i två olika kategorier vid värdering till verkligt värde. Dessa är realiserade värdeförändringar och orealiserade värdeförändringar. Den förstnämnda är värdeökningar som inträffat. Orealiserade värdeökning innefattar en spekulativ värderingsprognos i förhållande till inflationstakt, efterfrågan samt andra faktorer. Trots att dessa spekulativa värderingar inte har realiserats och tillhör framtida tillgångar så tas dessa upp i balansomslutningen. Detta är mer största sannolikhet anledningen till att dessa bolags fundamentala värde på tillgångar avviker avsevärt från dess marknadsvärde. Samtidigt innehåller de en hög grad av upplysningskvalitet kring värderingen av dessa tillgångar som är den noten studien undersökt med hjälp av Fogindex. Studien valde därför att exkludera fastighetsbolagen för att testa om resultatet är signifikant för det resterande urvalet.

När fastighetsbolagen exkluderades och det resterande urvalet testades i regressionsmodellen kunde ett negativt samband påvisas. Tolkningen av resultatet är att när upplysningskvalitet ökar med en enhet minskar felvärdering 2 med -0,277 enheter. Resultatet accepteras till en signifikansnivå på 5 procent(sigma 0,028). Hypotes ett kan därmed accepteras och ett negativt samband påvisas oavsett om beräkning av fundamentalt värde görs på intäkter eller tillgångar.

5.2 Analys av upplysningskvalitet

I ett tidigt skede att studien bestämdes det upplysningskvalitet i noterna är detsamma som hur läsvänlig årsredovisningen är. I linje med hur läsvänlighet i tidigare studier(Li, 2008; Smith & Smith, 1971) har mätts så har studien använt sig av Fogindex. Resultaten från Fogindex fördelades upp i fem nivåer och det empiriska resultatet visar på att urvalet hade en generellt hög poäng där Fogindex hamnade i intervallen 12-14(idealt) eller 14-18(svårläst). De flesta hamnade i intervallet 14-18(svårläst). Medelvärdet 17,5265 tyder också på att majoriteten av urvalets årsredovisningar befinner sig på en svårläst nivå eller högre. Detta kan tyda på att det finns ett egenintresse hos företagsledningen inom ramen av agentteorin. Företagsledare har incitament att dölja negativa affärshändelser och negativ information i tvetydiga resonemang vilket gör att upplysningskvaliteten blir sämre(Healy & Palepu, 2001).

Som tidigare nämnt kännetecknas den nordiska marknaden av en ägarstyrningsmodell som är starkt strukturerad, med en tydlig hierarki och med en tydlig belutsordning(Bernhardsson, 2021). Att studiens resultat visar på att upplysningskvaliteten tenderar att vara svårläst i många årsredovisningar tyder på att agenten tvingas balansera mellan sämre upplysningskvalitet och att inte ge konkurrensfördelar till sina konkurrenter(Healy & Palepu, 2001).

5.3 Analys av kontrollvariabler

De kontrollvariabler som studien har använt sig av är skuldsättningsgrad, ROA och ln(börsvärde). Dessa variabler har visat sig vara effektiva när aktiepriser ska studeras(Yang et al, 2020). Studiens empiriska material visar att skuldsättningsgrad har en ett positivt samband med både upplysningskvalitet, felvärdering 1 och felvärdering 2. Detta tyder på att bolag som är mer skuldsatta behöver redovisa mer information i noterna men döljer detta i sitt not-avsnitt. Detta leder till att upplysningskvaliteten försämras och felvärderingen ökar. Vid läsning av bolagens årsredovisningar redovisade inget bolag nyckeltalet skuldsättningsgrad vilket tros bero på att begreppet är negativt kopplat.

ROA som kontrollvariabel var inte signifikant vid felvärdering 1 eller 2 varav ingen vidare analys gjorts. ln(börsvärde) visade på statistisk signifikans för felvärdering 2. Detta kan bero på att företag som har ett större börsvärde också innefattar mer tillgångar i balansräkningen. Det förklarar att upplysningskvaliteten minskar med fler tillgångar att redovisa samt ett högt fundamentalt värde beräknat på företagets tillgångar.

