



**Forspárhæfni kennitalna úr ársreikningum um hagnað á hlut fyrirtækja**  
**Ingvar Þór Þorsteinsson**

**B.Sc. í viðskiptafræði**

Vorönn 2014  
Leiðbeinandi:  
Haukur Freyr Gylfason

Ingvar Þór Þorsteinsson  
Kt. 250482-3619

## Útdráttur

Rannsókn var gerð til að athuga hvort það væri hægt með tölfræðilega marktækum hætti að spá fyrir um hagnað á hlut hjá fyrirtækjum. Rannsóknaraðferðin sem var notuð var einvíð aðhvarfsgreiningu. Skýribreyturnar voru kennitölur sem reiknaðar voru út frá ársreikningum fyrirtækja. Kennitölurnar voru eftirfarandi: Arðsemi eigin fjár, eiginfjárlutfall, veltufjárlutfall og sjóðsstreymiskennitala. Fyrirtækin sem notuð voru í rannsókninni voru níu talsins. Fjögur þeirra voru íslensk en hin voru eitt frá hverju landi af hinum norðurlöndunum. Tímabil ársreikningana voru fimm ár eða rekstrarniðurstöður árána 2008 til 2012. Ársreikningarnir voru því alls fjörutíu og fimm talsins eða fimm frá hverju fyrirtæki. Fyrri rannsóknir sem nokkrum er gerð skil í þessari skýrslu höfðu sýnt fram á að það væri hægt að nota kennitölur til að spá fyrir um hagnað á hlut. Þær rannsóknir voru unnar út frá gögnum frá til dæmis bandarískum, breskum og jórdönskum fyrirtækjum. Engin rannsókn kom í leitirnar sem snérist um fyrirtæki frá norðurlöndunum og því var áhugavert að rannsaka hvort þessi aðferð gagnaðist fyrir þau. Niðurstaðan rannsóknarinnar er sú að ekki er hægt að nota arðsemi eigin fjár, eiginfjárlutfall, veltufjárlutfall og sjóðsstreymiskennitala til að spá fyrir um hagnað á hlut fyrirtækja. Niðurstöðurnar fræðimanna um að hægt sé að nota kennitölur því á við niðurstöður þessarar rannsóknar. Nálgað þarf niðurstöður rannsóknarinnar með tilliti til þess að fyrirtækin eru fá, ólík og tímabilið stutt.

**Abstract**

This research was conducted to investigate if it is possible in statistically significant term to predict earnings per share. The research method which was adopted was regression. The independent variables were financial ratios calculated from corporate annual reports. These were the financial ratios: Return on equity, equity ratio, current ratio and cash flow ratio. The companies in this research were nine. Four of them Icelandic but the others are from each of the other Scandinavian countries. The annual reports included operational outcome for the period between 2008 and 2012. Therefore the annual reports counted forty five or five from each firm. Earlier published researches some of them are covered in this report had indicated that it is possible to predict earnings per share by using financial ratios. These researches cover for example companies from America, Britain and Jordan. No earlier researches were found that covered Scandinavian companies and therefore it was interesting to investigate whether this approach applies to them. The results from this research is that it is not possible to predict earnings per share statistically significant by using financial ratios. The results from scholars that using financial ratios is opposite to the results from this research. It is important while considering these results to realise that number of firms is small, they are different from each other and the period is short.

**Þakkir**

Ég vil sérstaklega koma á framfæri þakklæti til leiðbeinanda míns Hauks Freys Gylfasonar fyrir góð ráð og aðstoð við rannsóknina. Ég vil einnig þakka honum fyrir kennsluna síðastliðið tólf mánuði í námskeiðunum aðferðarfræði, hagnýtri tölfraði II og markaðs- og viðskiptarannsóknunum því þar var lagður grunnur að þeirri þekkingunni sem gerir mér kleift að stunda rannsóknir á borð við þessa.

## Efnisyfirlit

Töfluyfirlit.....	6
1. Inngangur .....	8
2. Fyrri rannsóknir .....	9
3. Tilgangur.....	10
4. Aðferð .....	10
4.1 Fyrirtæki.....	11
4.2 Rannsóknarsnið.....	11
4.3 Framkvæmd .....	12
4.4 Útreikningar .....	12
5. Niðurstöður .....	18
6. Umræða.....	19
Heimildaskrá.....	21
Viðauki A – Keyrslur úr SPSS.....	29
Viðauki B – Ársreikningar.....	33
Viðauki C – Kennitölur.....	35
Viðauki D – Fyrirtæki.....	38
Viðauki E – Alþjóðlegir reikningskilastaðlar.....	41

## Töfluyfirlit

Tafla 1. Meðaltal miðgengis amerísks dollars, danskrar krónu, norskrar krónu, sænskrar krónu og evru fyrir árin 2008 til 2012.....	12
Tafla 2. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá BioPorto.....	13
Tafla 3. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Hafslund.....	13
Tafla 4. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Rapala.....	14
Tafla 5. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Gunnebo.....	14
Tafla 6. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Össuri.....	15
Tafla 7. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Marel.....	15
Tafla 8. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Icelandair.....	16
Tafla 9. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Atlantic Airways.....	16

Tafla 10. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Nýherja.....17

Tafla 11. Tengsl hagnaðar á hlut við veltufjárhlutfall (VFH), eiginfjárhlutfall (EFH), arðsemi eiginfjár (AEF) og sjóðsstreymiskennitölu (SSK).....17

## 1. Inngangur

Hlutabréf er eignarhlutur lögaðila í fyrirtæki (Harrison og Kreps, 1978). Sá aðili sem bindur fé sitt í hlutabréfum er skilgreindur sem fjárfestir. Til þess að nokkur fjárfestir sé viljugur til þess að fjárfesta þarf hann að fá tekjur fyrir að binda fjármagnið sitt í hlutabréfunum. Þessar tekjur geta m.a. verið í formi arðs, vaxta og hækkunar á. Sá vettvangur sem við þekkjum í dag þar sem kaup og sala milli aðila á hlutabréfum er kallaður hlutabréfamarkaður. Saga hlutabréfamarkaða í heiminum er löng en fyrsti virki hlutabréfamarkaðurinn leit dagsins ljós í Belgíu, nánar tiltekið Andwerpen árið 1531 (Houtman-De Smedt, 1994). Það er eftir miklu að slægjast því margt af ríkasta fólki heims á að stórum hluta auð sinn vel heppnuðum fjárfestingum á hlutabréfamörkuðum að þakka. Þar má til dæmis nefna Warren Buffet sem er þriðji ríkasti einstaklingurinn í heiminum nú um mundir („Warren Buffett“, e.d.). Miklar sveiflur geta þó myndast í verði á hlutabréfum. Þegar illa gengur og hlutabréf lækka mikið í verði þá er talað um svartsýnismarkað (e. *bear market*). Þá myndast örvinglun á markaðnum sem veldur því að aðilar reyna í miklu magni að losa sig við hlutabréfin sín á mjög skömmum tíma. Framboðið eftir bréfunum verður yfirdrifið en þegar jafnvægi kemst á aftur gengur hluti verðlækkunarinnar oft til baka. Andstæðan við svartsýnismarkað er bolamarkaður (e. *bull market*). Í þannig ástandi myndast mikil eftirspurn eftir hlutabréfum og verðið hækkar mikið á skömmum tíma. Það er einnig þekkt að í kjölfarið gengur hluti verðhækkunarinnar til baka og það myndast jafnvægi (Day og Huang, 1990).

Upphaf þess að spá fyrir um hlutabréfaverð má rekja til ársins 1953 með sögulegum gögnum um hagnað fyrirtækja. Maður að nafni Kendall reyndi á þetta fyrst eftir að hafa veitt því athygli að hlutabréfaverðið að því er virtist sveiflaðist upp og niður fyrir einskæra tilviljun (Lewellen, 2004). Í rannsókn Kendall kemur fram að breytingin á hlutabréfaverðum væri minna kerfisbundin heldur en menn töldu á þessum tíma (Kendall og Hill, 1953). Með því að getað spáð fyrir um þætti á borð við veður, hlutabréfaverð og hagnað á hlut eru minni líkur á slæmum ákvörðunum og hægt að draga úr áhættu. Áhætta samkvæmt skilgreiningu er: „Möguleiki á að eitthvað slæmt gerist á einhverjum tímapunkti í framtíðinni, aðstæðurnar geta verið hættulegar eða haft neikvæðar afleiðingar“ (Hornby, 2000, bls. 1105). Fjárfestar eru í eðli sínu áhættufælnir (e. *risk averse*). Þeir vilja þó fá sem mestu ávöxtun í hlutfalli við áhættustigið af fjárfestingunni sem þeir gefa sér (Hirschey og Nofsinger, 2008). Innan hagfræðinnar eru áhættufælnir fjárfestar skilgreindir á þá leið að þeir munu ekki taka sanngjörnu veðmáli. Veðmál telst sanngjarnt ef vænt útkoma (e. *expected value*) þess er núll (Rabinowicz, 2002).



