



Verdimåling av ikke-børsnoterte aksjeinvesteringer etter IFRS

- Komparativ studie av måling av virkelig verdi

ANETTE BROKKE GAARD
MARIT SJØTUN SIMONSEN

Veileder
Bjørn Einar Strandberg



Forord

Denne masteroppgaven utgjør siste del av mastergradstudiet i regnskap og revisjon ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder. Hovedformålet med oppgaven er å anvende forskning, teori og metode til å utføre et vitenskapelig arbeid. Det har vært utfordrende og tidkrevende, men samtidig har det vært en interessant prosess som vi har lært mye av.

Vi valgte temaet fordi vi oppdaget at det ikke tidligere er skrevet så mye om dette. I tillegg har vi ikke funnet en lignende studie om hvordan selskaper verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer. Det er et tema vi synes er interessant og ønsket derfor å lære mer om dette.

Vi ønsker å takke vår veileder Bjørn Einar Strandberg, for hans gode veiledning og tilbakemelding i løpet av skriveprosessen. I tillegg vi ønsker vi å rette en takk til våre nærmeste for deres oppmuntring.

Kristiansand, juni 2017

Sammendrag

Dette er en komparativ studie i måling av virkelig verdi på ikke-børsnoterte aksjer. Vi har tatt for oss to selskaper som ikke er notert på Oslo Børs og som eies av norske sparebanker, Frende Holding AS og Eika Gruppen AS. Perioden vi ser på er 2008 til 2015, en åtteårsperiode slik at vi har mulighet til å se eventuelle endringer over tid. Sparebankene skal etter regnskapsreglene verdsette aksjene til virkelig verdi. For å finne svar på problemstillingen har vi fire underproblemstillinger. De går ut på om det er variasjon i verdsettelsesprinsipp mellom sparebanker som bruker henholdsvis IFRS og GRS. Videre om sparebankene prøver å estimere en virkelig verdi, eller om de ikke prioriterer regnskapsposten for ikke-børsnoterte aksjer fordi den er ubetydelig for regnskapet totalt sett. Videre ser vi om målingen av de ikke-børsnoterte aksjene er konsistent gjennom hele perioden, og om det eventuelt er noen endringer i regelverket eller andre forhold som gjør at verdsettelsen til sparebankene seg imellom blir mer samstemte i løpet av perioden.

Det er gjort lite forskning på dette temaet. En del forskning indikerer at virkelig verdi øker verdirelevansen av regnskapet. Andre undersøkelser viser at man er svært dårlige på å lage estimater, også på virkelig verdi.

Vi har fått inntrykk av at sparebankene, uavhengig av om de rapporterer etter IFRS og GRS, ikke har nok kunnskap om eller nedprioriterer hvordan de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer. De gir ikke tydelig informasjon på hva de har gjort i forhold til verdsettelsen av ikke-børsnoterte aksjer. Verdien og verdsettelsesprinsipper de oppgir stemmer ikke alltid overens. Det er store variasjoner mellom de sparebankene som rapporterer etter GRS, det er noen som prøver å estimere en virkelig verdi og noen som ikke prøver å estimere en virkelig verdi, og kun måler til anskaffelseskost. GRS tillater kun måling til virkelig verdi ved nedskrivning og reversering for anleggsaksjer. Dette gir store verdiforskjeller. Selv om IFRS tillater eller krever større bruk av virkelig verdi, er det noen sparebanker som rapporterer etter IFRS som ikke estimerer en virkelig verdi. Når det gjelder de sparebankene som rapporterer etter IFRS virker det som de har blitt mer samstemte fra 2013, da IFRS 13 ble gjeldende. Denne standarden gir en bedre veiledning på måling av virkelig verdi.

Innholdsfortegnelse

1 INNLEDNING	2
1.1 BAKGRUNN	2
1.2 FORMÅL	3
1.3 PROBLEMSTILLINGER	3
1.4 AVGRENSNING	4
1.5 STRUKTUR	5
2 PRESENTASJON AV SELSKAPENE OG SPAREBANKENE	6
2.1 FRENDE HOLDING AS	6
2.2 EIKA GRUPPEN AS	7
2.3 NORSKE FORSIKRINGSSELSKAPER	8
2.4 NORSKE SPAREBANKER	10
3 TEORI	11
3.1 HOVEDFORMÅLET MED REGNSKAP	11
3.2 BRUKERNE AV REGNSKAP	11
3.3 FINANSIELLE INSTRUMENTER	12
3.4 VERDIMÅLING GENERELT	13
4 REGNSKAPSREGLER FOR SPAREBANKER	16
4.1 REGULERING I NORSKE SPAREBANKER	16
4.2 GRUNNLEGGENDE PRINSIPPER FOR IFRS OG GRS	17
4.3 IFRS	18
4.4 KONSEKVENSER VED NY IFRS-STANDARD	18
4.5 GRS	19
4.6 KLASIFISERING AV IKKE-BØRSNOTERTE AKSJER	20
5 VERDSETTELSE	22
5.1 VERDSETTELSE BASERT PÅ VIRKELIG VERDI ETTER IFRS	22
5.2 VERDSETTELSE BASERT PÅ VIRKELIG VERDI ETTER GRS	23
5.3 VERDSETTELSESMETODER	24
5.4 VÅR VERDSETTELSE AV AKSJENE I FRENDE OG EIKA	28
6 HYPOTESER	31
7 FORSKNINGSDESIGN	33
7.1 UTVALG	33
7.2 DATAINNSAMLINGSMETODE	34
7.3 KVALITETSKRAV	36

7.4 REGNSKAPET SOM INFORMASJONSKILDE	37
8 ANALYSE	39
8.1 BRUK AV VERDSETTELSESPRINSIPER I FRENDE OG EIKA	39
8.2 VIRKELIG VERDI AV FRENDE.....	42
8.3 VIRKELIG VERDI AV EIKA	45
8.4 SAMMENLIGNING AV DE FUSJONERTE SPAREBANKENE I EIKA	48
8.5 SAMMENLIGNING AV FRENDE OG EIKA	52
9 DISKUSJON	54
9.1 DISKUSJON AV HYPOTESENE	54
9.2 SVAKHETER MED OPPGAVEN.....	57
9.3 VIDERE FORSKNING	57
10 KONKLUSJON	59
APPENDIKS	64
A.1 REFLEKSJONSNOTAT 1	64
A.2 REFLEKSJONSNOTAT 2.....	66

Forkortelser

Frende	Frende Holdning AS
Eika	Eika Gruppen AS
Gjensidige	Gjensidige Forsikring AS
Storebrand	Storebrand ASA
IFRS	International Financial Reporting Standards
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Boards
FASB	Financial Accounting Standards Boards
GRS	God regnskapsskikk
NRS	Norsk Regnskapsstiftelse

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Næringslivet er kjernen i samfunnets økonomi og verdipapirmarkedet er en sentral rolle i samspillet mellom bedriftene og andre deler av samfunnet. Et effektivt og attraktivt marked for handel av aksjer er viktig for at samfunnsøkonomien skal fungere optimalt. Kapital er avgjørende for at et selskap skal håndtere utfordringer og vokse videre. En måte å skaffe kapital på er ved å selge aksjer (Oslo Børs, 2015). Selskaper i Norge bruker Oslo Børs for notering og handel. Dette er en regulert og overvåket markeds plass slik at investorer kan kjøpe og selge eierandeler i et pålitelig miljø (AksjeNorge, u.d.). Men hva da med de aksjene som ikke handles i et aktivt marked. Hvordan kan man vite at de aksjeprisene er pålitelige? På grunn av lav verdsetting av enkelte eiendeler, blir ikke-børsnoterte aksjer oftere verdsatt lavere enn børsnoterte aksjer (Finansdepartementet).

Flere studier om bruk av virkelig verdi for finansielle eiendeler konkluderer for det meste med at virkelig verdi øker verdirelevansen av regnskapet. Uansett, vil estimater på virkelig verdi være mindre pålitelige enn der det finnes aktive markeder, som Oslo Børs. Verdiestimer som er mindre pålitelige vil føre til lavere relevans dersom regnskapet brukes i forbindelse med prediksjon. Investorer vil derfor sette større pris på regnskapstall som er pålitelige (handles i aktive markeder) fremfor verdiestimer som er subjektive (Heskestad & Tofteland, 2016). Virkelige verdier er relevante fordi de representerer de nåværende økonomiske forholdene som regnskapet er utarbeidet under. De har en prediktiv verdi da de kan forutsi fremtidige kontantstrømmer. I tillegg er virkelige verdier objektive og sammenlignbare fordi de bare er avhengig av egenskapene til eiendelen som måles (Kaur, 2013). Regnskapsprodusenter er ofte avhengig av å gjøre egne verdiberegninger som baserer seg på estimater på fremtidige kontantstrømmer. Nyere forskning viser imidlertid at vi er svært dårlige på å lage estimater og derav svært dårlige på verdiberegninger. En må derfor forvente at mange av de balanseførte verdiene, og da også resultatene og egenkapitalen i regnskapet, har vesentlige feil (Kinserdal, 2015).

Regnskapspliktige i Norge som ikke er børsnoterte har mulighet til å velge blant ulike regnskapsspråk når regnskapet skal avlegges. Disse er GRS, forenklet IFRS og IFRS. Børsnoterte selskap i Norge ble pliktige til å avlegge regnskap etter IFRS fra 2005 (Ungersness & Rogne, 2009). IFRS har i større grad detaljregulering, noe som kan ses ved at

de norske regnskapsreglene er på rundt 450 sider, mens IFRS består av over 2500 sider (Fardal, 2007). Det er mye fokus på virkelig verdi i IFRS. Dette er fordi IFRS legger mye vekt på balansen for å gjøre det mer relevant og gjennomiktig. Tanken bak er at brukere (det vil si aksjonærene og andre interessenter) skal få samme informasjon om verdien av ulike eiendeler og gjeld som ledelsen (Kaur, 2013). Tidligere forskning har konkludert med at virkelig verdi ofte er den beste måten å måle eiendeler i regnskapet. Ved å følge dette prinsippet, krever flere og flere IFRS-standarder verdsettelse til virkelig verdi. I tillegg har det kommet en egen standard, IFRS 13, for måling av virkelig verdi. Det er blitt konkludert med at virkelig verdi er mer relevant, selv om historisk kost er mer pålitelig (Kinserdal, 2015).

1.2 Formål

Vi har i denne masteroppgaven valgt å foreta en komparativ studie av virkelig verdi, der vi ser på hvordan ulike sparebanker verdsetter sine aksjer i to ikke-børsnoterte selskaper. Ved å se på verdsettelse har vi mulighet til å lære mer om et tema vi synes er spennende, i tillegg til å kunne bruke kunnskapen vi har tilegnet oss i løpet av vårt studieløp. Vi vil komme innom flere fagfelt, og da særlig regnskap og finansielle emner.

Formålet med oppgaven er å undersøke hvordan sparebanker verdsetter sine aksjer de eier i selskapene Frende og Eika, som ikke er børsnoterte. Det er ikke mange tidligere studier som har forsket på verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer, vi ønsker derfor med denne oppgaven å få en bedre forståelse av dette. Vi vil se om sparebankene er samstemte når de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer, eller om det er store variasjoner mellom dem. Vi ønsker også å se om hva sparebankene rapporterer etter har noe å si for verdsettelsen. Det har kommet en ny IFRS-standard (IFRS 13) i løpet av perioden vi ser på. Vi ønsker derfor også å se om denne standarden forandrer verdsettelsen og om sparebankene blir mer samstemte fra januar 2013.