5.4 Studiens bidrag

Studien bidrar till utökning av forskningen kring sambandet mellan upplysningskvalitet och effektiv prissättning av aktier på de finansiella marknaderna. Studies bidrag är att belysa det direkta sambandet mellan upplysningskvalitet och felvärdering där det påvisas ett negativt samband oavsett om det fundamentala värdet beräknas med hänsyn till intäkter eller tillgångar.

Studiens resultat ger politiska beslutsfattare och lagstiftare underlag för att utforma nya riktlinjer som bidrar till att upplysningarna ska höja sin kvalitet. Detta eftersom studiens datamaterial visat att upplysningskvalitet påverkar marknadens effektivitet att prissätta aktier. Att den svenska börsen är stabil och effektiv bör ligga i allas intresse eftersom de flesta svenskar pensionssparar på den svenska börsen.

Studien bidrar till att, genom en analys av sambandet mellan variablerna upplysningskvalitet och felvärdering med utgångspunkt i agentteorin, skapa en förståelse för hur den finansiella marknaden fungerar genom den effektiva marknadshypotesen samt faktorer som påverkar upplysningskvaliteten. Det som framkommit under analysen är att årsredovisningen överlag kan vara svårläst och tvetydig vilket misstänks bero på att negativ information döljs i längre stycken med diverse förklaringar. Genom att förbättra upplysningskvaliteten reduceras negativa effekter till följd av informationsasymmetrier mellan företaget och externa intressenter och förhindrar att marknaden övervärderar företag som presterar sämre än lönsamma bolag(Fransson, Snäll & Karlsson, 2020) En effektiv distribution av information på kapitalmarknaden är därmed väsentlig för att undgå osäkerhet som potentiellt ökar risken för fallande aktiekurser och börskrascher.

6. Diskussion & Slutsats

I detta avslutande kapitel behandlas studiens resultat i koppling till studiens frågeställningar samt diskussion kring resultatet. Vidare presenteras studiens brister och till sist framförs förslag på framtida forskning.

Syftet med denna studie har varit att besvara följande frågeställningar:

- Vilken effekt har hög upplysningskvalitet på prissättningen av svenska börsnoterade bolag?
- Hur påverkar konkurrensförhållandet mellan felvärdering och upplysningskvalitet på svenska börsnoterade bolag?

Genom att observera upplysningskvaliteten genom det etablerade Fogindex, har denna studie undersökt korrelationen mellan just upplysningskvalitet och felvärdering på den svenska börsmarknaden. Fogindex mäter arbetskapaciteten för att läsa informationen och förstå den efter första läsningen. Indexet har fungerat som ett poängsystem i intervallet 8-18 där ett lågt värde representerar att texten är anpassad för barn medan 18 representerar en svårläst text. De flesta finansiella rapporter i urvalet hade en hög poäng och ett medelvärde på 17,5265. Således kan vi dra slutsatsen att finansiella rapporter är relativt svårlästa texter. Bolagens variation i upplysningskvalitet är 5,589 vilket indikerar en betydande spridning från medelvärdet. Det högsta värdet av upplysningskvalitet är 22,36 och det lägsta 11,93. Ett högt värde indikerar dock inte att texten är optimerad utifrån aspekten av lättlästhet. Det ideala värdet i detta intervall ligger mellan 12-14 enligt Fogindexet *(se diagram 3.6.6.2 s15)*.

Studiens resultat visar ett negativt samband mellan upplysningskvalitet och felvärdering. Detta gäller både för felvärdering beräknat efter det fundamentala värdet av intäkter och tillgångar. Den negativa korrelationen innebär att när upplysningskvaliteten ökar, så minskar felvärdering. Således blir studiens slutsats att en hög upplysningskvalitet minskar risken för felvärdering i svenska börsnoterade bolag. Detta bidrar till en mer effektiv prissättning och till ett marknadsvärde som ligger närmare bolagens fundamentala värde. På så vis minskas gapet för subjektivvärdering och ökar träffsäkerheten av bolagets fundamentala värde genom hög upplysningskvalitet.