Þeir sem eru áhættuhlutlausir (e. risk neutral) er sama hvort þeir taki þátt í sanngjörnu veðmáli eða ekki. Hinir áhættusæknu (e. risk preferring) munu taka sanngjörnu veðmáli (Perloff, 2012).

Ef hægt væri að reikna út með mikilli nákvæmni hver arðurinn yrði, þá væri hægt að auðgast verulega. Rannsóknir hafa sýnt fram á að hagnaður á hlut er lykilatriði í verðmyndun hlutabréfa að mati margra sérfræðinga (Chugh og Meador, 1984) og svo mikilvægt að spá um vænt gildi á hagnaði á hlut hefur áhrif á verðið (Clayman og Schwartz, 1994; Bradshaw, 2004; Ohlson og Juettner-Nauroth, 2005). Hagnaður á hlut er fundin út með því að deila hagnaði að frádregnum arði forgangshlutabréfa með fjölda útistandandi hluta í fyrirtækinu. Það þarf að hafa hugfast að margt ber að varast varðandi hlutabréfakaup. Rannsóknnum á borð við þeirra De Bondt og Thaler, Chopra o.fl. og Dissanaïke (eins og vísað er til í Al-Qaisi, 2011) ber saman um að ef hlutabréf fyrirtækis á markaði hefur skilað góðum arði í nokkur ár, þá hefur það tilhneigingu til að valda vonbrigðum og standa sig verr en meðalfyrirtæki. Til að hægt sé að búa til spá þurfa að vera gögn til staðar um það sem liðið er og hefur áhrif á niðurstöðuna sem spá á fyrir. Aðferðum til að búa til spár er gróflega skipt upp í þrjár aðferðir sem eru: 1. Einvíð aðferð sem byggist á því að athugað er áhrif einnar skýribreytu á háðu breytuna. 2. Margvíð aðferð gengur út á að nota margar skýribreytur til að mæla áhrif á háðu breytuna. Þessi aðferð er aðeins flóknari en sú einvíða. 3. Dómgreindar aðferð (e. *judgemental forecasts*) þar sem fjármálagreinendur afla sér upplýsinga og spá fyrir um hver niðurstaðan mun verða (Chatfield, 2002). Eins og búast má við eru fræðimenn ekki sammála um hvaða tegund spálíkana þykir gefa nákvæmstu niðurstöðuna, þar eð að vera sem næst hinni sönnu niðurstöðu. Conroy og Harris (1987) og Schipper (1991) segja í greinum sínum að spár fjármálagreinenda um væntan hagnað á hlut eru nákvæmari heldur en spár tímaraða móðela. Rannsóknnum Clement (1999) og Clement og Tse (2005) ber þar að auki saman um að nokkur atriði bæti spár fjármálagreinenda. Sérstaklega er bent á að eftir því sem stærri vinnustað fjármálagreinandinn vinnur á þá eykst gæði spánna, því hann hefur aðgang að betri og umfangsmeiri upplýsingum. Þá ná fjármálagreinendur sem hafa byggt upp sérþekkingu á ákveðnum atvinnugeirum að lágmarka og fækka villum í spám þeirra.

## 2. Fyrri rannsóknir

V/I hlutfall hefur verið nota með nokkrum árangri til að spá fyrir um verðandi arðgreiðslur (t.d. Chan, Jegadeesh og Lakonishok, 1995; Davis, 1994; Fama og French, 1992; Fama og French, 1993; Fama og French, 1995; Jiang og Lee, 2007; Kothari og Shanken, 1997; Kothari, Shanken og Sloan, 1995; Lewellen, 2004; Loughran, 1996; Pontiff og Schall, 1998; Vuolteenaho, 2002)

þó styrkur sambandsins fari að nokkru eftir stærð þeirra fyrirtækja sem notuð eru í úrvinnslunni (Kothari, Shanken og Sloan, 1995; Loughran, 1996) og tímabila sem eru notuð (Breen og Korajczyk, 1994). Þá hefur kennitalan arðshlutfall einnig sannað forspárhæfni sína fyrir hagnað á hlut (t.d. Campbell og Hamao, 1992; Campbell og Shiller, 1988; Campbell og Thompson, 2008; Campbell og Yogo, 2006; Fama, 1990; Fama og French, 1988; Fama og French, 1989; Shiller, 1984) en þó eru vísbendingar uppi um að svo sé ekki allsstaðar í heiminum (Sentana og Wadhvani, 1991). Kennitalan hagrænn virðisauki (e. Economic value added (EVA)) hefur líka þótt gagnleg til að spá fyrir um hagnað á hlut (Ismail, 2011; Machuga, Pfeiffer og Verma, 2002; Sparling og Turvey, 2003) en hefur þó einnig hlotið mikla gagnrýni (Griffith, 2006). Þá gerði Al-Qaisi (2011) fremur litla rannsókn sem þessi rannsókn byggir á. Al-Qaisi kannaði með aðhvarfsgreiningu sem innihélt sjö óháðar breytur hvort mögulegt væri að spá fyrir um hagnað á hlut fyrirtækja. Aðeins þrjár þeirra höfðu tölfræðilega marktækan skýringarmátt en þær mynduðu líkan sem bjó yfir 42,6% skýringarmætti. Al-Qaisi notaði gögn um tíu fyrirtæki sem öll voru úr sama atvinnugeiranum og tímabilið spannaði fimm ár. Þær breytur sem reyndust vera gagnlegar voru: fjármögnunarahreyfingar (e. *financial ratio*), hagnaðarbreytu (e. *economic ratio*) og framlegðarbreytu (e. *commercial ratio*).

### 3. Tilgangur

Áhuginn á arðgreiðslum og hlutabréfaverði hefur lengi verið til staðar. Því lá beinast við að hrinda af stað rannsókn því tengdu í framkvæmd. Aðferðarfræðin var ákveðin eftir að ég las grein Al-Qaisi (2011) þar sem notast er við aðhvarfsgreiningu við að athuga hvort það væri hægt að spá fyrir um hagnað á hlut út frá kennitölum úr ársreikningum fyrirtækja.

Í þessari rannsókn er verið að kanna fjórar skýribreytur. Þær eru eigin- og veltufjárhlutfall, sjóðsstreymiskennitala og arðsemi eigin fjár. Athugað verður hvort hægt sé að nota þær allar í sitthvoru lagi til að spá fyrir um hagnað á hlut.

Rannsóknarspurningin er: Eru kennitölurnar veltufjárhlutfall (VFH), eiginfjárhlutfall (EFH), arðsemi eiginfjár (AEF) og sjóðsstreymiskennitalan (SSK) gagnlegar til að spá fyrir um hagnað á hlut?

## 4. Aðferð

### 4.1 Fyrirtæki

Eingöngu er hægt að notast við fyrirtæki sem eru á almennum hlutabréfamarkaði. Þá þurfa þau að uppfylla það skilyrði ásamt því að hafa verið á markaði árin 2008 - 2012. Því miður eru aðeins fimm fyrirtæki á hinum íslenska hlutabréfamarkaði sem uppfylla þessi skilyrði en það eru: Össur (sjá nánar: Viðauki D - Össur, bls. 39), Marel (sjá nánar: Viðauki D - Marel, bls. 39), Icelandair Group (sjá nánar: Viðauki D - Icelandair Group, bls. 39), Nýherji (sjá nánar: Viðauki D - Nýherji, bls. 39) og Atlantic Airways (sjá nánar: Viðauki D - Atlantic Airways, bls. 40). Það var því brugðið á það ráð að bæta við fyrirtækjum frá hinum norðurlöndunum eða einu frá hverju landi. Íslensku fyrirtækin urðu að vera ráðandi í gögnunum og því var aðeins eitt fyrirtæki frá hverju landi í Skandinavíu. Þessi auka fyrirtæki voru valin á þann hátt að öllum fyrirtækjum sem skráð eru á Skandinavísku kauphöllinni Nasdaq OMX Nordic voru skráð í excel skjal og mynduðu þýðið eða 505 fyrirtæki. Því næst var innbyggðu random falli í excel beitt við að velja fyrirtækin. Niðurstaðan var sú að danska fyrirtækið var BioPorto (sjá nánar: Viðauki D - BioPorto, bls. 40), norska fyrirtækið Hafslund (sjá nánar: Viðauki D - Hafslund, bls. 40), finnska fyrirtækið Rapala VMC (sjá nánar: Viðauki D - Rapala VMC, bls. 40) og sænska fyrirtækið Gunnebo (sjá nánar: Viðauki D - Gunnebo, bls. 41) mynduðu hið handahófskennda úrtak. Þar sem ekkert af þessum fyrirtækjum gerir upp í íslenskum krónum þurfti að umbreyta öllum upphæðum sem koma fram í þessari rannsókn yfir í íslenskar krónur.