Grunnen til at vi ser på to ikke-børsnoterte selskaper, er fordi markedsprisen ofte ikke er kjent og må derfor estimeres. Disse har et mer stabilt eierskap enn det aksjer som er notert på børsen har. Da det som regel er de samme eierne over en lang periode, vil det være lettere å sammenligne selskapene med hverandre og å se endringer over tid.

1.3 Problemstillinger

Med grunnlag i bakgrunn og formål med masteroppgaven, har vi kommet fram til flere problemstillinger vi ønsker å undersøke nærmere. Hovedproblemstillingen er som følger:

Hvordan verdsetter sparebanker aksjer de eier i selskaper som ikke er børsnoterte?

Vi har også noen mindre problemstillinger for å hjelpe oss å få svar på hovedproblemstillingen. De er som følger:

- *Er det variasjon i bruk av verdsettelsesprinsipper mellom IFRS og GRS?*
- *Prøver sparebankene å estimere en virkelig verdi?*
- *Er målingen av aksjer knyttet til verdsettelsen konsistent gjennom alle årene?*
- *Vil endringer i regelverket gjøre verdsettelsen mer samstemt mellom sparebankene?*

1.4 Avgrensning

Vi ønsker å bruke selskaper som er ganske like som sammenligningsgrunnlag for å analysere verdsettelsesmetoder og bruk av virkelig verdi. Derfor kom vi frem til at vi vil se på hvordan sparebanker verdsetter sine aksjer i selskaper som ikke er børsnoterte. Fordi Frende og Eika ikke er børsnoterte og fordi de blir eid av mange sparebanker, valgte vi disse to selskapene som utgangspunkt for vår analyse. Vi har valgt å se på to selskaper, fordi vi da også vil ha mulighet til å sammenligne de opp mot hverandre og også se om vi kan generalisere funnene på tvers av selskapene. For begge selskapene har vi valgt å se på en åtteårsperiode, fra 2008 til 2015. Vi går ikke i detaljnivå på alle endringer som har skjedd mellom 2008 og 2015, da dette er en omfattende prosess. Noen sparebanker som eier aksjer i henholdsvis Frende og Eika har vi vært nødt til å ekskludere fra analysen av ulike grunner, dette vil vi forklare nærmere senere i oppgaven.

Informasjonen om verdsettelse av aksjene i de ikke-børsnoterte selskapene er i hovedsak hentet fra notene i årsrapportene til sparebankene og de to selskapene. Denne informasjonen er både offentlig og tilgjengelig. Det er generelt veldig begrenset informasjon om verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer i årsrapportene til sparebankene. Dette gjør av vi ikke kan konkludere med like stor sikkerhet. Når det gjelder teori, vil vi ta med det vi synes er relevant i forhold til vår analyse. Vi tar med de IFRS-standardene, lover, regnskapsregler og verdsettelsesmetoder som vi mener er relevante for vår oppgave. På grunn av tid, er vår verdsettelse av Frende og Eika gjort enkelt ved å bruke P/E og P/B fra lignende forsikringselskaper. Dette fordi det å verdsette et selskap er omfattende arbeid og hadde i seg selv vært en masteroppgave.

1.5 Struktur

I kapittel 2 presenterer vi selskapene Frende og Eika kort. Vi skriver også litt generelt om norske forsikringsselskaper og norske sparebanker. Kapittel 3 omhandler en del relevant teori for oppgaven. Vi går gjennom hva hovedformålet med regnskap er, hvem som er brukerne av regnskapet, forklarer hva finansielle instrumenter er, og også litt om verdimåling generelt. Videre, i kapittel 4, tar vi for oss regnskapsregler for sparebanker. Vi vil her først si litt om regulering i norske sparebanker og litt om grunnleggende prinsipper for IFRS og GRS, før vi deler inn regnskapsreglene etter om sparebankene rapporterer etter IFRS og GRS. I slutten av dette kapittelet vil vi si litt om klassifisering av ikke-børsnoterte aksjer. Videre vil vi i kapittel 5 ta for oss verdsettelse. Etter teoridelen, i kapittel 6, vil vi presentere hypotesene våre. Her vil vi skrive om verdsettelse basert på virkelig verdi etter henholdsvis IFRS og GRS før vi skriver litt om ulike verdsettelsesmetoder. Til slutt i dette kapittelet prøver vi selv å verdsette Frende og Eika ved å finne en verdi per aksje for selskapene ved å bruke P/E og P/B fra lignende selskaper. Kapittel 7 omhandler forskningsdesignet vårt, der vi vil gå gjennom utvalget vårt for oppgaven, datainnsamlingsmetode, relevante kvalitetskrav og også litt om regnskapet som informasjonskilde.

Deretter kommer vi til analysedelen i kapittel 8. Her vil vi først analysere bruk av verdsettelsesmetoder brukt av sparebankene for Frende og Eika. Videre vil vi analysere virkelig verdi per aksje i Frende og Eika, som sparebankene har kommet frem til. Her vil vi også sammenligne åtte fusjonerte sparebanker sine verdsettelser før og etter de har fusjonert til å bli fire sparebanker, for å se om det er noen forskjeller før og etter fusjonene. I slutten av dette kapittelet vil vi sammenligne Frende og Eika, for å se på likheter og ulikheter i hvordan verdsettelsene er blitt gjort. I kapittel 9 vil vi diskutere funnene vi har gjort i analysedelen og knytte dette opp mot teori og tidligere forskning, samt svakheter med oppgaven og videre forskning. Kapittel 10 omfatter en konklusjon av oppgaven.

2 Presentasjon av selskapene og sparebankene

I denne masteroppgaven har vi valgt å ta for oss selskapene Frende og Eika da de i hovedsak eies av norske sparebanker. I tillegg er de ikke notert på Oslo Børs og handles dermed sjelden. Vi vil her presentere selskapene, kort introdusere alle sparebankene som har eierskap og fortelle litt generelt om forsikringsbransjen og sparebanker.

2.1 Frende Holding AS

Frende Holding AS er et forsikringsselskap som ble stiftet 20. juni 2007 av fire norske sparebanker. Datterselskapene er Frende Skadeforsikring AS og Frende Livsforsikring AS. Selskapet startet med salg av livsforsikring til privatkunder i 2007, men allerede i 2008 utvidet de til salg av skadeforsikringer til privatkunder. I slutten av 2009 startet de i tillegg med salg av bedriftsprodukter rettet mot små og mellomstore bedrifter. De tar utgangspunkt i visjonen: «*Vårt omdømme er vår drivkraft*». Frende er ikke notert på Oslo Børs og avlegger årsregnskap etter forskrift om årsregnskap for banker og finansieringsforetak (Frende Holding AS, 2015).

Fra tabell 2.1 ser vi at årsresultatet var negativt de fire første årene, men har bedret seg og ble fra 2012 positivt. Negativt årsresultat vil redusere egenkapitalen, mens en kapitalforhøyelse styrker den. De har hatt kapitalforhøyelse i 2009, 2010 og 2012.

Frende	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Antall aksjer	3 000	4 250	6 500	6 500	6 760	6 760	6 760	6 760
Omsetning	93 292	806 126	853 336	1 086 871	1 430 948	1 777 609	1 945 087	2 101 002
Årsresultat	-77 163	-79 659	-65 664	-53 828	41 189	78 977	157 647	143 477
Egenkapital	218 021	287 286	521 925	452 625	546 875	625 852	782 181	845 659

Tabell 2.1 Oversikt over Frendes omsetning, årsresultat, egenkapital (alle i tusen) og antall aksjer over hele perioden.

15 frittstående sparebanker har de siste årene eid Frende. Sparebankene er her listet opp etter eierprosent i 2015: Sparebanken Vest (39,72 %), Sparebanken Øst (13,19 %), Fana Sparebank (11,03 %), Sparebanken Sogn og Fjordane (10,00 %), Sparebanken Sør (9,99 %), Helgeland Sparebank (7,88 %), Spareskillingsbanken (1,64 %), Haugesund Sparebank (1,55 %), Skudenes og Aakra Sparebank (1,10 %), Flekkefjord Sparebank (0,89 %), Søgne og Greipstad Sparebank (0,80 %), Voss Sparebank (0,72 %), Lillesands Sparebank (0,59 %), Luster Sparebank (0,54 %), og Etne Sparebank (0,36 %) (Frende Holding AS, 2015). Av disse sparebankene er det kun fire som er notert på Oslo Børs med egenkapitalbevis og én med

gjeldsinstrument, det gjelder Sparebanken Vest, Sparebanken Øst, Sparebanken Sør, Helgeland Sparebank, og Sparebanken Sogn og Fjordane. Dette er fem av de seks med størst eierandel i Frende.

2.2 Eika Gruppen AS

Eika Gruppen AS ble etablert i 1997. Finanskonsernet leverer finansielle løsninger til selvstendige og lokale norske sparebanker. Dette omfatter infrastruktur som skal styrke lokalbankene. Datterselskapene er Eika Forsikring AS, Eika Kredittbank AS, Eika Kapitalforvaltning AS og Aktiv Eiendomsmegling AS (Eika Gruppen AS, 2015). Frem til og med 2012 gikk Eika under navnet Terra Gruppen AS. I 2013 valgte de å skifte navn til Eika Gruppen AS, blant annet på grunn av ny konsernstrategi. Selskapets visjon ble dette året skiftet fra «*Vi utgjør forskjellen*» til «*Vi styrker lokalbanken*». Muligens kan også navneskiftet være på grunn av den kjente skandalen som skjedde i 2007, der norske kraftkommuner investerte i kompliserte og risikofylte investeringer gjennom Terra Securities, med store tap som følge (Dagens Næringsliv, u.d.). I 2012 skjedde det en fisjon ved at Terra Boligkreditt ble skilt ut fra Terra Gruppen i 2012, slik at Terra Boligkreditt nå er direkte eid av aksjonærene i Terra Gruppen AS. Eika er ikke notert på Oslo Børs og utarbeider regnskapet etter norske regnskapsregler (Eika Gruppen AS, 2012).

Fra tabell 2.2 ser vi at både omsetningen, årsresultat og egenkapitalen har økt gradvis gjennom årene, bortsett fra en nedgang i 2011. Eika har også hatt en lav kapitalforhøyelse alle årene, bortsett fra i 2015 som hadde likt antall aksjer som 2014.

Eika	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Antall aksjer	16 508	16 844	20 013	22 206	22 250	22 287	24 225	24 225
Omsetning	1 183 442	1 576 508	3 704 044	2 023 287	2 041 784	2 201 676	2 318 651	2 493 580
Årsresultat	7 331	116 452	88 738	40 305	169 001	294 436	294 701	352 477
Egenkapital	1 350 811	1 556 601	1 187 638	980 693	1 067 093	1 213 384	1 484 146	1 650 537

Tabell 2.2 Oversikt over Eikas omsetning, årsresultat, egenkapital (alle i tusen) og antall aksjer over hele perioden.