Det ska tilläggas att fastighetsbolag som bransch inte var optimal för jämförelsen mellan det fundamentala värdet av tillgångar och marknadsvärdet. Detta ledde till en kraftig undervärdering av dessa bolag och extrema uteliggare i empirin. Undervärderingen är dock rent spekulativ och hänförlig till förvaltningsfastigheters värderingsprinciper i form av verkligt värde. Detta innebär att orealiserade värdeförändringar tillåts tas upp i resultat- och balansräkningen. Resultatet blev ett marknadsvärde som understeg det spekulativa fundamentala värdet samt en låg signifikansnivå mellan upplysningskvalitet och felvärdering 2 i testerna. Därmed valde vi att fortsätta undersökningen av samband exklusive dessa fastighetsbolag vilket ledde till accepterande av hypotes 1 vid en signifikansnivå på 5 procent.

Korrelationen mellan upplysningskvalitet och felvärdering går att återkopplas till studiens teoretiska ramverk och i synnerhet agentteori samt positive accounting theory. Information som kommuniceras ut via finansiella rapporter har i syfte att upplysa investeraren om verksamhetens operativa och finansiella resultat. Enligt agentteori och positive accounting theory kommer kommunicerad information vara till fördel för företag i största möjliga utsträckning. Detta kan i sin tur leda till informationsasymmetri då investerare oftast inte har

för avsikt att spela en aktiv roll i organisationens förvaltning och förlitar sig enbart på finansiella rapporter. Således är det av yttersta vikt att informationen i finansiella rapporter håller en hög upplysningskvalitet som inte avviker från företagets fundamentala värde då det finns en risk för vinklad information från ledningen enligt dessa teorier.

Det är ledningens ansvar att informationen i årsredovisningen innehåller väsentlig och korrekt information för att investerare ska kunna fatta informerade investeringsbeslut. Genom en hög upplysningskvalitet tillses detta behov och minimerar gapet för subjektiva värderingar och därmed även risken för felvärdering. Då finansiella rapporter är den ledstjärna som investerare allt som oftast följer i sina investeringsbeslut, behöver den hålla en hög standard. En lägre grad upplysningskvalitet i ett bolags finansiella rapporter kan potentiellt leda till att investeraren inhämtar extern information om bolaget. Detta kan leda till ett ökat gap av informationsasymmetri och därmed även en ökad risk för felvärdering.

När det kommer till konkurrens och frågeställning nummer två, visade resultatet på en positiv korrelation med upplysningskvalitet. Enligt studiens resultat ökar upplysningskvaliteten i branscher med högre konkurrenskraftiga marknader. Vidare korrelerar konkurrens och felvärdering negativ. Innebörden blir att i konkurrenskraftiga branscher är felvärdering lägre än icke-konkurrenskraftiga branscher. Detta rimmar med studiens teoretiska antagande om bolagens rivalitet för investerares uppmärksamhet genom hög upplysningskvalitet. Dock visade resultatet att relationen mellan konkurrens och felvärdering inte var större än relationen mellan upplysningskvalitet och felvärdering. Därmed accepteras nollhypotesen för frågeställning två. Resultatet för konkurrens indikerar ett samband likt tidigare studier men som inte var starkt nog för fortsatt analys.

Vidare kan det konstateras att finansiella rapporter innehåller en mer svårläst typ av information. Den empiriska data som samlades in resulterade i relativt höga indexvärden. Då skalan för Fogindex

indikerar ett idealt intervall mellan 12-14, där ytterst få bolag befann sig, kan detta anses missvisande då finansiella rapporter innehåller omfattande information som enligt Fogindexet hamnar utanför det svårlästa intervallet. Enligt fogindex indikerar detta att texten i notavsnittet av finansiella rapporter är ytterst svårlästa. Problemet ligger potentiellt i indexets relativitet och vad som anses vara idealt i form av andra mindre omfattande texter. En annan teori är att upplysningskvalitetens höga indexvärden kan bero på ledningens försök till att dölja negativ information genom att överbelasta rapporten med oväsentlig information. Således är det mindre sannolikt att investeraren hittar denna information. Den tredje och sista teorin kopplas till en starkt strukturerad ägarstyrningsmodell bland svenska bolag. Detta resulterar i att agenten som styr bolaget, tvingas välja mellan sämre upplysningskvalitet och att inte ge konkurrensfördelar till rivaler.