### 4.2 Rannsóknarsnið

Skýribreytur voru kennitölurnar veltufjárhlutfall (VFH) (sjá nánar: Viðauki C - Veltufjárhlutfall, bls. 36), eiginfjárhlutfall (EFH) (sjá nánar: Viðauki C - Eiginfjárhlutfall, bls. 37), arðsemi eiginfjár (AEF) (sjá nánar: Viðauki C - Arðsemi eigin fjár, bls. 37) og sjóðsstreymiskennitalan (SSK) (sjá nánar: Viðauki C - Kennitala tengd sjóðsstreymi, bls. 37) en þær eru hluti helstu kennitala ársreikninga að mati Deloitte (2011).

Háða breytan er hagnaður á hlut (sjá nánar: Viðauki C - Hagnaður á hlut, bls. 36) en hún var reiknuð út á eftirfarandi hátt:

$$\text{Hagnaður á hlut} = \frac{\text{Hagnaður eftir skatta}}{\text{Fjöldi útistandandi hluta að meðaltali}}$$

Eftir að kennitalan hafði verið reiknuð út varð að taka lógaritmann af henni til að minnka skekkjuna í leifunum.

Skýribreyturnar voru síðan reiknaðar út á eftirfarandi hátt:

$$\text{Veltufjárhlutfall} = \beta_{VFH} = \frac{\text{Veltufjármunir}}{\text{Skammtímaskuldum}}$$

$$\text{Eiginfjárhlutfall} = \beta_{EFH} = \frac{\text{Eigið fé}}{\text{Eignum}}$$

$$\text{Eiginfjárhlutfall} = \beta_{EFH} = \frac{\text{Eigið fé}}{\text{Eignum}}$$

$$\text{Eiginfjárhlutfall} = \beta_{EFH} = \frac{\text{Eigið fé}}{\text{Eignum}}$$

### 4.3 Framkvæmd

Þegar ársreikningar allra félaganna höfðu verið sóttir voru kennitölurnar eða skýribreyturnar reiknaðar út og settar upp í excel. Því miður lágu ársreikningar fyrir rekstrarárið 2013 ekki fyrir þegar gagnaöflun fór fram. Fyrirtækjaár rannsóknarinnar voru 45 þar sem fyrirtækin eru níu og árin fimm. Að því loknu voru allar upphæðunum breytt yfir í íslenskar krónur. Þá voru niðurstöðurnar slegnar inn í SPSS og aðhvarfsgreiningin keyrð. Þessi rannsókn er byggð á rannsókn Al-Qaisis (2011). Notast var við einvíða aðhvarfsgreiningu þar sem könnuð voru tengsl hvernar kennitölu við hagnað á hlut. Hagnaði á hlut var seinkað um eitt ár ( $t - 1$ ) og þar með athugað hvort kennitölur fyrra árs hafi forspárhæfni. Þetta þarf að gera því upplýsingar um hagnað á hlut eru gerðar opinberar á sama tíma og niðurstöður rekstrarárs fyrirtækja.

### 4.4 Útreikningar

Til þess að umbreyta öllum erlendu upphæðunum yfir í íslenskar krónur var notast við meðaltal miðgengis, sem er meðaltal kaupgengis og sölugengis hvers gjaldmiðils fyrir sig fyrir hvert ár sem rannsóknin náði til.

Tafla 1. Meðaltal miðgengis amerísks dollars, danskrar krónu, norskrar krónu, sænskrar krónu og evru fyrir árin 2008 til 2012.

Ár	Amerískur dollari	Dönsk króna	Norsk króna	Sænsk króna	Evra
2008	88,07	17,09	15,41	13,20	127,46
2009	123,59	23,19	19,80	16,30	172,67
2010	122,04	21,74	20,21	16,96	161,89
2011	116,07	21,67	20,70	17,88	161,42
2012	125,05	21,59	21,50	18,47	160,73

(Seðlabankinn, e.d.)

Hvert fyrirtæki var reiknað út í einu og niðurstaðan var þessi:

Tafla 2. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá BioPorto.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
BioPorto	Eiginfjárhlutfall	-0,06	0,19	0,16	0,76	0,81
	Veltufjárhlutfall	0,92	4,03	3,52	4,02	0,49
	Sjóðsstreymis- kennitala	-0,84	-0,64	-0,64	-0,66	-0,72
	Arðsemi eigin fjár	-0,03	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04
	Hagnaður á hlut ISK	-6,91	-7,37	-7,39	-9,51	-6,67
	Gengi DKK	21,59	21,67	21,74	23,19	17,09

(BioPorto, 2009-2013)

Tafla 3. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Hafslund.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Hafslund	Eiginfjárhlutfall	0,31	0,33	0,35	0,39	0,41
	Veltufjárhlutfall	0,49	0,64	1,34	1,38	1,13
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,02	0,38	0,04	0,16	0,09
	Arðsemi eigin fjár	-0,01	0,04	0,15	0,03	0,03
	Hagnaður á hlut ISK	53,75	51,76	151,55	44,56	34,68
	Gengi NOK	21,50	20,70	20,21	19,80	15,41

(Hafslund, 2009-2013)

Tafla 4. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Rapala.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Rapala	Eiginfjárhlutfall	0,42	0,43	0,43	0,43	0,38
	Veltufjárhlutfall	2,21	1,32	1,47	1,61	1,54
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,13	0,09	0,07	-0,03	-0,02
	Arðsemi eigin fjár	0,10	0,13	0,17	0,13	0,19
	Hagnaður á hlut ISK	36,97	484,26	380,44	-590,52	245,99
	Gengi EUR	160,73	161,42	161,89	172,67	127,46

(Rapala, 2009-2013)

Tafla 5. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Gunnebo.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Gunnebo	Eiginfjárhlutfall	0,39	0,45	0,43	0,33	0,20
	Veltufjárhlutfall	1,90	3,04	3,63	4,43	1,53
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,06	0,11	0,08	0,03	0,05
	Arðsemi eigin fjár	8,90	14,10	12,20	-18,00	10,40
	Hagnaður á hlut ISK	4,25	53,63	39,86	-55,76	25,47
	Gengi SEK	18,47	17,88	16,96	16,30	13,20

(Gunnebo, 2009-2013)

Tafla 6. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Össuri.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Össur	Eiginfjárhlutfall	0,69	0,63	0,57	0,50	0,41
	Veltufjárhlutfall	1,90	1,70	1,90	2,30	1,00
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,38	0,30	0,33	0,23	0,15
	Arðsemi eigin fjár	0,10	0,10	0,10	0,08	0,11
	Hagnaður á hlut ISK	10,52	8,89	9,48	6,55	6,17
	Gengi USD	125,05	116,07	122,04	123,59	88,07

(Össur, 2009-2013)

Tafla 7. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Marel.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Marel	Eiginfjárhlutfall	0,47	0,43	0,39	0,37	0,31
	Veltufjárhlutfall	1,30	1,20	1,40	1,60	0,90
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,14	0,13	0,21	0,13	0,07
	Arðsemi eigin fjár	0,09	0,10	0,04	-0,04	-0,04
	Hagnaður á hlut ISK	7,84	7,59	3,03	-3,38	-2,18
	Gengi EUR	160,73	161,42	161,89	172,67	127,46

(Marel, 2009-2013)

Tafla 8. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Icelandair.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Icelandair	Eiginfjárhlutfall	0,39	0,36	0,34	0,16	0,20
	Veltufjárhlutfall	0,94	0,91	1,16	0,58	0,43
	Sjóðsstreymis- kennitala	1,10	4,86	5,20	0,96	0,46
	Arðsemi eigin fjár	0,09	0,07	0,25	-0,89	-0,62
	Hagnaður á hlut ISK	1,11	0,85	3,05	-11,02	-5,49
	Gengi USD	125,05	116,07	122,04	123,59	88,07

(Icelandair, 2009-2013)



Tafla 9. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Atlantic Airways.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Atlantic Airways	Eiginfjárhlutfall	0,49	0,65	0,55	0,54	0,52
	Veltufjárhlutfall	1,47	2,07	1,64	1,67	2,08
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,34	0,63	0,34	0,38	0,36
	Arðsemi eigin fjár	0,06	0,10	0,06	-0,03	0,10
	Hagnaður á hlut ISK	292,80	471,87	259,34	-148,18	377,29
	Gengi DKK	21,59	21,67	21,74	23,19	17,09

(Atlantic Airways, 2009-2013)

Tafla 10. Niðurstöður útreikningana á eigin- og veltufjárhlutfalli, sjóðsstreymiskennitölu, arðsemi eigin fjár, hagnaði á hlut og gengi dönsku krónunnar fyrir árin 2008 til 2012 hjá Nýherja.