I 2015 var Eika eid av hele 74 norske lokale sparebanker, i tillegg til Obos Bbl samt Bank2 ASA og Eika Kredittbank AS. Sparebankene som eide mer enn 2 % per 31.12.2015 var Sandnes Sparebank (8,00 %), Totens Sparebank (5,29 %), Jæren Sparebank (4,59 %), Jernbanepersonalets Sparebank (2,91 %), Lillestrøm Sparebank (2,86 %), Aurskog Sparebank (2,71 %), Skue Sparebank (2,67 %), Sparebanken Narvik (2,52 %), Larvikbanken Brunlanes Sparebank (2,36 %), Askim og Spydeberg Sparebank (2,34 %), Sparebanken Din (2,12 %),

og Melhus Sparebank (2,27 %) (Eika Gruppen AS, 2015). Det er fem av disse 12 sparebankene som er notert på Oslo Børs med egenkapitalbevis, det gjelder Sandnes Sparebank, Totens Sparebank, Jæren Sparebank, Aurskog Sparebank, og Skue Sparebank. Det betyr at fem av de seks med størst eierandel i Eika er børsnotert. Det er åtte sparebanker som har fusjonert i løpet av perioden. Skue Sparebank og Sparebanken Din ble begge etablert i 2013 som følge av en fusjon mellom to sparebanker, Nes Prestegjelds Sparebank og Hol Sparebank samt Bø Sparebank og Seljord Sparebank. Jæren Sparebank ble etablert i 2015 som følge av en fusjon mellom Klepp Sparebank og Time Sparebank. Samme året ble det også gjennomført en fusjon mellom Askim Sparebank og Spydeberg Sparebank som byttet navn til Askim og Spydeberg Sparebank (Eika Gruppen AS, 2015). Skue Sparebank, Nes Prestegjelds Sparebank og Hol Sparebank var alle tre notert på Oslo Børs med egenkapitalbevis og obligasjonsgjeld, mens Klepp Sparebank hadde egenkapitalbevis notert. Når det gjelder de fusjonerte sparebankene, Jæren Sparebank og Aurskog Sparebank har disse egenkapitalbevis notert på Oslo Børs.

2.3 Norske forsikringsselskaper

I forsikringsbransjen kan man skille mellom livsforsikringsselskaper, skadeforsikringsselskaper og kredittforsikringsselskaper, jf. Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv. (forsikringsloven) av 2005 § 1-3. Forsikringsselskaper må organiseres som enten aksjeselskaper, allmenaksjeselskaper eller gjensidige selskaper, jf. forsikringsloven av 2005 § 3-1, første ledd. Aksjeloven og allmennaksjeloven gjelder for henholdsvis forsikringsaksjeselskaper og forsikringsallmennaksjeselskaper, jf. forsikringsloven av 2005 § 3-1, andre ledd. Et forsikringsselskap må ha konsesjon fra Kongen for å kunne drive virksomhet, jf. forsikringsloven av 2005 § 2-1, første ledd. Hovedoppgaven til forsikringsselskaper er å fordele risiko for eventuelle uønskede hendelser som kan oppstå i fremtiden, og som medfører kundene et økonomisk tap. Dette betyr at kundene må betale en premie til forsikringsselskapet for at de skal ta ansvar for kundens eventuelle negative hendelser i fremtiden (Holthe, Kjesbu, & Seltæg, 2011a). Forsikringsselskaper reguleres av forskrift om årsregnskap for banker, kredittforetak og finansieringsforetak av 1998

Det er flere forsikringsselskaper i Norge vi kunne valgt ut som et sammenligningsgrunnlag til Frende og Eika. På grunn av tidsbruk har vi valgt ut to forsikringsselskaper, Gjensidige og Storebrand, som begge er notert på Oslo Børs og er norske selskaper for langsiktig sparing og

forsikring. Gjensidige baserer seg i hovedsak på skadeforsikring i Norge. Det vil si at forsikringen skal dekke konstaterte tap knyttet til materielle verdier (Holthe, Kjesbu, & Seltæg, 2011a). Skadeforsikringsselskaper må rette seg etter bestemte lover og regler tilpasset skadeforsikringsbransjen (Finansdepartementet). Storebrand har livsforsikring som sitt hovedprodukt. Denne forsikringstypen skal dekke eventuelle inntektstap for personer i fremtiden. Det kan være enten pensjon, uføredekninger, og deknings i forhold til andre produkter ved død (Holthe, Kjesbu, & Seltæg, 2011b).

Gjensidige ble børsnotert 10. desember og hadde en aksjekurs per 31.12.10 på kr. 58,50. I 2015 var aksjekursen økt til kr. 142,10. Det har vært en god økning, men med litt svingninger i pris i løpet av perioden (Oslo Børs, u.d.). Storebrand hadde en aksjepris i 2008 på kr. 16,75, mens aksjeprisen i 2015 var på kr. 34,95. De har hatt en mer stabil aksjepris enn Gjensidige (Oslo Børs, u.d.).

Gjensidige	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Antall aksjer	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Omsetning	16 471 400	16 670 700	18 790 800	19 381 600	19 517 700	20 884 400	23 098 700	24 155 300
Årsresultat	486 300	2 304 800	2 506 500	2 443 900	4 660 900	4 093 700	3 768 400	4 308 900
Egenkapital	19 820 000	21 968 200	23 137 800	23 228 600	25 617 700	26 287 800	21 656 800	23 330 600
Aksjekurs	-	-	58,50	69,30	79,40	115,70	122,00	142,10

Tabell 2.3 Oversikt over Gjensidiges omsetning, årsresultat, egenkapital (alle i tusen), antall aksjer aksjekurs over hele perioden.

Storebrand	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Antall aksjer	449 910	449 910	449 910	449 910	449 910	449 910	449 910	449 910
Omsetning	28 004 800	48 237 000	48 241 000	48 404 000	52 479 000	52 875 000	63 669 000	41 945 000
Årsresultat	-2 228 000	929 000	1 471 000	675 000	1 012 000	1 975 000	2 086 000	1 382 000
Egenkapital	16 158 100	17 218 000	18 417 000	18 779 000	19 936 000	22 514 000	24 740 000	26 946 000
Aksjekurs	16,75	39,56	43,65	31,10	26,82	37,90	29,20	34,95

Tabell 2.4 Oversikt over Storebrands omsetning, årsresultat, egenkapital (alle i tusen), antall aksjer og aksjekurs over hele perioden.

Dersom vi sammenligner de fire tabellene i dette kapittelet, ser vi at både Gjensidige og Storebrand har mye høyere omsetning, årsresultat og egenkapital enn det Frende og Eika har. Gjensidige og Storebrand har stabilt antall aksjer gjennom perioden, mens Frende og Eika øker antall aksjer gjennom perioden. Omsetning, årsresultat og egenkapital har ikke en like stabil økning hos Gjensidige og Storebrand som det Frende og Eika har.

2.4 Norske sparebanker

I Norge har man to typer banker, sparebanker og forretningsbanker. Alle bankene vi tar for oss i denne masteroppgaven er sparebanker, og vi vil derfor kun forklare hva som kjennetegner en sparebank. En norsk sparebank «kan være organisert som tradisjonelle selveiende banker, banker med egenkapitalbevis og aksjesparebanker». I Norge er det 105 sparebanker av totalt 126 banker. Sparebankene spiller en viktig rolle, både lokalt, regionalt og nasjonalt, da de blant annet bidrar til næringsutvikling og samfunnsutvikling. Innovasjon, noe radikalt nytt og framtidsvennlig er alle begreper som har vært sentrale i sparebankene de siste 200 årene (Sparebankforeningen, u.d.). Når det gjelder regelverket for norske sparebanker vil vi komme tilbake til dette i kapittel 4 om regnskapsregler i norske sparebanker.

3 Teori

I denne teoridelen vil vi ta for oss hovedformålet med et regnskap, hvem som er brukerne av regnskap, og forklare begrepene finansielle instrumenter, aksjer, virkelig verdi, bokført verdi og historisk kost.

3.1 Hovedformålet med regnskap

Den viktigste informasjonskilden for eksterne beslutningstakere er finansregnskapet. Finansanalytikere, investorer, banker og eiere legger stor vekt på regnskapstall for å vurdere selskapets kredittverdighet og verdi (Heskestad, 2015). Tallene i regnskapet er påvirket av regnskapsregler, valg av prinsipper og en rekke skjønsmessige estimater. Selskaper innenfor samme bransje viser derfor ikke alltid like resultater for like forhold (Heskestad, 2016).

3.2 Brukerne av regnskap

Hovedbrukerne av et regnskap er de som bruker regnskapsinformasjonen til å ta beslutninger som å kjøpe, selge eller holde egenkapital- eller gjeldsinstrumenter og som gir lån eller andre former for kreditt. Dette kan være nåværende og potensielle investorer, långivere og andre kreditorer. Hovedbrukerne trenger informasjon om ressursene i selskapet både for å vurdere foretakets utsikter for fremtidig netto kontantstrøm og for å se hvor effektivt ledelsen bruker enhetens eksisterende ressurser (dvs. forvaltning). Finansiell informasjon er nyttig dersom det er relevant og pålitelig for hva det skal representere. Nyttien av finansiell informasjon blir bedre dersom den er sammenlignbar, etterprøvable, aktuell og forståelig. Relevans og troverdig gjengivelse er de to grunnleggende kvalitative egenskaper som karakteriserer nyttig finansiell informasjon. Finansiell informasjon kan påvirke beslutningene til brukerne. Dersom den finansielle informasjonen har en prediktiv (forutsigbar) verdi, er den i stand til å kunne endre beslutninger (IASB, 2010).

I Norge har man tidligere definert brukergruppen ved å forutsette at det er «*den generelle brukers interesse som primært skal ivaretas*», dette blir videre spesifisert som «*aksjonærer, ansatte, kreditorer i videste forstand, undervisnings- og forskningsinstitusjoner, lokalsamfunnet og andre samfunnsinteresser*» (NSRF 1986 s. 4; sitert i Kvifte 2004). Dette betyr at regnskapet skal tilby informasjon til brukere som har en viss økonomisk forståelse.

3.3 Finansielle instrumenter

Etter IFRS er finansielle instrumenter definert som «*enhver kontrakt som fører til både en finansiell eiendel for et foretak og en finansiell forpliktelse eller et egenkapitalinstrument for et annet foretak*» (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015, s. 461). I verdipapirhandelloven (vphl.) av 2007 § 2-2 er finansielle instrumenter definert som «*omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater*», videre er omsettelige verdipapirer nærmere definert som «*de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet*».

Aksjer er et finansielt instrument og kan defineres som en eierandel i egenkapitalen i et selskap. Verdien til et selskap vil avhenge av dets fremtidsutsikter og prestasjoner. Dette fører til at aksjekursen til selskapet vil svinge (Oslo Børs, 2015). Man forbinder aksjemarkedet ofte med de aksjene som handles på Oslo Børs, New York Stock Exchange og lignende, men det er langt flere aksjer som ikke er notert på børsen og som i stedet eies av privatpersoner eller investeringsfond. Et annet aksjemarked enn børsmarkedet er gråmarkedet, også kalt unotertlisten. Unoterte lister er markeder som er lite eller ikke regulert av myndighetene. Det er vanlig at de aksjene som er notert på børsen skifter eiere oftere, mens de aksjene som ikke er noterte skifter eiere sjeldent eller aldri (Mjølhus, 2010).

Oslo Børs ble grunnlagt i 1819 og er den eneste i Norge som opererer med regulerte verdipapirmarkeder. Hovedmålet for Oslo Børs er å være en sentral markeds plass for notering og omsetning av finansielle instrumenter (Oslo Børs, n.d.). I 2007 kom en ny markeds plass som også er et fullt regulert marked, kalt Oslo Axess. I motsetning til Oslo Børs, har Oslo Axess ikke like strenge krav til noteringsopptak og overholder ikke EU-regelverket (Mjølhus, 2010). Børsnotering gir muligheter for større tilgang til kapital, og aksjene blir også mer likvide. Det er mange investorer som kun investerer i børsnoterte selskaper, mye fordi noterte selskaper har strengere krav og investorene vil få en større trygghet (Oslo Børs). Noen av de viktigste motivene for eierne av et selskap til å notere seg på børs er for å kunne verdsette selskapet i et fritt marked og få synliggjort selskapets virkelige verdi (Fjell, 2001). Børsnotering krever som nevnt rapportering etter IFRS, og ved ensartet bruk og forståelse av finansiell rapportering, skal dette føre til en mer riktig prising av de instrumentene som er notert (Deloitte, 2012). Ved riktig prising menes det at prisene er offentlig tilgjengelig og det foregår hyppige transaksjoner av aksjene.