Slutligen kan det konstateras att funktionen av finansiella rapporter kan eventuellt ställa krav på textens utformning och leda till en viss del komplexitet. Således ställer den mer krav på läsarens kunskapsnivåer och kapacitet att förstå den. Vidare kan det diskuteras huruvida finansiella rapporter kan bli mer läsvänliga och enklare att förstå. En mer komplex och omfattande text innebär inte alltid en högre upplysningskvalitet. Upplysningskvalitet cementeras i textens väsentliga samt tillförlitliga information och dess förmåga att ledsaga investeraren till ett investeringsbeslut av hög träffsäkerhet på ett tidseffektivt och enkelt sätt. Det är ett praktexempel på kvalitet före kvantitet. Som studien har berört så har investerare begränsningar när det gäller tid och uppmärksamhet. Det är en svår uppgift att bearbeta all text i en årsredovisning, inte minst för large cap bolag. Således är det viktigt att kvalitet

utifrån väsentlighet och tillförlitlighet är det gemensamma faktorn för denna typ av rapport framför kvantitet.

6.1 Studiens brister

Studiens empiri bygger på bolag under verksamhetsåret 2020. Under detta år var Covid-19 som mest aktiv och hade som mest påverkan på företags finansiella tillstånd. Covid-19 påverkade även lönsamheten hos bolag på en mer branschspecifik nivå. Läkemedel- och kommunikationsbolag såg en ökad tillskjutning av kapital. Andra branscher som exempelvis hotellbranschen och andra konsument-cykliska branscher påverkades kraftigt negativt. Vidare omfattar studiens empiri enbart en del av hela årsredovisningen i form av tillgångarnas noter. Dessa omständigheter är centrala att ha i åtanke vid analys av resultatet i denna studie. Därmed blir generalisering i en större uträckning svår att uppnå.

Urvalet i denna kvantitativa studie är relativt lågt. Detta beror på att innehållsanalysen av finansiella rapporter för att beräkna Fogindex har i stor utsträckning skett manuellt. Ett större urval hade säkerställt studiens resultat ytterligare och minimerat risken för ett slumpmässigt resultat. Då urvalet var slumpvis blev det även en ojämn fördelning av branscher. Detta uppenbarade sig speciellt vid uträkningen av konkurrens (HHI index) i branscherna. HHI index som beräknas genom företagens marknadsandelar ur urvalet, gör det svårt att generalisera på grund av den ojämna branschfördelningen samt det relativt låga antalet observationer.

Flera bolag hamnade högt utanför intervallet för Fogindex. Således hade studien kunnat förbättras med hjälp av ett annat verktyg än Fogindex i mätningen av upplysningskvalitet då det finns en potentiell risk att Fogindex inte kan anses som optimalt för denna typ av omfattande texter.

6.2 Förslag till framtida forskning

Då studiens observationer blev mindre än väntat efter statistikbortfall kan generalisering av relationen mellan upplysningskvaliteten och felvärdering vara svåruppnått på den svenska börsmarknaden. Således hade en liknande studie med en större urval varit till fördel för denna typ av samband. Ett utökat urval skulle även bidra till ett mer säkerställt resultat när det kommer till konkurrens. Då populationen i studien var relativt låg blev branscherna inte jämnt fördelade. Då dessa används i uträkningen av konkurrens genom marknadsandelar blir resultatet inte representativt för hela marknaden. Slutligen hade Fogindex kunnat bytas ut mot en effektivare och mer applicerbart verktyg för att mäta upplysningskvalitet. Detta hade ökat resultatets trovärdighet.