Fyrirtæki:	Kennitala:	Ár				
		2012	2011	2010	2009	2008
Nýherja	Eiginfjárhlutfall	0,28	0,26	0,30	0,13	0,19
	Veltufjárhlutfall	1,17	1,03	1,16	0,50	0,78
	Sjóðsstreymis- kennitala	0,04	0,02	0,01	-0,01	0,01
	Arðsemi eigin fjár	0,05	-0,04	0,16	-1,08	-0,61
	Hagnaður á hlut ISK	0,27	-0,22	1,28	-4,93	-4,68

(Nýherja, 2009-2013)

## 5. Niðurstöður

Niðurstöðurnar voru þær að ekki er hægt með tölfræðilega marktækum hætti að nota arðsemi eiginfjár, sjóðsstreymiskennitöluna, eigin- og veltufjárhlutfall til þess að spá fyrir um hagnað á hlut (sjá töflu 11).

Tafla 11. Tengsl hagnaðar á hlut við veltufjárhlutfall (VFH), eiginfjárhlutfall (EFH), arðsemi eiginfjár (AEF) og sjóðsstreymiskennitölu (SSK).

Skýribreytur	Lógaritmi af hagnaði á hlut
Veltufjárhlutfall (VFH)	0,131
Eiginfjárhlutfall (EFH)	0,243
Arðsemi eiginfjár (AEF)	0,054
Sjóðsstreymiskennitala (SSK)	0,301

Fylgnistuðull Pearsons; \*  $p < 0,05$

## 6. Umræða

Tilgangur rannsóknarinnar var að athuga hvort hægt var að búa til líkan svo hægt sé fyrir fjárfesta að ná forskoti fram yfir aðra til að gera góða fjárfestingu á hlutabréfamarkaði.

Niðurstaðan þessarar rannsóknar var sú að það er ekki hægt með tölfræðilega marktækum hætti hægt að nota arðsemi eigin fjár, eigin- og veltufjárlutfall né sjóðsstreymiskennitöluna til þess að búa til slíkt líkan.

Fjöldi rannsókna hefur skýrt frá tengslum kennitalna við hagnað á hlut (t.d. Al-Qaisi, 2011; Campbell og Hamao, 1992; Campbell og Shiller, 1988; Campbell og Thompson, 2008; Campbell og Yogo, 2006; Chan, Jegadeesh og Lakonishok, 1995; Davis, 1994; Fama og French, 1988; Fama og French, 1989; Fama og French, 1992; Fama og French, 1993; Fama og French, 1995; Ismail, 2011; Jiang og Lee, 2007; Kothari og Shanken, 1997; Kothari, Shanken og Sloan, 1995; Lewellen, 2004; Loughran, 1996; Machuga, Pfeiffer og Verma, 2002; Pontiff og Schall, 1998; Shiller, 1984, Fama, 1990; Sparling og Turvey, 2003; Vuolteenaho, 2002). Af þeim rannsóknum er rannsókn Al-Qaisi (2011) sambærilegust þessari rannsókn. Niðurstöður rannsóknarinnar eru ekki í samræmi við niðurstöður Al-Qaisi (2011). Í hans rannsókn höfðu skýribreytur tengsl við hagnað á hlut. Fylgni hagnaðar á hlut við framlegðarbreytuna var 0,64, við hagnaðarbreytuna 0,52 og við fjármögnunarhreyfingar 0,29. Líkanið sem hann bjó til með margvíðri aðhvarfsgreiningu sem innihélt allar þessar þrjár breytur bjó yfir talsverðum skýringarmætti þar sem  $R^2$  var 42,6%. Gögn rannsóknarinnar buðu ekki upp á margvíða aðhvarfsgreiningu þar sem engin marktæk breyta var í fylgnifylkinu og því lítil ástæða að skoða margvitt líkan.

Þessi rannsókn er ekki án takmarkana. Fyrst ber að nefna að fjöldi íslenska fyrirtækja í Kauphöllinni er mjög lítill og því erfitt að gera svona rannsókn eingöngu á íslenskum fyrirtækjum. Í til dæmis úrtaki Al-Qaisi (2011) voru þó ekki nema tíu fyrirtæki. Fjöldi fyrirtækja sem voru í rannsókn Machuga, Pfeiffer og Verma (2002) voru 232 til 362 fyrirtæki á ári. Pontiff og Schall (1998) notuðu 30 fyrirtæki og Chan, Jegadeesh, og Lakonishok (1995) voru með 5.295 fyrirtæki. Þá reyndist ómögulegt, með svona fáum fyrirtækjum, að taka tillit til hvers og eins þeirra með t.d. vísibreytum (e. dummy variables) eða flóknari líkanasmíð. Í úrtaki Al-Qaisi eru öll fyrirtækin iðnfyrirtæki í sama geiranum frá sama landinu. Það gerir það að verkum að meiri líkur eru á að sveiflur milli ára eru jafnar meðal allra fyrirtækjanna. Fyrirtæki þessarar rannsóknar eru eins ólík og þau eru mörg, fyrir utan að það eru tvö flugfélög. Tímabilið einkenndist einnig af miklum umrótum í íslensku viðskiptalífi sem hafa meðal annars valdið því að Ícelandair gengu í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu á tímabilinu.

Ef tafla 8 er skoðuð kemur fram að arðsemi eiginfjár var -0,89 árið 2009 en 0,09 árið 2012. Þá má einnig sjá að hagnaður á hlut er -11,02 kr. árið 2009 en 1,11 krónur árið 2012. Til þess að fá nákvæmari niðurstöður þá hefði einnig þurft að meta lengra tímabil. Machuga, Pfeiffer og Verma (2002) voru með 15 ár. Kothari, Shanken og Sloan (1995) voru með 49 ár en Loughran (1997) 33 ár. Fama & French (1993) notuðu 65 ár og Lewellen (2004) var með 54 ár. Al-Qaisi (2011) notaði þó ekki nema fimm ár. Nokkur atriði er komu upp varðandi heimaland fyrirtækjanna, því gengissveiflur skekkja einnig myndina og það hefði hentað betur ef fyrirtækin gerðu öll upp í sömu mynt. Þá hefur verðbólga einnig þau áhrif að samanburðurinn skekkist.

Þessi rannsókn var ótímabær, upphaflega hugmyndin var að einskorða rannsóknina við íslensk fyrirtæki en fjöldinn var ekki nægur. Mögulega hefði verið betra að vinna rannsóknina miðað við fjárhagsupplýsingar fyrir hrún ef hún hefði átt að vera unnin fyrir íslenskan markað, því þá hefði úrtakið getað verið stærra. Það hefði þó ekki náðst að hafa góðan fjölda af fyrirtækjum innan sama atvinnugeira.

## Heimildaskrá

About us. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://www.bioporto.com/About-Us/About-us.aspx#picked0>

Al-Qaisi, K. M. (2011). Predicting the Profit per Share Using Financial Ratios. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 3(1).

Atlantic Airways (2009). Annual Report 2008. Útg. Sørvágur, Færeyjar

Atlantic Airways (2010). Annual Report 2009. Útg. Sørvágur, Færeyjar

Atlantic Airways (2011). Annual Report 2010. Útg. Sørvágur, Færeyjar

Atlantic Airways (2012). Annual Report 2011. Útg. Sørvágur, Færeyjar

Atlantic Airways (2013). Annual Report 2012. Útg. Sørvágur, Færeyjar

Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors.

*Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK)*, 36, 5–27.

BioPorto (2009). Annual Report 2008. Útg. Gentofte, Danmörk.

BioPorto (2010). Annual Report 2009. Útg. Gentofte, Danmörk.

BioPorto (2011). Annual Report 2010. Útg. Gentofte, Danmörk.

BioPorto (2012). Annual Report 2011. Útg. Gentofte, Danmörk.

BioPorto (2013). Annual Report 2012. Útg. Gentofte, Danmörk.

Bókamerki Deloitte v7.FH11 - bokamerki.pdf. (e.d.). Sótt 12.03.2014 af

<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Iceland/Local%20Assets/Documents/bokamerki.pdf>

Bradshaw, M. T. (2004). How Do Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations? *Accounting Review*, 79(1), 25–50.