3.4 Verdimåling generelt

Mange finansforetak har problemer med å fastsette virkelig verdi for enkelte av sine finansielle instrumenter. En grunn til dette er at noen markeder for de finansielle instrumentene ikke er aktive. Det er derfor spesielt krevende å verdsette ikke-børsnoterte aksjer. I praksis kan det være tilfeller der kostpris til aksjene blir ansett som en god tilnærming til virkelig verdi, dette vil i de fleste tilfeller likevel ikke være korrekt. Aksjer endrer seg ofte svært raskt i verdi og da må dette også reflekteres i verdsettelsen av ikke-børsnoterte aksjer. Det finnes godt etablerte verdsettelsesmetoder og store mengder data fra kapitalmarkedet om verdsettelse av ulike selskaper som igjen kan være nyttig ved verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer, selv om det vil være usikkerhet i forbindelse med verdsettelsen (Madsen, 2014a).

Dersom det er usikkerhet i forbindelse med regnskapsstørrelser, må de estimeres (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). I følge regnskapsloven (rskl.) av 1998 § 4-2 er det et krav om at det skal brukes beste estimat ved usikkerhet. En skal da lage et estimat ut ifra den informasjonen som er tilgjengelig når regnskapet avlegges. Det vil derfor ikke kunne legges ubegrunnet forsiktighet til grunn. En feil som ofte gjøres når det lages estimater er å påvirkes av et utgangsnivå (ofte dagens nivå) som forventes å være lik også fremover i tid. Flere analytikere estimerer at resultatvekst for neste år vil bli lik som foregående år (Kinserdal, 2015). For ikke-børsnotert aksjer kan den siste transaksjonsprisen være flere dager, uker eller måneder gammel. Siste transaksjonspris vil da som oftest ikke være et valid mål på virkelig verdi (Kvifte & Johnsen, 2008). Et marked varierer hele tiden og det er mange tilfeldigheter som kommer i tillegg til historisk informasjon og tilgjengelig informasjon. Utgangsprisen vil da ikke være et pålitelig mål for fremtiden, og en kan ikke forvente at dagens pris skal være evig (Kinserdal, 2015).

Anskaffelseskost (også kalt historisk kost eller kostpris) ved kjøp blir i rskl. § 5-4, forklart som kjøpspris med tillegg for kjøpsutgifter. Det er et økende synlig gap mellom markedsverdien av selskaper og bokførte verdier basert på anskaffelseskost. Historisk kost-tilnærming tar ikke hensyn til aspekter av fremtidige verdier. Uansett er det høyst tvilsomt om regnskapsføring til virkelig verdi vil redusere gapet mellom markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen, selv om eiendeler og forpliktelser måles til virkelig verdi (Kaur, 2013). Bokført verdi er verdien av en balansepost slik den står oppført i regnskapet (Lederkilden, n.d.). Dette kan være både anskaffelseskost og virkelig verdi.

På mange måter har virkelig verdi tatt over den dominerende posisjonen som anskaffelseskost tidligere hadde. Enten skal estimatet for virkelig verdi hentes fra aktive markeder eller estimeres pålitelig. Likevel, gir standardverket til IFRSene liten veiledning til hvordan et pålitelig estimat skal måles. Det må derfor i stor grad brukes skjønn til å vurdere tilgangen til pålitelige estimater for virkelig verdi og i selve estimeringen av verdien. På lik linje med tidligere IFRSer har norsk regnskapsrett hatt en sterk forankring i en transaksjonsbasert historisk kost-modell. Innregningen skjer da til anskaffelseskost med etterfølgende verdivurdering innenfor rammen av sammenstillingsprinsippet og forsiktighetsprinsippet. Hovedregelen for anleggsmidler er her avskrivningsregler og nedskrivingsplikt dersom visse kriterier er oppfylt, jf. rskl. § 5-3 2. og 3. ledd (Stenheim, Virkelig verdi - et utfordrende måleattributt, 2008).

I mai 2011 ble IFRS 13 utgitt og ble gjeldende fra og med 1. januar 2013 (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). Etter IFRS 13 blir virkelig verdi for eiendeler forklart som en markedsverdi eller et pålitelig estimat for markedsverdi, hvor eierspesifikke synergieffekter ikke er en del av virkelig verdi (Heskestad & Tofteland, 2016). Virkelig verdi-begrepet kan likevel skilles fra markedsverdi. Virkelig verdi krever vurdering av prisen som er «rettferdig» mellom to parter, med hensyn til de respektive fordelene og ulempene som hver part vil få fra transaksjonen. Selv om markedsverdien kan oppfylle disse kravene, er det ikke nødvendigvis alltid tilfellet. Synergien mellom to parter kan bety at prisen som er «rettferdig» er høyere enn prisen som kan være oppnåelig i et større marked. Dette kan kalles en spesialverdi, som kan genereres i noen situasjoner. Markedsverdien krever at en eventuell spesialverdi blir tilsidesatt, men den er en del av vurderingen av virkelig verdi i IFRS. Derfor er virkelig verdi et mål på dagens markedsverdi, men ikke alle markedsverdier representerer virkelig verdi (Kaur, 2013).

Det finnes ulike definisjoner på virkelig verdi. Tidligere var IFRS sin definisjon på virkelig verdi av en eiendel «*det beløp en eiendel kan utveksles for mellom velinformerte og frivillige parter i en transaksjon på armlengdes avstand*». Dette var ikke en god definisjon, da det ikke spesifiseres om selskapet kjøper eller selger eiendelen, og det var heller ikke spesifisert om utvekslingen skjer på måletidspunktet eller på et annet tidspunkt. IFRS sin nye definisjon løser manglene fra forrige definisjon ved å nå definere virkelig verdi av en eiendel som «*den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel i en velordnet transaksjon mellom*

markedsdeltakere på måletidspunktet». Den nye definisjonen definerer mye tydeligere at virkelig verdi forutsetter en ryddig transaksjon mellom aktørene, og er derfor en markedsbasert måling og ikke en enhetsspesifikk måling. Det skal antas at transaksjonen foregår i det mest fordelaktige markedet som selskapet har tilgang til. I tillegg skal virkelig verdi referere til gjeldende utgangspris (exit price) som er den høyeste og beste bruken av en eiendel (Kaur, 2013).

4 Regnskapsregler for sparebanker

Det anvendes både internasjonale og norske regnskapsregler av sparebankene som er undersøkt i denne oppgaven. Vi vil derfor kort presentere klassifikasjons- og målereglene for disse to regelsettene. I tillegg vil vi gjennomgå begrepet virkelig verdi og veiledningen knyttet til dette.

4.1 Regulering i norske sparebanker

Regnskapsloven som gjelder i dag ble vedtatt i 1998. Den har senere blitt endret for å åpne for bruk av IFRS som ble vedtatt av EU. Dette ble en del av regnskapspraksis i Norge fra og med 2005, og innebar at alle børsnoterte foretak på Oslo Børs måtte utarbeide konsernregnskap etter IFRS (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). Etter GRS brukes prinsippene fra norsk regnskapslov sammen med normer og gjeldende regnskapspraksis (Kvifte & Johnsen, 2008). I Norge har man et organ for utvikling og utarbeiding av standardsetting, kalt NRS. I de senere årene har det vært viktig å tilpasse internasjonale regnskapsstandarder etter norske forhold (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015).

Regnskapsloven gir ulike regler avhengig av om selskapet er notert på Oslo Børs eller ikke. Det er to retninger; den ene følger GRS og gjelder for ikke børsnoterte selskap, den andre følger IFRS og gjelder for børsnoterte selskap (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Når det gjelder banker og forsikringselskap har de egne årsregnskapsforskrifter som regulerer adgangen til bruk av IFRS og forenklet IFRS (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015).

Banker og finansieringsforetak som ikke har utstedt noterte verdipapirer kan velge å avlegge regnskap etter IFRS, forenklet IFRS eller nasjonale regler. De fleste i denne gruppen anvender nasjonale regler (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). Ved bruk av nasjonale regler skal man redegjøre og opplyse om det som følger av regnskapsloven og forskrift om årsregnskap for banker, kredittforetak og finansieringsforetak av 1998 (Finanstilsynet, 2016). Banker og finansieringsforetak som har utstedt noterte verdipapirer har ikke noe valg, og må avlegge regnskapet etter IFRS (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015).

Det er viktig å være oppmerksom på at det er en grunnleggende forskjell mellom IFRS og GRS. GRS har hovedfokus på resultatregnskapet, mens IFRS har fokus på

balanseoppstillingen hvor definisjonen av eiendeler og forpliktelser står sentralt. IFRS krever og tillater mer bruk av virkelig verdi for en rekke eiendeler og forpliktelser (Fardal, 2007).

4.2 Grunnleggende prinsipper for IFRS og GRS

IFRS er basert på IASB sitt konseptuelle rammeverk. IASB poengterer at definisjonene av eiendeler og gjeld identifiserer deres viktigste funksjoner (IASB, 2010). En eiendel *«er en ressurs som er kontrollert av foretaket som et resultat av tidligere hendelser og som er forventet å gi foretaket fremtidige økonomiske fordeler»* (Baksaas & Stenheim, 2015, s. 183). Gjeld blir definert som *«en nåværende forpliktelse for foretaket oppstått som et resultat av tidligere hendelser og som er forventet å avkreve foretaket for fremtidige økonomiske fordeler»* (Baksaas & Stenheim, 2015, s. 185). I tillegg må det være sannsynlig at det er økonomiske fordeler som vil flyte til eller fra selskapet, og den aktuelle posten må kunne måles pålitelig (IASB, 2010). Kravet til pålitelig måling stilles på lik linje som kvalitetskravet pålitelighet som blir beskrevet i 7.3. Det er satt i gang en prosess for å endre kriteriene for innregning og definisjonene til eiendel og gjeld. Disse forslagene ble presentert i IASB sitt høringsutkast 2013. Dette vil vi ikke gå nærmere inn på i denne oppgaven fordi det ikke er spesielt relevant for perioden vi tar for oss i oppgaven siden endringene ikke har blitt gjeldende. Vi vil basere oss på de definisjonene som har vært gjeldende for perioden vi ser på.

GRS bruker grunnleggende regnskapsprinsipper som går på innregning og måling. Prinsippene er transaksjonsprinsippet, opptjeningsprinsippet, sammenstillingsprinsippet, forsiktighetsprinsippet og sikringsprinsippet. Alle disse er nedfelt i rskl. § 4-1 fra punkt 1 til 5, presentert i samme rekkefølge som over. I tillegg gjelder disse prinsippene, beste estimat (rskl. § 4-2), kongruensprinsippet (rskl. § 4-3), ensartet og konsistens prinsipp anvendelse (rskl. § 4-4) og god regnskapsskikk (rskl. § 4-6). Det siste prinsippet er en viktig forutsetning for å føre regnskap, dette betyr at regnskapet skal bli utarbeidet etter forutsetning om fortsatt drift (rskl. § 4-5). Hvis ikke dette prinsippet oppfylles vil det bety store konsekvenser for regnskapet (Baksaas & Stenheim, 2015).