7. Källförteckning

Amcoff, E. (2021), *Världens tio bästa börser,* Carnegiefonder https://www.carnegiefonder.se/varldens-tio-basta-borser/ (2022-02-23)

Avanza (2022) Kundservice | Avanza (2022-03-12)

Berger, P. G. & Ofek, E. (1995) Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*. [Online] 37 (1), 39–65. DOI: 10.1016/0304-405X(94)00798-6 https://www-sciencedirect-com.lib.costello.pub.hb.se/science/article/pii/0304405X94007986?via%3Dihub
Bernhardsson, J. (2021). *Investeraren; Allt du behöver veta om finansmarknaden*. Stockholm: Lind & CO. s248-346

Brown, S. & Hillegeist, S. A. (2007) How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of accounting studies*. [Online] 12 (2-3), 443–477. DOI: 10.1007/s11142-007-9032-5 How disclosure quality affects the level of information asymmetry

Bryman, A. & Bell, E. (2017). Företagsekonomiska forskningsmetoder. 3. uppl., Stockholm: Liber.

Chu, C.-C.Kung, C.-H. Lo, C.-C. Karathanasopoulos, A. Ming, J.(2018) Information disclosure, transparency ranking system and firms' value deviation: evidence from Taiwan. *Review of quantitative finance and accounting*. [Online] 53 (3), 721–747. DOI: 10.1007/s11156-018-0764-z https://www.proquest.com/docview/2111380506?parentSessionId=oVoR5LoQKLXBNqgLnIHF5GqB32pS41mVOoD7bY12%2BN4%3D&pq-origsite=primo

Daske, H. & Gebhardt, G. (2006) International financial reporting standards and experts perceptions of disclosure quality. Abacus (Sydney). [Online] 42 (3-4), 461–498. DOI: 10.1111/j.1467-6281.2006.00211.x. International financial reporting standards and experts' perceptions of disclosure quality - Daske - 2006 - Abacus - Wiley Online Library (hb.se)

David S. Gelb & Paul Zarowin (2002). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. *Review of accounting studies*. [Online] 7 (1), 33–. DOI: 10.1023/A:1017927530007 https://www.proquest.com/docview/208518034?parentSessionId=fxMwxo%2FsVAuj7W622e1Y8dP2dZCHaudb1SZBjh9inJQ%3D&pq-origsite=primo&accountid=9670

Deegan, C., & Unerman, J. (2011). Financial Accounting Theory: European Edition. 2nd ed. McGraw Hill Higher Education.

Doane & Seward (2016). s149, s576-582, s516-517

Drake, M. S., J. N. Myers, and L. A. Myers. 2009. Disclosure quality and the mispricing of accruals and cash flow. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 24:357–84. DOI: 10.1177/0148558X0902400303 https://journals-sagepub-com.lib.costello.pub.hb.se/doi/abs/10.1177/0148558X0902400303

Falkman, Pär (2001). *Externredovisningens grunder*, s231

Falkman, Pär (2001). *Externredovisningens grunder*, s240

Fransson, H.-P. Snäll J. & Karlsson, L(2020) *Upplysningskvalitet vid kapitalisering av operationella leasingavtal enligt IFRS 16 : en kvantitativ studie av svenska börsnoterade företag*. Kandidatuppsats. Ekonomprogrammet. Borås: Högskolan i Borås, Akademin för textil, teknik och ekonomi. http://hb.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A1507697&dswid=-9853

Gavelin, L & Sjöberg, E(2012), *Finansiell ekonomi i praktiken.* Andra upplagan., Lund: Studentlitteratur. s245-273

George & Mallery (2010). Determinants of Financial Sustainability and Access to Finance among SMEs in Malaysia: A Pilot Study. *Management and Business Research Quarterly*. Microsoft Word - Sonia Lohana-MBRQ (eurokd.com)

George, D. Mallery, P (2019). *IBM SPSS Statistics 26 Step by Step, A Simple Guide and Reference.* New York. s78-95

Goldstein, I. & Yang, L. (2019) Good disclosure, bad disclosure. *Journal of financial economics.* [Online] 131 (1), 118–138. DOI: 10.1016/j.jfineco.2018.08.004. Good disclosure, bad disclosure - ScienceDirect (hb.se)

Gunnarsson, R. (2020). *Validitet och reliabilitet*. Infovoice.se https://infovoice.se/validitet-och-reliabilitet/ (hämtat 2022-03-03)

Healy, P. M., & K. G. Palepu(2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31:405–40. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0 https://www-sciencedirect-com.lib.costello.pub.hb.se/science/article/pii/S0165410101000180