Brands | Rapala VMC Corporation. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af

<http://rapalavmc.com/company/brands>

Breen, W. J. og Korajczyk, R. A. (1994). On selection biases in book-to-market based tests of asset pricing models. *Northwestern University*, 167.

- Campbell, J. Y., og Hamao, Y. (1992). Predictable Stock Returns in the United States and Japan: A Study of Long-Term Capital Market Integration. *The Journal of Finance*, 47(1), 43–69.  
doi:10.1111/j.1540-6261.1992.tb03978.x
- Campbell, J. Y. og Shiller, R. J. (1988). The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors. *Review of Financial Studies*, 1(3), 195–228.  
doi:10.1093/rfs/1.3.195
- Campbell, J. Y. og Thompson, S. B. (2008). Predicting Excess Stock Returns Out of Sample: Can Anything Beat the Historical Average? *Review of Financial Studies*, 21(4), 1509–1531.  
doi:10.1093/rfs/hhm055
- Campbell, J. Y. og Yogo, M. (2006). Efficient tests of stock return predictability. *Journal of Financial Economics*, 81(1), 27–60. doi:10.1016/j.jfineco.2005.05.008
- Chan, L., Jegadeesh, N. og Lakonishok, J. (1995). Evaluating the Performance of Value Versus Glamour Stocks - The Impact of Selection Bias. *Journal of Financial Economics*, 38(3).
- Cash Flow From Operating Activities Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af  
<http://www.investopedia.com/terms/c/cash-flow-from-operating-activities.asp>
- Chatfield, C. (2002). *Time-Series Forecasting*. CRC Press.
- Chugh, L. C. og Meador, J. W. (1984). The Stock Valuation Process: The Analysts' View. *Financial Analysts Journal*, 40(6), 41–48.
- Clayman, M. R. og Schwartz, R. A. (1994). Falling in Love Again--Analysts' Estimates and Reality. *Financial Analysts Journal*, 50(5), 66–68.
- Clement, M. B. (1999). Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of accounting & economics*, 27(3), 285–303. doi:10.1016/S0165-4101(99)00013-0
- Clement, M. B. og Tse, S. Y. (2005). Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *The Journal of finance*, 60(1), 307-341.

Conroy, R. og Harris, R. (1987). Consensus Forecasts of Corporate Earnings: Analysts' Forecasts and Time Series Methods. *Management Science*, 33(6), 725–738.

Current Assets Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/c/currentassets.asp>

Current Liabilities Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/c/currentliabilities.asp>

Current Ratio Definition. (e.d.) Sótt 06.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/c/currentratio.asp>

Damant, D. (2006). Discussion of „International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors.“ *Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK)*, 36, 29–30.

Davis, J. (1994). The Cross-Section of Realized Stock Returns - The Pre-Compustat Evidence.

*Journal of Finance*, 49(5).

Day, R. H. og Huang, W. (1990). Bulls, bears and market sheep. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 14(3), 299-329.

Dividend Yield Definition. (e.d.). Sótt 05.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>

Edmonds, T. P., McNair, F. M., Olds, P. R. og Milam, E. E. (2003). *Fundamental financial accounting concepts*. McGraw-Hill Irwin.

Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *The Journal of Finance*, 45(4), 1089–1108.

Fama, E. F. og French, K. R. (1988). Dividend yields and expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 3–25. doi:10.1016/0304-405X(88)90020-7

Fama, E. F., og French, K. R. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 23–49. doi:10.1016/0304-405X(89)90095-0

- Fama, E. F., og French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., og French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. doi:10.1016/0304-405X(93)90023-5
- Fama, E. F., og French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, 50(1), 131–155.
- Financial Ratio Tutorial. (e.d.). Sótt 20.03.2014 af <http://www.investopedia.com/university/ratios/>
- Griffith, J. M. (2006). EVA® and Stock Performance. *Journal of Investing*, 15(2), 75–78.  
doi:10.3905/joi.2006.635633
- Gunnebo (2009). Annual Report 2008. Útg. Gautaborg, Svíþjóð
- Gunnebo (2010). Annual Report 2009. Útg. Gautaborg, Svíþjóð
- Gunnebo (2011). Annual Report 2010. Útg. Gautaborg, Svíþjóð
- Gunnebo (2012). Annual Report 2011. Útg. Gautaborg, Svíþjóð
- Gunnebo (2013). Annual Report 2012. Útg. Gautaborg, Svíþjóð
- Hafslund (2009). Annual Report 2008. Útg. Osló, Noregur.
- Hafslund (2010). Annual Report 2009. Útg. Osló, Noregur.
- Hafslund (2011). Annual Report 2010. Útg. Osló, Noregur.
- Hafslund (2012). Annual Report 2011. Útg. Osló, Noregur.
- Hafslund (2013). Annual Report 2012. Útg. Osló, Noregur.
- Hafslund Nett : english : facts : artikler. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af  
[http://www.hafslundnett.no/english/facts/artikler/les\\_artikkel.asp?artikkelid=1986](http://www.hafslundnett.no/english/facts/artikler/les_artikkel.asp?artikkelid=1986)
- Hafslund today and yesterday. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af  
[http://www.hafslund.no/english/about\\_hafslund/hafslund\\_today\\_and\\_yesterday/9217](http://www.hafslund.no/english/about_hafslund/hafslund_today_and_yesterday/9217)
- Harrison, J. M., og Kreps, D. M. (1978). Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations. *Quarterly Journal of Economics*, 92(2), 323–336.



Hirschey, M. og Nofsinger, J. R. (2008). *Investments: analysis and behavior* (Vol. 281). McGraw-Hill Irwin.

History - Atlantic Airways. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <https://www.atlantic.fo/en/about-us/the-company/history.aspx>

History | Icelandairgroup.is. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://www.icelandairgroup.is/our-company/history/>

Hornby, A.S. (e.d.). (2000). *Oxford advanced learner's dictionary* (6th ed.). Oxford: Oxford University Press.

Houtman-De Smedt, H. (1994). The banking system in Belgium through the centuries. *Handbook on the History of European Banks*, 47-94.

Icelandair Group (2009). *Annual Report 2008*. Útg. Reykjavík, Ísland

Icelandair Group (2010). *Annual Report 2009*. Útg. Reykjavík, Ísland

Icelandair Group (2011). *Annual Report 2010*. Útg. Reykjavík, Ísland

Icelandair Group (2012). *Annual Report 2011*. Útg. Reykjavík, Ísland

Icelandair Group (2013). *Annual Report 2012*. Útg. Reykjavík, Ísland

Ína Björk Hannesdóttir. (2013, 11. október). Vika 8: Fjármagnskostnaður [PowerPoint glærur].

Sótt 26. febrúar 2014 af <https://myschool.ru.is/myschool>

Ismail, I. (2011). The ability of EVA (Economic Value Added) attributes in predicting company performance. *African Journal of Business Management*, 5(12), 4993–5000.

doi:10.5897/AJBM11.118

Jiang, X. og Lee, B.-S. (2007). Stock returns, dividend yield, and book-to-market ratio. *Journal of Banking & Finance*, 31(2), 455–475. doi:10.1016/j.jbankfin.2006.07.012

Kendall, M. G. og Hill, A. B. (1953). The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices.

*Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, 116(1), 11. doi:10.2307/2980947

- Kothari, S. P. og Shanken, J. (1997). Book-to-market, dividend yield, and expected market returns: A time-series analysis. *Journal of Financial Economics*, 44(2), 169–203.  
doi:10.1016/S0304-405X(97)00002-0
- Kothari, S. P., Shanken, J. og Sloan, R. G. (1995). Another Look at the Cross-section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 185–224. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05171.x
- Lewellen, J. (2004). Predicting returns with financial ratios. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 209–235. doi:10.1016/j.jfineco.2002.11.002
- Loughran, T. (1997). Book-to-Market across Firm Size, Exchange, and Seasonality: Is There an Effect? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(03), 249–268.  
doi:10.2307/2331199
- Machuga, S. M., Pfeiffer, R. J. og Verma, K. (2002). Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18(1), 59–73. doi:10.1023/A:1013814328460
- Marel - Um Marel. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://marel.is/Um-Marel/>
- Marel (2009). Annual Report 2008. Útg. Garðabær, Ísland
- Marel (2010). Annual Report 2009. Útg. Garðabær, Ísland
- Marel (2011). Annual Report 2010. Útg. Garðabær, Ísland
- Marel (2012). Annual Report 2011. Útg. Garðabær, Ísland
- Marel (2013). Annual Report 2012. Útg. Garðabær, Ísland
- Net Income (NI) Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af  
<http://www.investopedia.com/terms/n/netincome.asp>
- Nýherji (2009). Ársskýrsla 2008. Útg. Reykjavík, Ísland
- Nýherji (2010). Ársskýrsla 2009. Útg. Reykjavík, Ísland
- Nýherji (2011). Ársskýrsla 2010. Útg. Reykjavík, Ísland