Det er noen likheter når det kommer til de to tilnærmingene. IFRS definerer inntekter og kostnader som endringene i eiendeler og gjeld (IASB, 2010). Inntekter skal innregnes når de er opptjent, også kalt opptjeningsprinsippet etter GRS. I tillegg tas det hensyn til kostnader under IFRS på tilnærmet lik måte som sammenstillingsprinsippet brukt i GRS (Baksaas &

Stenheim, 2015). I rammeverket til IASB presiserer de at kostnader oppstår samtidig med innregning av en økning i gjeld eller en nedgang i eiendeler (IASB, 2010).

4.3 IFRS

For ikke-børsnoterte aksjer er det IAS 39 som gjelder for innregning og måling. Standarden bygger på definisjonene i IAS 32 som omhandler presentasjon av finansielle instrumenter (Madsen, 2014b). En finansiell eiendel skal bli innregnet når man blir en part i kontraktsbestemmelsen. Denne skal måles til virkelig verdi pluss transaksjonsutgifter som er direkte knyttet til eiendelen. Det er et unntak i standarden som gjelder ikke-børsnoterte aksjer. Dersom det ikke er mulig å beregne en virkelig verdi på en pålitelig måte skal aksjene måles til anskaffelseskost (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). Det er generelt krevende å verdsette ikke-børsnoterte aksjer og det skal mye til før denne unntaksregelen kan brukes (Hersvik, Rimstad, & Madsen, 2014). I tillegg er IFRS 13 relevant for måling av virkelig verdi, denne kommer vi mer tilbake til i 5.2.

IAS 39 vil bli erstattet av IFRS 9. Det er ingen av sparebankene som har begynt å anvende IFRS 9, men alle sparebankene som rapportere etter IFRS nevner i årsrapportene at de har begynt å forberede seg på å implementere den nye standarden når det er plikt fra og med 1. januar 2018.

Dersom sparebankene har klassifisert selskapet de eier ikke-børsnoterte aksjer i som et tilknyttet selskap og de rapporterer etter IFRS, må de i tillegg anvende IAS 28. IAS 28 omhandler investeringer i tilknyttede foretak og felleskontrollert virksomhet. Standarden sier at de må bruke egenkapitalmetoden for å verdsette aksjene de eier i dette selskapet (Bernhoft, 2014). Dette vil vi gå nærmere inn på under punkt 4.6 hvor vi tar for oss klassifisering av ikke-børsnoterte aksjer.

4.4 Konsekvenser ved ny IFRS-standard

Den største forskjellen mellom IAS 39 og IFRS 9 når det kommer til verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer er hvordan de vil bli klassifisert. Etter IAS 39 har man fire klassifiseringskategorier for finansielle instrumenter med detaljerte beskrivelser og regler for hver kategori (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). Det er kun to av disse som brukes for ikke-børsnoterte aksjer, det er «virkelig verdi over resultatet» og «tilgjengelig for salg». Dette er to kategorier som skal benytte virkelig verdi, med unntak av eiendeler som ikke kan

måles på en pålitelig måte (Madsen, 2014c). IFRS 9 bruker en mer prinsippbasert tilnærming for klassifisering av finansielle instrumenter, om de skal måles til virkelig verdi eller amortisert kost. I utgangspunktet skal alle finansielle eiendeler med kontantstrømmer som gjelder betaling av hovedstol og renter måles til amortisert kost. Alle øvrige finansielle eiendeler, med unntak av egenkapitalinstrumenter, skal måles til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet (Madsen, 2014d).

4.5 GRS

Den norske regnskapsloven blir best karakterisert som en rammelov som ikke har detaljstyring og den gir i tillegg rom for profesjonelt skjønn (Kvifte & Johnsen, 2008). Rskl. § 4-6 krever at årsregnskapet foretas i samsvar med god regnskapsskikk. God regnskapsskikk bygger både på grunnleggende regnskapsprinsipper i regnskapsloven, og på en transaksjonsbasert modell samt praksis. Retningslinjene som utvikles i forbindelse med god regnskapsskikk må falle innenfor lovens bestemmelser (Kvifte & Johnsen, 2008). GRS bygger på en transaksjonsbasert historisk kost-modell. Det må da finne sted en transaksjon, for eksempel kjøp eller salg, for at det kan bli regnskapsført i regnskapet (Fardal, 2007). Regnskapsloven begrenser seg i hovedsak til innregning og måling. Den har ikke eksplisitt tatt inn målsetningen om beslutningsdyktig informasjon og kvalitetskrav. Forarbeidene til loven (NOU 1995:30) har derimot omtalt målsetning, kvalitetskrav og begrensninger i kvalitetskravene, men ikke i like stor grad som blant annet FASB, IASB og andre (Kvifte & Johnsen, 2008). Når det gjelder forskriften om årsregnskap for banker, kredittforetak og finansieringsforetak av 1998 skal man ta utgangspunkt i regnskapsprinsippene definert i rskl. § 7-2. Dette kommer frem i forskriften om årsregnskap for banker mv i § 8-2. Når det gjelder virkelig verdi skal beregningene forklares. Dette er et notekrav sammen med § 8-10, tredje ledd, hvor det skal opplyses om virkelig verdi der den kan fastsettes.

Dersom et selskap har eierandeler i et annet selskap på over 10 prosent eller at investeringen utgjør mer enn 50 prosent av den regnskapspliktiges egenkapital, skal aksjene spesifiseres etter selskap. Det skal da opplyses om både bokført verdi, markedsverdi og eierandel for hvert av selskapene (jf. rskl. § 7-18). For eierskap under 10 prosent gjelder derfor ikke disse reglene. I et regnskap avlagt etter GRS forventes det at resultater, balansesum og egenkapital svinger mye mindre enn regnskap avlagt etter IFRS (Fardal, 2007). Dette er notekrav. I tillegg er det muligheter for klassifisering som tilknyttet selskap, dette vil vi gå nærmere inn på i 4.6.

4.6 Klassifisering av ikke-børsnoterte aksjer

Det er ulike regler for hvordan sparebanker skal klassifisere ikke-børsnoterte aksjer etter IFRS og GRS. Derfor er det viktig å få frem disse forskjellene, og om disse forskjellene har betydning for regnskapet.

	IFRS			GRS
	Tilknyttet selskap	Tilgjengelig for salg	Virkelig verdi over resultatet	Anleggsaksjer
Sparebanken Vest	x			
Sparebanken Øst		x		
Fana Sparebank		x		
Sparebanken Sør		x (2008-2013)	x (2014-2015)	
Spareskillingsbanken				x
Haugesund Sparebank				x
Skudenes og Aakra Sparebank				x
Flekkefjord Sparebank				x
Søgne og Greipstad Sparebank				x
Voss Sparebank				x
Lillesands Sparebank				x
Luster Sparebank				x (2013-2015)
Etne Sparebank				x

Tabell 4.1 Klassifisering av aksjene sparebankene eier i Frende.

	IFRS			GRS
	Tilknyttet selskap	Tilgjengelig for salg	Virkelig verdi over resultatet	Anleggsaksjer
Jernbanepersonalets Sparebank				x
Lillestrøm Sparebank				x
Aurskog Sparebank		x (2008-2011)		x (2012-2015)
Sparebanken Narvik				x
Larvikbanken Brunlanes Sparebank				x
Melhus Sparebank		x		
Jæren Sparebank		x		
Klepp Sparebank		x (2011-2014)		x (2008-2010)
Time Sparebank				x
Skue Sparebank		x		
Nes Prestegjelds Sparebank		x		
Hol Sparebank		x		
Askim og Spydberg Sparebank				x
Askim Sparebank				x
Spydeberg Sparebank				x
Sparebanken Din				x
Bø Sparebank				x
SeljordSparebank				x

Tabell 4.2 Klassifisering av aksjene sparebankene eier i Eika.

Etter IFRS kan ikke-børsnoterte aksjer klassifiseres som «virkelig verdi over resultatet» eller «tilgjengelig for salg» (Madsen, 2014c). Kategorien tilgjengelig for salg er ofte restkategorien som typisk inneholder anleggsaksjer (aksjer med en investeringshorisont på minst 12 måneder) (NOU 2016:11). Kategorien virkelig verdi over resultatet er ofte en finansiell eiendel holdt for omsetning (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015).

En annen klassifiseringskategori for både IFRS og GRS er tilknyttet selskap. Da er det den internasjonale standarden IAS 28 Investeringer i tilknyttede foretak og felleskontrollert virksomhet, og den norske standarden NRS(F) Investering i tilknyttet selskap og deltakelse i felles kontrollert virksomhet som gjelder. Et tilknyttet selskap blir definert av IAS 28 (pkt. 3) som «*et foretak der investor har betydelig innflytelse*». Rskl. § 1-4 har omtrent identisk definisjon, men investor er byttet ut med regnskapspliktig. Både IAS 28 (pkt. 5) og rskl. § 1-4 sier at betydelig innflytelse er når investor eier minst 20 prosent av stemmene i selskapet. Både IAS 28 og rskl. § 5-17 setter krav til bruk av egenkapitalmetoden for konsernregnskap ved investeringer i tilknyttet selskap. Egenkapitalmetoden innebærer at investeringen i det tilknyttede selskapet skal vurderes til investors andel av egenkapitalen, og endringer skal resultatføres. Det argumenteres for at egenkapitalmetoden er en bedre fremstilling for den underliggende verdiskapningen i det tilknyttede selskapet, og er derfor et bedre mål enn ved bruk av kostmetoden (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Fra tabell 4.1 ser vi at Sparebanken Vest har, som eneste sparebank, klassifisert aksjeinvesteringene i kategorien tilknyttet selskap.

Videre i tabell 4.1 ser vi at det kun er Sparebanken Sør som har klassifisert aksjene i Frende i kategorien «*virkelig verdi over resultatet*». Dette gjelder for de to siste årene i perioden. Tidligere var disse klassifisert som «*tilgjengelig for salg*». Dette skyldes at Sparebanken Sør ble tvunget inn i Sparebanken Pluss og denne banken hadde valgt denne kategorien for tilsvarende aksjeinvesteringer (Sparebanken Sør, 2014). Det er et flertall av sparebankene som rapporterer etter IFRS som har klassifisert de ikke-børsnoterte aksjene i Frende i «*tilgjengelig for salg*». Når det gjelder de sparebankene som rapporterer etter GRS bruker alle klassifiseringen «*anleggsmidler*».

5 Verdsettelse

I denne delen vil vi ta for oss verdsettelse basert på virkelig verdi som konsept i IFRS og GRS. Deretter vil vi ta for oss de verdsettelsesmetodene som er relevante for denne oppgaven, og til slutt har vi valgt å bruke multiplene P/E og P/B for å prøve å verdsette Frende og Eika.

5.1 Verdsettelse basert på virkelig verdi etter IFRS

Før IFRS 13 kom, ga ikke IASB en klar veiledning på hvordan verdsettelsesmetoder skulle brukes, og det kunne dermed føre til at selskapene brukte ulike modeller og forutsetninger når de fastsatte virkelig verdi. Dette kunne også føre til at sammenlignbarheten ble svekket. Fordi måling av virkelig verdi har vært spredt over hele IFRS og ikke alltid har vært like konsekvent, ble det for noen år siden startet et arbeid med å lage standarden IFRS 13. I Diskusjonsnotatet til IASB fra 2006 ble det hevdet at mangelen på konsistent veiledning gjorde IFRS kompleks og reduserte sammenlignbarheten. Ved å få en enklere og mer konsekvent veiledning på virkelig verdi, vil det bidra til å forenkle bruken av IFRS og kvaliteten på informasjonen om virkelig verdi i finansielle rapporter (Internasjonal Accounting Standards Board, 2006).