Hirshleifer, D. Lim, S. Teoh, S.W. (2010*). Limited Investor Attention and Stock Market Misreactions to Accounting Information*. DePaul Merage School of Business, University of California. delivery.php (ssrn.com)

IAS (2009) IAS 40 Förvaltningsfastigheter | FAR Online (2020-04-12)

IASB (2001). *Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter*. London: IFRS Foundation. (2022-03-02)

IFRS (2022) IFRS - IFRS 16 Leases (2022-03-20)

Grundeus, K. (2021), *Det här ska du titta efter i en årsredovisning*. Booli!. https://www.booli.se/kunskap/det-har-ska-du-titta-efter-i-en-arsredovisning/ (2022-03-10)

Kam, V (1990). *Accounting Theory,* s313

Lee, H.-L. & Lee, H. (2013) Effect of information disclosure and transparency ranking system on mispricing of accruals of Taiwanese firms. *Review of quantitative finance and accounting*. [Online] 44 (3), 445–471. DOI: 10.1007/s11156-013-0413-5 https://www-proquest-com.lib.costello.pub.hb.se/docview/1668192719?pq-origsite=primo

Li, F. (2008) Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of accounting & economics*. [Online] 45 (2), 221–247. DOI: 10.1016/j.jacceco.2008.02.003

https://www-sciencedirect-com.lib.costello.pub.hb.se/science/article/pii/S0165410108000141?via%3Dihub

Panjaitan, I. (2017). The Effect of Bonus Plan and Income Smoothing on the Selection of Accounting Policy with Corporate Governance as Moderating Variable: An Evidence in Indonesia. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol.8, No.8, 2017. Microsoft Word - RJFA-Vol.8 No.8 2017 (iiste.org)

PwC (2016). *A study on the impact of lease capitalisation IFRS 16: The new leases standard. Microsoft Word - A study on the impact of lease capitalisation.docx (pwc.com)* [2022-05-06]

PwC (2021) Koncernredovisning 2021, Exempel enligt IFRS – IFRS Värdet AB. Microsoft Word - IFRS exemplet 2021 riktiga.docx (pwc.se)

Runsten, M. (1999). *The association between accounting information and stock prices: model development and empirical tests based on Swedish data.* Stockholm: Stockholm school of economics. s194-206

Shiller, R. J. (2003) From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of economic perspectives*. [Online] 17 (1), 83–104. DOI: 10.1257/089533003321164967 https://www.proquest.com/docview/212069631?parentSessionId=OQnlj5eXhyiqa6yaEACVVCmGF3qyVXlj6xyPvJxxmoE%3D&pq-origsite=primo&accountid=9670

Smith, D., Brännström D. & Jansson, A. (2015). Redovisningens Språk. 4., rev. och uppdaterade uppl. Lund: Studentlitteratur. s117-154

Smith, J. E. & Smith, N. P. (1971) Readability: A Measure of the Performance of the Communication Function of Financial Reporting. *The Accounting review*. 46 (3), 552–561. https://www-jstor-org.lib.costello.pub.hb.se/stable/244524?sid=primo&seq=1

Söderlund, Ola (2021). *Bloomberg: Sveriges aktiemarknad störst i Europa, 13 September.* Bloomberg: Sveriges aktiemarknad störst i Europa - Dagens PS (2022-04-16)

Z, Yang,. K, Cheng,. X, Shen. & L, Shi. (2020), Disclosure quality rankings and stockmisvaluation- evidence from chinese stock market. *Emerging markets finance and trade*. 56 (14), 3468-3489. DOI: 10.1080/1540496X.2019.1700499 https://www-tandfonline-com.lib.costello.pub.hb.se/doi/epub/10.1080/1540496X.2019.1700499?needAccess=true

Åbom, Eva(2013), *Historien om Stockholmbörsen*, Bizstories, https://www.bizstories.se/foretagen/borsen-i-stockholm-150-ar/ (2022-03-10)

Årsredovisningslagen (1995) https://lagen.nu/1995:1554#K5 (2022-01-21)

HÖGSKOLAN
I BORÅS

Besöksadress: Allégatan 1 · Postadress: 501 90 Borås · Tfn: 033-435 40 00 · E-post: registrator@hb.se · Webb: www.hb.se