Nýherji (2012). Ársskýrsla 2011. Útg. Reykjavík, Ísland

Nýherji (2013). Ársskýrsla 2012. Útg. Reykjavík, Ísland

Nýherji | Betri lausnir. (e.d.). Sótt 12.05.2014 af <http://www.nyherji.is/um-nyherja/nyherji/>

Nýherji | Mannauður. (e.d.). Sótt 12.05.2014 af <http://www.nyherji.is/um-nyherja/nyherji/mannaudur/>

Nýherji | Um Nýherja. (e.d.). Sótt 12.05.2014 af <http://www.nyherji.is/um-nyherja/nyherji/saga/>

Ohlson, J. A. og Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349–365. doi:10.1007/s11142-005-1535-3

Operating Revenue Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/o/operating-revenue.asp>

Our Company | Icelandairgroup.is. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://www.icelandairgroup.is/our-company/>

Paul, A. og Burks, E. (2010). Preparing for international financial reporting standards. *Journal of Finance & Accountancy*, 4.

Perloff, J. M. (2012). Microeconomics (6th edn). Harlow: Pearson Education.

Pontiff, J. og Schall, L. D. (1998). Book-to-market ratios as predictors of market returns. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 141–160. doi:10.1016/S0304-405X(98)00020-8

Rabinowicz, W. (2002). Does practical deliberation crowd out self-prediction?. *Erkenntnis*, 57(1), 91-122.

Rapala (2009). Annual Report 2008. Útg. Helsinki, Finland

Rapala (2010). Annual Report 2009. Útg. Helsinki, Finland

Rapala (2011). Annual Report 2010. Útg. Helsinki, Finland

Rapala (2012). Annual Report 2011. Útg. Helsinki, Finland

Rapala (2013). Annual Report 2012. Útg. Helsinki, Finland

Rapala . (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://www.rapala.com/>

Return On Equity (ROE) Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp>

Shareholder Equity Ratio Definition. (e.d.). Sótt 06.03.2014 af

<http://www.investopedia.com/terms/s/shareholderequityratio.asp>

Schipper, K. (1991). Analysts' forecasts. *Accounting horizons*, 5(4), 105.

Sentana, E. og Wadhvani, S. (1991). Semi-parametric Estimation and the Predictability of Stock

Market Returns: Some Lessons from Japan. *Review of Economic Studies*, 58(3), 547.

Shiller, R. J. (1984). Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2(1984), 457–498.

Sparling, D. og Turvey, C. G. (2003). Further Thoughts on the Relationship Between Economic Value Added and Stock Market Performance. *Agribusiness*, 19(2), 255–267.

Vuolteenaho, T. (2002). What Drives Firm-Level Stock Returns? *The Journal of Finance*, 57(1), 233–264. doi:10.1111/1540-6261.00421

The leading global provider of a safer future | Gunnebo AB. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af

<http://www.gunnebo.com/en/aboutus/Pages/default.aspx>

Tímaraðir í excel. (e.d.). Sótt 22.03.2014 af <http://sedlabanki.is/gengi/timaradir-i-excel/>

Um Össur. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://ossur.is/Ossur>

Warren Buffett. (e.d.). Sótt 03.03.2014 af <http://www.forbes.com/profile/warren-buffett/>

Welcome to Gunnebo. (e.d.). Sótt 19.03.2014 af <http://www.gunnebo.com/Pages/welcome.aspx>

Össur (2009). Annual Report 2008. Útg. Reykjavík, Ísland

Össur (2010). Annual Report 2009. Útg. Reykjavík, Ísland

Össur (2011). Annual Report 2010. Útg. Reykjavík, Ísland

Össur (2012). Annual Report 2011. Útg. Reykjavík, Ísland

Össur (2013). Annual Report 2012. Útg. Reykjavík, Ísland

## Viðauki A – Keyrslur úr SPSS

Hér á eftir koma keyrslurnar úr SPSS.

## Viðauki A - Arðsemi eigin fjár

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AEF <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. All requested variables entered.

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,054 <sup>a</sup>	,003	-,047	2,04008

a. Predictors: (Constant), AEF

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,248	1	,248	,060	,810 <sup>b</sup>
	Residual	83,238	20	4,162		
	Total	83,486	21			

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. Predictors: (Constant), AEF

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,401	,436		7,808	,000
	AEF	,020	,083	,054	,244	,810

a. Dependent Variable: LogarithEPS

## Viðauki A - Eiginfjárlutfall

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Eiginfjárlutfall <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,243 <sup>a</sup>	,059	,012	1,98196

a. Predictors: (Constant), Eiginfjárlutfall

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,922	1	4,922	1,253	,276 <sup>b</sup>
	Residual	78,563	20	3,928		
	Total	83,486	21			

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. Predictors: (Constant), Eiginfjárlutfall

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,012	1,316		1,529	,142
	Eiginfjárlutfall	3,228	2,884	,243	1,119	,276

a. Dependent Variable: LogarithEPS

## Viðauki A - Veltufjárhlutfall

### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Veltufjárhlutfall <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. All requested variables entered.

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,131 <sup>a</sup>	,017	-,032	2,02539

a. Predictors: (Constant), Veltufjárhlutfall

### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,442	1	1,442	,352	,560 <sup>b</sup>
	Residual	82,044	20	4,102		
	Total	83,486	21			

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. Predictors: (Constant), Veltufjárhlutfall

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,893	,969		2,984	,007
	Veltufjárhlutfall	,308	,519	,131	,593	,560

a. Dependent Variable: LogarithEPS

## Viðauki A - Sjóðsstreymiskennitala

### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Sjóðsstreymi skt <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. All requested variables entered.

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,301 <sup>a</sup>	,091	,045	1,94837

a. Predictors: (Constant), Sjóðsstreymiskt

### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7,563	1	7,563	1,992	,173 <sup>b</sup>
	Residual	75,923	20	3,796		
	Total	83,486	21			

a. Dependent Variable: LogarithEPS

b. Predictors: (Constant), Sjóðsstreymiskt

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,671	,455		8,060	,000
	Sjóðsstreymiskt	-,590	,418	-,301	-1,411	,173

a. Dependent Variable: LogarithEPS



## Viðauki B – Ársreikningar

### Viðauki B - Ársreikningar

Rannsóknin er byggð á greiningu ársreikninga og snertir með einum eða öðrum hætti alla hluta hans þ.e. rekstrarreikning, efnahagsreikning og sjóðsstreymi. Í þessum viðauka verður farið yfir helstu hugtök og skilgreiningar sem þarf að hafa þekkingu á til að geta lesið ársreikningana og reiknað út þær stærðir sem voru rannsókninni nauðsynlegar. Allir ársreikningarnir voru á ensku og því er samhliða sett ensku heitin á skilgreiningunum.

### Viðauki B - Veltufjármunir og skammtímaskuldir

Veltufjármunir (e. *current assets*) eru til dæmis reiðufé, skammtímakröfur og birgðir sem eru þær eignir fyrirtækja sem hægt er með skömmum hætti að breyta í reiðufé og er það tímabil alla jafna skilgreint sem innan næstu tólf mánaða („Current Assets Definition“, e.d.). Skammtímaskuldir (e. *current liabilities*) svipar til veltufjármuna er varðar tímaramma, enda eru þessar stærðir oft bornar saman. Dæmi um skammtímaskuldir eru til dæmis: viðskiptaskuldir, skuldabréfalán og sá hluti langtímalána sem greiða þarf innan árs („Current Liabilities Definition“, e.d.).

### Viðauki B - Eignir, heildarskuldir og eigið fé

Eignir (e. *total assets*) fyrirtækja eru samsettar úr skuldum og eigin fé. Með skuldum (e. *total liabilities*) þá er búið að bæta við langtímaskuldum fyrirtækja við skammtímaskuldirnar. Dæmi um langtímaskuldir geta verið fasteignaskuldir og langtímalán til tækjakaupa. Eigið fé (e. *equity*) er krafa eigendanna á fyrirtækið, þ.e. eignarhlutur þeirra (Edmonds, McNair, Milam og Olds, 2003).