IFRS 13 kommer til anvendelse når andre IFRS-standarder krever eller tillater måling til virkelig verdi. Det finnes noen unntak der kravene til måling og opplysninger i IFRS 13 ikke kommer til anvendelse (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). Fordi disse unntakene ikke er relevante for dette temaet vil vi ikke gå nærmere inn på de i denne oppgaven. Selv om IFRS 13 er en standard om måling av virkelig verdi er det noe den ikke angir i forhold til dette. Den angir ikke *hva* som skal måles til virkelig verdi, *når* virkelig verdi skal måles, eller *hvordan* eventuelle endringer i virkelig verdi skal håndteres i regnskapet. Disse forholdene blir i stedet bestemt i andre standarder (Madsen, 2014a).

Som nevnt innledningsvis, tillater eller krever IFRS at eiendeler vurderes til virkelig verdi, dette er da uavhengig av om det har skjedd en transaksjon eller ikke. Finansielle instrumenter er et eksempel på eiendeler som kan eller skal regnskapsføres til virkelig verdi (Fardal, 2007). Etter IFRS 13, kreves det at et foretak skal bruke verdsettelsesteknikker som er hensiktsmessig etter omstendighetene, og der tilstrekkelig data er tilgjengelig for å måle virkelig verdi. Formålet er å estimere den prisen som ville blitt avtalt om en transaksjon hadde

funnet sted for en eiendel på måletidspunktet under dagens markedsforhold og i en velordnet transaksjon mellom markedsaktørene (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015).

Målet med IFRS 13 er å klargjøre definisjonen av virkelig verdi og forenkle de veiledningene som har eksistert, som tidligere var spredt i IFRSene. Ved bruk av et virkelig verdi-hierarki forsøker standarden å øke påliteligheten og sammenlignbarheten av virkelig verdi-estimer. Inndataene som brukes til å måle virkelig verdi, kategoriseres i tre nivåer. Inndata på nivå 1 omfatter noterte priser i aktive markeder for eiendeler som er identiske og gir den mest pålitelige dokumentasjonen av virkelig verdi. Nivå 2 omfatter andre inndata enn noterte priser som omfattes av nivå 1. Dette nivået kan blant annet inkludere noterte priser for lignende eiendeler i aktive markeder og noterte priser for identiske eller lignende eiendeler i ikke-aktive markeder. Lavest prioritet i hierarkiet har nivå 3. Her inngår inndata som ikke er observerbare. Ikke-observerbare data brukes til å måle virkelig verdi i den grad observerbare inndata ikke er tilgjengelige (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015).

Det er tre typer verdsettelsesmetoder IFRS 13 anerkjenner. Dette er markedsmetoden, kostprismetoden og inntjeningsmetoden. Disse vil bli forklart nærmere i 5.3. IFRS 13 krever at et foretak bruker verdsettelsesmetoder som er i samsvar med minst én av de tre verdsettelsestilnærmingene. Standarden inneholder ikke et hierarki av verdsettelsesmetoder fordi spesielle verdsettelsesmetoder kan være mer hensiktsmessig i noen tilfeller enn i andre. Karakteristikkene av eiendelen og tilgjengelige markedspriser kan bidra til å påvirke antall verdsettelsesmetoder som blir brukt i en virkelig verdi-analyse. Dersom det anses hensiktsmessig å bruke flere verdsettelsesmetoder, kreves det betydelig bruk av skjønn for å evaluere resultatene. Ved ulike resultater, bør foretakene prøve å forstå hvorfor det er signifikante forskjeller og hvilke forutsetninger som kan ha bidratt til at resultatene er ulike. Målet er da å finne punktet i intervallet som gjenspeiler prisen for å selge en eiendel (Ernst & Young, 2012).

5.2 Verdsettelse basert på virkelig verdi etter GRS

Virkelig verdi anvendes til en viss grad i norsk regnskapsrett. I regnskapsloven er virkelig verdi referert til tolv steder og begrepet brukes på tre ulike områder. De tre områdene er ved innregning av transaksjoner, ved presisering av markedsverdi og ved anvendelser av forsiktighetsprinsippet. Likevel er det ikke gitt en generell definisjon av begrepet virkelig verdi (Stenheim, Virkelig verdi - et utfordrende måleattributt, 2008). Regnskapslovutvalget

har i NOU 1995:30 skrevet at virkelig verdi ikke behøver å bli presisert ytterligere i loven. Videre står det at tilnærming til virkelig verdi må videreutvikles gjennom god regnskapskikk (Finans- og tolldepartementet, 1995). Ut ifra dette følger det at det norske begrepet for virkelig verdi varierer etter hvilken kontekst det brukes innenfor. For en nedskrivningstest av anleggsmidler blir virkelig verdi presisert som høyeste av netto salgsverdi og bruksverdien (Stenheim, Virkelig verdi - et utfordrende måleattributt, 2008).

Etter regnskapsloven skal eiendeler som er klassifisert som anleggsmidler vurderes til anskaffelseskost. Ved verdifall som ikke forventes å være forbigående, skal anleggsmidler nedskrives til virkelig verdi. Dersom nedskrivingsbehovet ikke lenger er til stede, skal nedskrivningen reverseres (jf. rskl. § 5-3). Det er ikke tillatt med oppskrivninger (Fardal, 2007). Anleggsmidler kan derfor ikke måles til virkelig verdi etter GRS, og får bare betydning i forhold til nedskrivning og reversering (Finans- og tolldepartementet, 1995). Ved nedskrivning skal det opplyses hvordan virkelig verdi er fastsatt. Dersom den finansielle eiendelen ikke er nedskrevet til virkelig verdi, fordi verdifallet forventes å være forbigående, skal det begrunnes hvorfor det anses å være forbigående (Norsk Regnskapsstiftelse, 2011).

Finansielle instrumenter skal vurderes til virkelig verdi dersom de er klassifisert som omløpsmidler, inngår i en handelsportefølje med henblikk på videresalg, omsettes på børs, autorisert markedsplass eller tilsvarende regulert marked i utlandet, eller ved god eierspredning og likviditet (jf. rskl. § 5-8). Dersom finansielle instrumenter er vurdert etter § 5-8, skal det opplyses om virkelig verdi så lenge virkelig verdi kan bestemmes etter en markedsverdi eller en tilnærming til markedsverdien (jf. rskl. § 7-17 første ledd). For alle kategorier av finansielle instrumenter som er vurdert etter § 5-8, skal det opplyses om anskaffelseskost, virkelig verdi og periodens resultatførte verdiendring, i tillegg til vesentlige forutsetninger som ligger til grunn for vurderingen (jf. rskl. § 7-37).

5.3 Verdsettelsesmetoder

Det finnes flere ulike måter å verdsette aksjer på og det er ikke alltid lett å finne den metoden som passer best. Markedsbasert tilnærming, inntjeningsbasert tilnærming og kostbasert tilnærming er de tre metodene vi har valgt å se nærmere på, da dette er de metodene IFRS 13 godtar. Det er fordeler og ulemper med alle metodene og de har ulike formål de passer best til.

Markedsbasert tilnærming

Markedsmetoden er den metoden som bruker priser og annen relevant informasjon generert av markedstransaksjoner som involverer sammenlignbare eiendeler (Ernst & Young, 2012). Metoden estimerer verdien basert på hva lignende selskaper (eller eiendeler) omsettes for i markedet. Det estimeres altså hva aksjene kan selges for i dag ved å samle inn priser fra andre sammenlignbare selskaper. Her må det justeres for forskjeller mellom selskapet (eller eiendeler) og det sammenlignbare selskapet. Denne metoden er enkel, men den forutsetter at det er mulig å finne sammenlignbare selskaper. I praksis må man ofte nøye seg med grove sammenligninger (Kaldestad & Møller, 2016).

Multiplikatorer er en populær tilnærming som ofte blir brukt til å vurdere verdien av aksjer (Morningstar, 2013). Denne metoden innebærer å undersøke forholdene mellom aksjens markedspris og et element fra selskapets resultat, det kan være alt fra resultat, salg, bokført verdi, og lignende (Penman, 2013). Grunnen til at forholdstall er populært å bruke er fordi det er enkelt å beregne og lett tilgjengelig. Forholdstall har også sine styrker og svakheter. Verdsettelse ved bruk av forholdstall er et nyttig verktøy dersom disse ses i sammenheng (Kaldestad & Møller, 2016).

Den mest brukte multiplikatoren blant investorer er P/E. Denne tar for seg forholdet mellom pris per aksje og resultat per aksje. Forholdstallet måler altså hvor mye investorer er villige til å betale for selskapet i forhold til dagens inntjening (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Ved å se på en gruppe av selskaper som er sammenlignbare, kan man kalkulere en gjennomsnittlig P/E-verdi for gruppen. Dette gjennomsnittet kan deretter bli justert for ulikheter mellom selskapet som blir verdivurdert og de sammenlignbare selskapene (Damodaran, 2012). Det betyr at jo høyere P/E, jo mer er investorer villig til å betale for selskapets inntjening. Aksjer med en høy P/E har vanligvis større fremtidige vekstutsikter, mens aksjer med lav P/E har en tendens til å ha svakere vekstutsikter (Morningstar, 2013). Man kan sammenligne med selskap i samme type bransje, gjennomsnittlig for hele markedet, se på det samme selskapets P/E på et annet tidspunkt, eller ved bruk av historiske forhold (Morningstar, 2013). Formelen for P/E kan skrives som følger:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

Det er noen svakheter knyttet til dette forholdstallet fordi resultat per aksje er underlagt ulike skjevheter fra forskjeller i regnskapsregler og kapitalstruktur mellom selskapene (Kaldestad & Møller, 2016). Siden selskaper innen samme industri kan ha veldig ulik sammensetning, risiko- og vekstprofiler, kan denne metoden være ugunstig å bruke. I tillegg er det vanskelig å subjektivt justere for forskjeller mellom selskapene (Damodaran, 2012).

En annen mye brukt multiplenummer er P/B. Her sammenligner man markedsverdien med bokført verdi av egenkapitalen per aksje (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Man sammenligner en gruppe selskaper og regner ut en gjennomsnittlig P/B. I likhet med P/E må det justeres for ulikheter ved sammenligninger mellom selskaper. Det må justeres for ulik forventet vekst, ulik risiko og ulik avkastning på egenkapitalen (Damodaran, 2012). Ved en høy P/B forventes det at selskapet er i stand til å skape merverdier på sine eiendeler. En P/B under 1 vil bety at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn bokført verdi, og lønnsomheten er dermed svekket (Kaldestad & Møller, 2016). Noen investorer ser på lav P/B som tryggere, fordi de ser på bokført verdi som et nivå som markedsprisen ikke vil falle under, ellers hadde de avvirket eller solgt sine eiendeler for bokført verdi. Likevel, forekommer det at selskaper selger aksjene til en verdi under bokført verdi (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Konservative investorer vil ofte bruke P/B fordi det gir et mer konkret mål på selskapets verdi enn hva resultatet gjør (Morningstar, 2013). Formelen for P/B kan skrives som følger:

$$\frac{\textit{Price}}{\textit{Book}} = \frac{\textit{Pris per aksje}}{\textit{Bokført verdi av egenkapitalen per aksje}}$$

Bruk av sammenlignbare selskaper er subjektivt, og som ved bruk av P/E, er det som oftest veldig ulik sammensetning, risiko- og vekstprofiler mellom selskapene som sammenlignes. Det er også store muligheter for skjevheter og en justering er bare så god som analytikerne gjør dem (Damodaran, 2012). En svakhet med forholdstallet er at selskaper med store immaterielle eiendeler som ikke er balanseført kan få en undervurdert bokført egenkapital (Kaldestad & Møller, 2016).

Det er to metoder som blir brukt for å anvende disse forholdstallene, det er sammenligning og screening. Sammenligning går ut på å sammenligne P/E og P/B fra lignende selskaper. Gjennomsnittet av disse verdiene fra selskapene sammenlignes med selskapet man ser på for

å finne verdien av selskapet. Screening tar utgangspunkt i at like selskaper bør ha like multipler. Dette hadde man antatt dersom markedene var effektive. At selskaper handler til ulike multipler, kan indikere at de er feilpriset. Av den grunn screenes aksjer for kjøp og salg på grunnlag av deres relative multipler (Penman, 2013).

Inntjeningsbasert tilnærming

For å fastsette aksjeprisen til et selskap, kan en prognose for utbytte og resultat benyttes (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Inntjeningsbasert tilnærming bruker fremtidige inntekter og kostnader som gjenspeiler dagens markedsforventninger. Kontantstrømmen diskonteres til en enkelt nåverdi (Ernst & Young, 2012). Altså ser inntjeningsbasert metode på hva selskapet vil generere av inntekter fremover. Utgangspunktet er hvilke kontantstrømmer et selskap (eller en eiendel) kan forvente å generere fremover. Da vil verdien av selskapet (eller eiendelen) være nåverdien av de forventede kontantstrømmene. For å komme frem til en verdi må man lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere et avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene til dagens verdi basert på avkastningskravet. Vi kan skrive formelen som følger:

$$Verdi \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Verdien kan beskrives som en bruksverdi eller en selgers verdi. Inntjeningsbasert tilnærming er vanligvis mer tidkrevende enn de andre metodene. Vi kan skille mellom prognose og beregningsmetoder når man skal se på ulike varianter av inntjeningsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2016).

Kostbasert tilnærming

Kostprismetoden er den tredje metoden. Denne gjenspeiler dagens gjenanskaffelseskost, det vil si at den gjenspeiler det beløpet som for øyeblikket hadde vært nødvendig for å erstatte en eiendels funksjon (Ernst & Young, 2012). Metoden baserer seg på at en kjøper ikke vil betale mer for en eiendel enn det vil koste å erstatte eller gjenskaffe den samme eiendelen. Det må være en sammenheng med hva prisen er for eiendelen og hvilke inntekter som kan genereres for kjøper. Et problem som må tas hensyn til er at kostnadene til å anskaffe eiendelen kan

varierte over tid. Sammenhengen mellom kostpris og virkelig verdi er ikke alltid åpenbar (Kaldestad & Møller, 2016).

5.4 Vår verdsettelse av aksjene i Frende og Eika

Vi har prøvd å verdsette Frende og Eika per 31.12.2015. Dette er i utgangspunktet en veldig omfattende prosess og vår verdsettelse vil derfor bli av den enkle metoden. Vi har derfor valgt å bruke markedsbasert metode, fordi denne som nevnt baserer seg på hva lignende selskaper omsettes for i markedet. I tillegg er det en enkel metode å bruke basert på lett tilgjengelige tall fra selskapenes årsrapporter. Gjensidige og Storebrand er de to selskapene vi har valgt å bruke som sammenlignende selskaper til Frende og Eika. Grunnen til at vi har valgt Gjensidige og Storebrand er fordi begge er forsikringsselskaper, og hører derfor til samme bransje som Frende og Eika. De er også begge notert på Oslo Børs.

For Gjensidige og Storebrand setter vi verdi per aksje lik aksjekursen per 31.12.2015. Videre har vi funnet multiplene P/E og P/B for Gjensidige og Storebrand. Formlene for multiplene er som følger:

$$P/E = \frac{\text{verdi per aksje}}{\text{årsresultat/antall aksjer}}$$

$$P/B = \frac{\text{verdi per aksje}}{\text{egenkapital/antall aksjer}}$$

Etter å ha funnet multiplene, bruker vi disse for å selv kunne verdsette Frende og Eika. Vi bruker følgende formler:

$$\text{Verdi per aksje} = P/E \times \frac{\text{årsresultat}}{\text{antall aksjer}}$$

$$\text{Verdi per aksje} = P/B \times \frac{\text{egenkapital}}{\text{antall aksjer}}$$

Multiplene og verdi per aksje er listet opp i tabellene nedenfor:

Frende 31.12.2015	P/E	Verdi per aksj
Vår verdsettelse med Gjensidiges P/E	18,77	398
Vår verdsettelse med Storebrands P/E	11,38	241
Gjennomsnitt		320

Tabell 5.1 P/E-verdier for Frende.

Frende 31.12.2015	P/B	Verdi per aksj
Vår verdsettelse med Gjensidiges P/B	3,05	381
Vår verdsettelse med Storebrands P/B	0,58	73
Gjennomsnitt		227

Tabell 5.2 P/B-verdier for Frende.

Eika 31.12.2015	P/E	Verdi per aksj
Vår verdsettelse med Gjensidiges P/E	18,77	273
Vår verdsettelse med Storebrands P/E	11,38	166
Gjennomsnitt		220

Tabell 5.3 P/E-verdier for Eika

Eika 31.12.2015	P/B	Verdi per aksj
Vår verdsettelse med Gjensidiges P/B	3,05	207
Vår verdsettelse med Storebrands P/B	0,58	40
Gjennomsnitt		124

Tabell 5.4 P/B-verdier for Eika

P/B angir som sagt markedsverdien av egenkapitalen i forhold til bokført verdi. Vi kan se fra tabell 5.2 og 5.4 har Gjensidige en P/B på 3,05, som vil si at aksjekursen er høy i forhold til den bokførte verdien. Storebrand har en P/B på 0,58, som vil si at aksjen er underpriset i forhold til eiendelene. Om aksjer handles for lave eller høye P/B-nivåer har som regel sammenheng med hvilket investeringsbehov selskapene har. Et finansselskap kan kjøpes for, for eksempel 58 % av bokført verdi, fordi selskapet har levert en bedre avkastning enn de som er høyt priset. Noen investorer ser også på lav P/B som tryggere. Gjensidige en P/E på 18,77, mens Storebrand har en P/E på 11,38. Dette vil si at investorer er villige til å betale mer for Gjensidiges i forhold til dagens inntjening enn for Storebrand. En grunn kan være at Gjensidige, som har høyest P/E, har større fremtidige vekstutsikter.

Fra de fire tabellene ovenfor ser vi at verdi per aksje for Frende varierer fra kr. 73 per aksje til kr. 398 per aksje. For Eika varierer verdi per aksje fra kr. 40 til kr. 273. Vi har videre valgt å ta et gjennomsnitt av de fire verdiene per aksje for henholdsvis Frende og Eika, som vi får fra

å bruke P/E og P/B fra Gjensidige og Storebrand. For å regne ut verdi per aksje for Frende bruker vi følgende:

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{(320 + 227)}{2} = 273$$

For Eika blir verdi per aksje følgende:

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{(220 + 124)}{2} = 172$$

Vi har også funnet en gjennomsnittlig verdi per aksje på kr. 185 for Frende og kr. 118 for Eika. Disse fant vi ved å ta et gjennomsnitt av alle sparebankenes verdi per aksje, som vist i tabellene 8.5 og 8.8 lenger nede. Vi ser at for både Frende og Eika har vi funnet en verdi per aksje ved å bruke multiplene som er høyere enn det sparebankene har kommet frem til, og det kan være mange ulike grunner til dette. En av årsakene kan være at Gjensidige og Storebrand har ulike sammensetninger, risiko- og/eller vekstprofiler, men dette er vanskelig å si. Skal man bruke sammenlignbare selskap kan man være nødt til å justere for forskjeller mellom disse og selskapene som skal vurderes. Dette kan være vanskelig fordi mange faktorer spiller inn.

Gjensidige, Storebrand, Frende og Eika har alle ulike sammensetninger, risiko- og vekstprofiler, i praksis må man derfor nøye seg med grove sammenligninger. Det er også muligheter for skjevheter knyttet til at selskapene følger ulike regnskapsregler. Alt dette gjør at markedsmetoden vi har brukt gir veldig omtrentlige tall på hva vi kunne verdsatt aksjene i Frende og Eika til å være, men de gir i det minste en liten pekepinn.

6 Hypoteser

I denne delen nevner vi kort hvorfor vi har kommet frem til våre fire hypoteser.

Som nevnt, kan regnskapspliktige i Norge generelt velge mellom å rapportere etter GRS eller IFRS, mens de som er børsnoterte må rapportere etter IFRS. Sparebankene følger ulike regler avhengig av om de rapporterer etter GRS eller IFRS. I tillegg har GRS hovedfokus på resultatregnskapet, mens IFRS har hovedfokus på balanseoppstillingen. Vi har derfor et inntrykk av at sparebankene som følge av dette bruker ulike verdsettelsesprinsipper når de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer.

Hypotese 1: Det er store forskjeller i verdsettelsesprinsipp av ikke-børsnoterte aksjer mellom de som bruker IFRS og GRS.

Vi har også skrevet at det er mye fokus på virkelig verdi i IFRS. At IFRS av og til tillater bruk av virkelig verdi og av og til krever vurdering til virkelig verdi. Fordi tidligere forskning ofte har konkludert med at virkelig verdi er beste måten å måle eiendeler, krever flere IFRS-standarder verdsettelse til virkelig verdi. I tillegg har IFRS 13 som omhandler måling av virkelig verdi blitt gjeldene. I forhold til verdivurdering av ikke-børsnoterte aksjer som er klassifisert som anleggsmidler etter GRS, skal virkelig verdi kun benyttes ved nedskrivning og reversering. Dersom de er en del av en handelsportefølje, kan de benytte virkelig verdi. Som følge av dette har vi inntrykk av at de som rapporterer etter IFRS bruker virkelig verdi mer enn det de som rapporterer etter GRS gjør.

Hypotese 2: De sparebankene som rapporterer etter IFRS bruker virkelig verdi i større grad enn de sparebankene som rapporterer etter GRS.

Det er, som nevnt, slik at GRS bygger på en transaksjonsbasert historisk kost-modell, mens IFRS tillater, og av og til krever, at en rekke eiendeler vurderes til virkelig verdi. IFRS har også i større grad detaljregler og større innsalg av virkelig verdi. Når det kommer til ikke-børsnoterte aksjer vil vi forvente at de som rapporterer etter GRS vil måle til anskaffelseskost, mens de som rapporterer etter IFRS vil prøve å estimere en virkelig verdi. Estimering av verdi per aksje til virkelig verdi vil variere mer fra år til år enn det verdi per aksje målt til anskaffelseskost.

Hypotese 3: Verdi per aksje svinger mindre fra år til år for sparebanker som rapporterer etter GRS enn for sparebanker som rapporterer etter IFRS.

Som skrevet tidligere, var det ikke en klar veiledning på hvordan virkelig verdi skulle brukes før IFRS 13 ble gjeldende. Dette gjorde at ulike modeller og forutsetninger ble brukt for å fastsette virkelig verdi. Det var meningen at måling av virkelig verdi skulle bli enklere og mer konsekvent etter at IFRS 13 kom. På grunnlag av dette, har vi en forventning om at sparebankene har blitt mer samstemte og konsekvente i sin verdivurdering etter at IFRS 13 ble gjeldende fra januar 2013.