### Viðauki B - Rekstrartekjur og hagnaður eftir skatta

Rekstrartekjur (e. *operating revenue*) eru þau laun sem fyrirtæki fær í sinn hlut fyrir að inna af henni þjónustu eða selja sína vöru hvort sem þær eru reglulegar eða tilfallandi („Operating Revenue Definition“, e.d.). Að sama skapi eru rekstrargjöldin allur sá kostnaður sem kemur til við að reka fyrirtækið. Mismunurinn á þessum tveimur stærðum myndar hagnað (e. *net income*) sem er skattstofn og að þeim frádregnum fæst út hagnaður eftir skatta („Net Income (NI) Definition“, e.d.).

**Viðauki B - Handbært fé frá rekstri**

Stærð sem kemur frá sjóðsstreymi fyrirtækja. Þetta er sá hagnaður sem kemur frá venjulegum rekstri fyrirtækisins, að viðbættum vöxtum og afskriftum (e. *net cash provided by operating activities*). Aðrir hlutar sjóðsstreymis eru fjárfestingahreyfingar og fjármögnunarhreyfingar („Cash Flow From Operating Activities Definition“, e.d.)

**Viðauki B - Fjármögnunarhreyfingar**

Stærð sem fundin er í sjóðsstreymi og inniheldur til dæmis breytingar á skuldaliðum, afborganir af lánum, arðgreiðslur og aukningu á eigin fé.

## Viðauki C – Kennitölur

Í öllum þeim talna frumskógi sem kemur fram í ársreikningum fyrirtækja er nauðsynlegt að notast við hjálpartæki. Þetta hjálpartæki er eitt af því mikilvægasta þegar kemur að til dæmis verðlagningu hlutabréfa og kallast kennitölur („Financial Ratio Tutorial“, e.d.). Þær eru hlutfallsstærðir sem skýra frá hvort eðlilegt jafnvægi sé á milli tveggja eða fleiri mælikvarða í rekstrinum út frá fjárhagsupplýsingum fyrirtækja. Þær gefa sérstaklega góða mynd af því hvernig fyrirtæki stendur og gerir samanburð við önnur fyrirtæki mun gagnlegri. Hægt er með auðveldum hætti að verða sér út um mikilvægar upplýsingar til dæmis fjárhaglegan styrk og arðsemi. Þó þarf að hafa í huga að kennitölur eru viðkvæmar fyrir villum (Bókamerki Deloitte, e.d.). Þessar villur felast meðal annars í því að hver kennitala getur verið reiknuð út með mismunandi hætti. Einsog sjá má á vef Investopedia þegar skoðuð, eru gefnar upp þrjár aðferðir við að reikna út kennitöluna arðsemi eigin fjár („Return On Equity (ROE) Definition“, e.d.). Í bæklingnum frá Deloitte eru taldar nokkrar kennitölur sem eru flokkaðar í yfirflokk og undirflokk. Þeim kennitölum sem viðkemur þessari rannsókn varða nú gerð skil.

### Viðauki C - Hagnaður á hlut

Í bæklingnum frá Deloitte kemur fram að hagnaður á hlut (e. *earnings per share*) tilheyrir yfirflokknum helstu kennitölur hlutabréfa á verðbréfamarkaði. Hagnaður á hlut nýtist síður í samanburði milli fyrirtækja, heldur sé gagnlegri við að skoða sögulega þróun innan sama fyrirtækisins. Hlutverk kennitölnnar er að greina frá hver hagnaður fyrirtækis er á hvern útistandandi hlut í fyrirtækinu.

### Viðauki C - Veltufjárhlutfall

Veltufjárhlutfall (e. *current ratio*), kemur úr flokknum kennitölur um greiðsluhæfi / gjaldþol fyrirtækja samkvæmt Bókamerki Deloitte. Því er ætlað að mæla hæfi fyrirtækisins til að standa undir yfirvofandi afborgunum af lánum með veltufjármunum. Komi það í ljós að fyrirtæki er ófært um að standa við skammtímaskuldbindingar sínar þá er útkoman úr kennitölnni minni en einn og því líklegt að það þurfi að leita að frekari fjármögnunarkostum. Sé staðan svo hljóðandi er það ekki góðs viti en þýðir ekki endilega að fyrirtækið er orðið gjaldþrota („Current Ratio Definition“, e.d.).

### **Viðauki C - Eiginfjárlutfall**

Bókamerki Deloitte skipar eiginfjárlutfalli (e. *equity ratio*) í flokkinn fjárhagslegan styrk. Hægt er að reikna þessa kennitölu út frá sjóðsstreymi fyrirtækja. Hún skýrir frá hversu mikið eigið fé er af heildar eignum fyrirtækisins. Þetta hlutfall sýnir lýsir því hvaða kröfu hluthafar eiga í fyrirtækinu ef fyrirtækið yrði gjaldþrota („Shareholder Equity Ratio Definition“, e.d.).

### **Viðauki C - Arðsemi eigin fjár**

Arðsemi eigin fjár (e. *return on equity*) kemur úr flokknum arðsemi. Hún gefur skýra mynd af því í hvaða mæli fyrirtæki er að búa til peninga með framlagi eigenda fyrirtækisins. Hagnaði eftir skatta (e. *net income*) er deilt með meðalstöðu eigin fjár (e. *average shareholder's equity*). Þegar stjórnendur fyrirtækja innan ákveðins atvinnugeira vilja vita hversu vel fyrirtækið er að standa sig þá er þessi mælikvarði oft notaður til grundvallar („Return On Equity (ROE) Definition“, e.d.).

### **Viðauki C - Kennitala tengd sjóðsstreymi**

Kemur úr samnefndum flokki (e. *cash flow ratio*). Hún gefur góða mynd af því hversu stöndugt fyrirtækið er til langs tíma. Kennitalan er reiknum með því að handbæru fé frá rekstri (e. *net cash provided by operating activities*) er deilt með meðalstöðu heildarskulda (e. *average total liabilities*). Hún gefur þar af leiðandi til kynna hvað núverandi afkoma fyrirtækisins getur greitt upp öll lán þess talið í árafjölda (Bókamerki Deloitte, e.d.).

### **Viðauki C - V/I hlutfall**

V/I hlutfallið (e. *book-to-market ratio*) stundum kallað Q hlutfall. Þetta hlutfall segir til um hversu mikið markaðurinn metur bókhaldslegt verðmæti fyrirtækis samanborið við eigið fé þess. Hlutfallið er reiknað út með því að deila markaðsverði með innra virði (Bókamerki Deloitte, e.d.).

### **Viðauki C - Arðtekjur**

Arðtekjur (e. *dividend yield*) er reiknuð út með því að deila árlegum arði á hlut með verði á hlut („Dividend Yield Definition“, e.d.).

### **Viðauki C - EVA**

Reiknuð út með því að hagnaði eftir skatta að frádregnum veginn fjármagnskostnaður sinnum heildar eignir (Ína Björk Hannesdóttir, 2013)

**Viðauki C - Hagnaðarbreyta**

Reiknuð út með því að veginn fjármagnskostnaður (e. waighted average cost of capital) er dreginn frá hagnaði eftir skatt og margfaldað með heildar eignum eða:

(Hagnaður eftir skatt - WACC) \* heildar eignir

**Viðauki C - Framlegðarbreyta**

Fundið út með því draga kostnaðarverði seldra vara frá vörusölu eða:

Vörusala - kostnaðarverð seldra vara

## Viðauki D – Fyrirtæki

### Viðauki D - Össur

Stoðtækjaframleiðandinn sem er eitt flottasta fyrirtæki Íslendinga í dag. Fyrirtækið var stofnað árið 1971 og er með starfssemi í nánast öllum heimsálfunum. Það starfa alls 2.300 manns í dag hjá fyrirtækinu og fer ört vaxandi. Framtíðarsýn fyrirtækisins er að færa út kvíarnar á Bandaríkjamarkaði og helstu vaxtasprotar fyrirtækisins er á sviði spelka og stuðningsvara þar sem stoðtækjamarkaðurinn er mettur. Össur gerir upp í amerískum dollurum („Um Össur“, e.d.).

### Viðauki D - Marel

Fyrirtækið er á heimsmælikvarða þegar kemur að því að smíða vélar til að vinna úr matvælum s.s. kjöti og fiski. Fyrirtækið hefur einnig náð eftirtektarverðum árangri á sviði hugbúnaðargerðar og geta því séð sínum viðskiptavinum sem þurfa á þeirra þjónustu að halda alla virðiskeðjuna. Það starfa 4.000 manns hjá Marel víðsvegar um heiminn en starfsemin fer fram í yfir 30 löndum („Marel - Um Marel“, e.d.). Ársreikningar félagsins sem voru notaðir voru í evrum.

### Viðauki D - Icelandair Group

Fyrirtækið rekur uppruna sinn til ársins 1937 en var þá eingöngu í innanlandsflugi. Í dag á fyrirtækið níu dótturfyrirtæki sem starfa ýmist við flug til og frá landinu og innan landsins auk þess að reka til að mynda ferðaskrifstofur, fraktflugfélag og hótél („History | Icelandairgroup.is“, e.d.). Icelandair er lang stærsta í félagið í samstæðunni. Starfsmenn Icelandair Group eru tæplega 3.000 talsins („Our Company | Icelandairgroup.is“, e.d.). Ársreikningar félagsins sem voru notaðir voru í amerískum dollurum.

### Viðauki D - Nýherji

Það starfa 550 manns hjá allri Nýherjasamstæðunni („Nýherji | Mannauður“, e.d.). Upphaf fyrirtækisins má rekja allt til ársins 1967 („Nýherji | Um Nýherja“, e.d.). Fyrirtækið sérhæfir sig í rekstri og uppsetningu upplýsingatæknilausna, sölu og ráðgjöf á vél-, hljóð-, mynd- og hugbúnaðarlausnum („Nýherji | Betri lausnir“, e.d.)

### **Viðauki D - Atlantic Airways**

Færeyska fyrirtækið í rannsókninni en það er skráð í íslensku kauphöllina. Fyrirtækið sem er flugfélag er fremur ungt en það á rætur sínar að rekja til ársins 1987 og er fyrsta færeyska flugfélagið. Frá árinu 1963 fram að stofnuninni sáu Íslendingar og Danir um flugsamgöngur Færeyinga. Þó það sérhæfi sig að mestu leiti við fólksflutninga til og frá Færeyjum rekur það einnig þyrluþjónustu og m.a. sér um björgunarþyrlu Færeyinga. Þær flugleiðir sem standa viðskiptavinum fyrirtækisins til boða eru sex talsins, mest til Danmerkur en þó flýgur það einnig til dæmis til Reykjavíkur og London („History - Atlantic Airways“, e.d.). Ársreikningar félagsins sem voru notaðir voru í dönskum krónum

### **Viðauki D - BioPorto**

Danskt fyrirtæki sem hefur höfuðstöðvar sínar í Kaupmannahöfn. Um er að ræða rannsóknarfyrirtæki á sviði heilbrigðismála sem starfrækt er í yfir 80 löndum. Sérhæfing fyrirtækisins liggur í að framleiða mót efni fyrir sjúklinga en einnig framleiðir það próf sem greinir sjúkdóma og er meðal annars þekktast fyrir að uppgvöta og koma prófi í framleiðslu sem greinir blóðþurrð í kjölfar nýrnasjúkdóma („About us“, e.d.). Ársreikningar félagsins sem voru notaðir voru gefnir upp í dönskum krónum.

### **Viðauki D - Hafslund**

Um er að ræða fimmta stærsta raforkudreifingaraðila í Skandinavíu og er það stærsta af 140 slíkum í Noregi með samtals tæpa 30.000 kílómetra af vírum og köpplum („Hafslund Nett : english : facts : artikler“, e.d.). Fyrirtækið var stofnað 1898 og var upphaflegur tilgangur þess að framleiða raforku til stóriðju. Starfsmenn Hafslund í dag eru rétt rúmlega 1.200 og eru höfuðstöðvarnar í höfuðborginni Osló. Fyrirtækið býr við náttúrulega einokun (*natural monopoly*) sem gerir það að verkum að breytilegur kostnaður er hlutfallslega lár miðað við fastan kostnað, sem orsakast af því að upphafs fjárfestingin er svo gríðarlega mikil („Hafslund today and yesterday“, e.d.). Ársreikningar félagsins sem voru notaðir voru gefnir upp í norskum krónum.

**Viðauki D - Rapala VMC**

Þetta fyrirtæki er Finnskt að upplagi en hefur starfsemi í tæplega fjörutíu löndum víðsvegar um heiminn. Fyrirtækið framleiðir ýmsan búnað fyrir fiskveiðimenn einsog króka, línur og beitur. Nýsköpun og þróun á nýjum vörum á þessu sviði er fyrirtækinu hugleikið. Þeir eru því mjög framarlega á því sviði og ein af þeirra helstu ógnum eru ólöglegar útgáfur af vörunum þeirra sem óprúttir aðilar herma eftir í leyfisleysi og selja á mun lægra verði. Þeir eru einnig með umboð fyrir öll helstu merkin í bransanum og eru með alla virðiskeðjuna fyrir veiðimanninn („Brands | Rapala VMC Corporation“, e.d.). Fyrirtækið er skráð í NASDAQ OMX Helsinki Stock Exchange og er alþjóðlegasta fyrirtækið í þeirri kauphöll („Rapala“, e.d.). Ársreikningar félagsins sem voru notaðir voru gefnir upp í evrum.

**Viðauki D - Gunnebo**

Sænskt fjölþjóðlegt fyrirtæki sem starfar í öryggisgeiranum. Fyrirtækið sérhæfir sig í öryggisgeymslu til dæmis viðhald og uppsetningu á læstum skápum á flugvöllum og lestarstöðvum, peningaflutningum og alhliða öryggisgæslu bæði fyrir heimili og fyrirtæki („Welcome to Gunnebo“. e.d.). Starfsemi fyrirtækisins er í yfir þrjátíu löndum og þetta er elsta fyrirtækið í rannsókninni en fyrirtækið á sér yfir 250 ára sögu („The leading global provider of a safer future | Gunnebo AB“, e.d.). Ársreikningar fyrirtækisins voru gefnir upp í sænskum krónum.



## Viðauki E – Alþjóðlegir reikningsskilastaðlar

Svo hægt sé að framkvæma rannsókn á borð við þessa, þá þurfa öll fyrirtækin að gera bókhaldið sitt upp á sambærilegan hátt. Það er því kærkomið að hafa staðal á borð við IFRS eða International Financial Reporting Standards til að tryggja að svo sé (Paul og Burks, 2010). Saga þeirra má rekja allt til ársins 1973 en þá voru samtökin International Accounting Standards Committee (IASC) stofnuð. Upphaflegur tilgangur þeirra var að hjálpa smærri þjóðum sem höfðu ekki fjárhagslega burði til að taka upp þeirra eigin reikningsskilavenjur kleift að gera það. Árið 2001 komu fram kröfur alþjóðlegra stórfyrirtækja um aukna skilvirkni, betri upplýsingagjöf til fjárfesta og minni kostnaðar með því til dæmis að hafa samræmda uppsetningu á ársreikningum, hvar sem þau voru með starfsemi. Í kjölfarið var IASC lagt niður og við tók arftaki þess International Accounting Standards Board (IASB). Í stofnsamþykktum IASB er meðal annars tilgreint eitt megin markmið þess en það er útbreiðsla samræmdra alþjóðlegra reikningsskilastaðla.

Gagnrýnisráddir í garð samræmdra reikningsskilastaðla hafa verið á þá leið að nú þegar eru til staðar of miklir breistir í innleiðingarferlinu því það eru mismunandi leikreglur stjórnvalda milli landa um hvenær megi til dæmis bókfæra tekjur. Þá tekur mis langan tíma fyrir lönd að innleiða nýja staðla því engin heimild er fyrir hendi til að þröngva lönd til að taka staðlana upp. Til viðbótar eru lönd sem annarsvegar taka reikningsskilavenjurnar beint upp og hinsvegar þau sem kjósa að túlka þau með sínu nefi, sem verður til þess að þær verða ekki jafn samræmdar einsog margir halda. Til framtíðar hafa sérfræðingar einnig áhyggjur af því að samræmdar reglur dragi úr samkeppni milli hagkerfa, dragi úr nýsköpun og verði til þess að IASB verði of stórt og þunglamalegt (Ball, 2006).

Gagnrýninni hefur verið svarað á þann hátt að í mörgum tilfellum var aðeins um tímabundna erfiðleika að ræða og sóknarfærin séu ótvíræð (Damant, 2006). Í grein sinni færir Ball (2006) líka rök fyrir kostum þess að vera með staðlana sem hann telur meðal annars vera minni áhætta fyrir fjárfesta þar sem gæði upplýsinganna eru betri og nákvæmari. Þetta eykur jafnræði á fjármálamörkuðum þar sem staðlarnir ýta undir að litlir fjárfestar hafa frekar aðgang að sambærilegum upplýsingum og fagfjárfestar. Alþjóðlegir fjárfestar eiga auðveldara með að fjárfesta utan síns heimalands og þurfa í minni mæli að leggja sjálfir út í kostnað við að aðlaga sína útreikninga til að geta afkastaprófað (e. *benchmark*).