Hypotese 4: Sparebankene som rapporterer etter IFRS er mer samstemte etter at IFRS 13 ble gjeldende enn før.

7 Forskningsdesign

I denne delen tar vi for oss utvalget vi bruker i oppgaven samt hvordan vi har samlet inn datamaterialet. Vi skal videre ta for oss de ulike kvalitetskravene som et regnskap skal oppfylle, og som dermed henviser til hvilken grad av pålitelighet vi kan forvente å få med datamaterialet. Til slutt skriver vi litt om hvordan regnskapet er som informasjonskilde.

7.1 Utvalg

Som nevnt tidligere har vi valgt å bruke selskapene Frende og Eika som sammenligningsgrunnlag for sparebankene. Felles for disse selskapene er at de ikke er notert på Oslo Børs og begge er i hovedsak eid av norske sparebanker. Grunnen til at vi velger å se på to selskaper som ikke er notert på Oslo Børs er fordi de ikke-børsnoterte aksjene ikke har en notert pris og de har et mer stabilt eierskap enn aksjer som er børsnoterte. Det betyr at det som regel er de samme eierne over en lengre tidsperiode, og vi vil dermed få et bedre sammenligningsgrunnlag. Perioden vi har valgt å se på er over åtte år, fra 2008 til 2015. Vi har valgt denne perioden fordi Frende ble stiftet i 2007, og vi har dermed ikke flere år å ta utgangspunkt i. Vi hadde ikke mulighet til å ta med 2016 i vår analyse fordi fristen for å avlegge årsrapport ikke har gått ut, og dermed er det ikke alle sparebankene som har offentliggjort denne ennå. Vi har også valgt å se på Eika i samme tidsperiode slik at vi i tillegg kan se om det finnes likhetstrekk mellom de to selskapene i forhold til hvordan sparebankene verdsetter ikke-børsnoterte aksjer, og hvordan de anvender dette i praksis. Vi har vært nødt til å ta noen valg om hvilke aksjonærer vi skulle ha med i analysen hos Eika, da det er over 70 sparebanker og andre selskap som eier aksjer. Det som var viktig for denne oppgaven var at alle eierne skulle være sparebanker, og i tillegg ville vi ha med både sparebanker som er notert på Oslo Børs samt sparebanker som ikke er notert på Oslo Børs. De aller fleste børsnoterte sparebankene vi ser på har egenkapitalbevis notert på Oslo Børs, men det er fåtall som i tillegg, eller bare, har obligasjonsgjeld notert.

Når det gjelder Frende er de som sagt eid av 15 ulike sparebanker per 2015. Eierskapet gjennom de åtte årene har vært relativt stabilt. Vi har ekskludert tre banker som eier og har eid aksjer i Frende i løpet av åtteårsperioden av ulike grunner. Helgeland Sparebank, hadde ikke spesifisert sine verdier på de ikke-børsnoterte aksjene i sine noter. De ønsket ikke å gi oss denne informasjonen, da den ikke var offentliggjort. I utgangspunktet hadde det vært bra for vår analyse å ha med Helgeland Sparebank fordi de er notert på Oslo Børs og vi ikke har så

mange som rapporterer etter IFRS. Sparebanken Sogn og Fjordane kunne også ha vært bra å ta med i analysen, siden de også er notert på Oslo Børs. Siden de kun har eid aksjer i 2014 og 2015, vil vi dermed ikke kunne se endringer over tid. Sauda Sparebank var med i oppstarten av Frende, de fusjonerte inn i Sparebanken Vest i 2009. Det er derfor kun ett år vi kunne ha vist til i analysen fra denne sparebanken.

Eika har langt flere eiere, og det vil dermed ikke være hensiktsmessig å ta for oss alle de 74 sparebankene som har en eierandel i selskapet per 2015. For å velge hvilke sparebanker vi skulle ha med i vår analyse har vi tatt utgangspunkt i de med størst eierandel i selskapet. Ved å ta et utvalg basert på dette, kan det føre til at vi eventuelt mister verdifull informasjon om sparebankene som eier en liten eierandel i selskapet. Grunnlaget for valget er i hovedsak at de med størst eierandel som regel har en større post i årsrapporten knyttet til verdsettelsen. Aksjonærene med en liten eierandel vil som oftest ikke bruke mye tid og arbeid på verdsettelsen av små poster da verdien på eierandelen ikke vil ha så stor betydning for selskapet totalt sett. Vi har derfor tatt med alle sparebankene med en eierandel over 2 % per 2015. Sandnes Sparebank har vi valgt å ikke ta med i vår analyse, selv om de har størst eierandel i 2015 med 8 %. Dette er fordi Sandnes Sparebank kun har eid aksjer i Eika i 2014 og 2015. Vi vil dermed ikke kunne se endringer over hele perioden. Vi endte dermed opp med elleve sparebanker, og disse har vi valgt å dele opp i to ulike deler. Først ser vi på syv sparebanker som alle har eid aksjer gjennom hele perioden, deretter ser vi på åtte sparebanker som i løpet av perioden har fusjonert til å bli fire sparebanker. Dermed får vi også sett om det er noen likheter mellom sparebankene som har fusjonert og hvordan det har blitt etter fusjonen. Det er også verdt å nevne at vi har valgt å ikke ta med en av de største aksjonærene i Eika, Obos Bbl. Dette er, som nevnt før, i hovedsak fordi vi ønsker å se på sparebanker, mens Obos Bbl er et boligbyggelag. Vi kan dermed ikke bruke de til sammenligning med de andre sparebankene slik vi ønsker i denne oppgaven.

7.2 Datainnsamlingsmetode

Komparativ metode er vitenskapelig forskning basert på å analysere og sammenligne likheter og forskjeller mellom observerende fenomener. Dette innenfor et definert analyseområde. Den komparative metoden kan blant annet bli brukt som grunnlag for å teste hypoteser om årsaksforhold. Utgangspunktet er en årsakshypotese der det sies at variabel X påvirker variabel Y. Dette underbygges da ved å vise av variablene X og Y samvarierer. Komparativ studie kan brukes når man har noen få enheter til disposisjon. Det brukes så skjønnsmessig

utvelgelse der man velger enten mest mulig like enheter eller enheter som er mest mulig forskjellig (Hellevik, 2002). Vår oppgave er en komparativ studie i den grad av at vi prøver å finne likheter og ulikheter mellom hvordan ulike sparebanker verdsetter virkelig verdi av ikke-børsnoterte aksjer de eier. Kan da finne ut om ulik virkelig verdi kan forklares ut fra hva sparebankene rapporterer etter, om det er noen forskjeller mellom sparebanker som rapporterer etter henholdsvis IFRS og GRS.

I denne oppgaven vil fokuset være hvordan de ulike sparebankene verdsetter aksjene de eier i henholdsvis Frende og Eika. For å utforske dette bruker vi kvantitativ metode. Dette er en forskningsmetode som omfatter empiriske vurderinger som involverer numeriske målinger og analytiske tilnærminger (Zikmund, Babin, Carr, & Griffin, 2013). Det som kjennetegner kvantitativ metode er at man ønsker å se på bredden ved å bruke få opplysninger om mange enheter og på den måten kunne forklare problemstillingene ved å studere hypotesene. Tabeller og figurer er vanlig å bruke for å presentere datamaterialet. Kvantitativ informasjon kan brukes til sammenligning og generalisering (Larsen, 2007). Det er mye informasjon i en årsrapport og det er derfor viktig å kunne skille ut den informasjonen som er relevant og interessant for vår oppgave. Vi har derfor valgt å bruke kvantitativ metode fordi vi ønsker å sammenligne en liten del i årsrapportene fra mange ulike sparebanker. Dette gjør vi ved å plukke ut de samme opplysningene fra hver sparebanks årsrapport for de ulike årene i perioden. Denne informasjonen analyserer vi for å kunne sammenligne hver sparebank opp mot hverandre. For å få en oversikt over informasjonen er det hensiktsmessig å presentere disse i tabeller og figurer, for enklere å finne svar på de problemstillingene og hypotesene vi har kommet fram til. Med analysen ønsker vi å forklare hva som blir gjort i praksis når sparebanker verdsetter ikke-børsnoterte aksjer i et selskap. Analysen kan brukes til å generalisere hvordan verdsettelsen skjer i praksis.

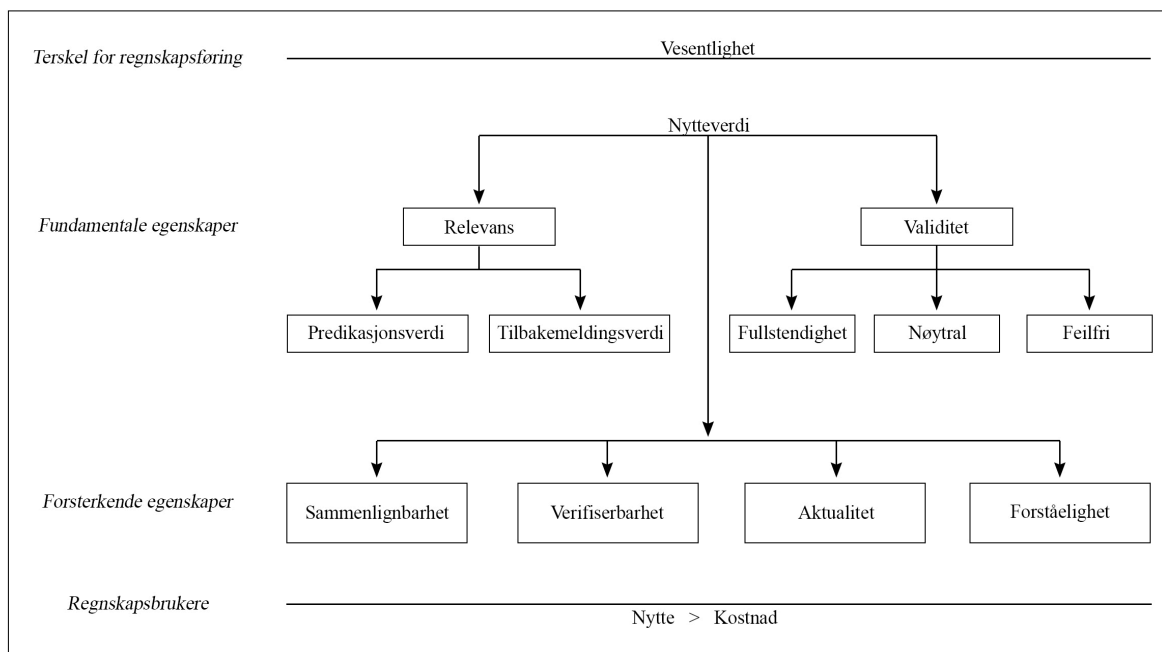
Informasjonen er samlet inn fra data som er tilgjengelig og offentlig. All nødvendig informasjon samt årsrapportene er hentet fra de ulike selskapenes, sparebankenes, og Oslo Børs hjemmesider (www.newsweb.no). Tallene og informasjonen om verdsettelse er i hovedsak hentet fra notene i årsrapportene til sparebankene og de to selskapene.

Vi har valgt å benytte empirisk forskning basert på datamateriale. Gjennom observasjoner av talldataene får vi kunnskap om hvordan verddivurdering av ikke-børsnoterte aksjer gjøres i praksis. På denne måten kan vi trekke generelle konklusjoner basert på empiriske fakta. I

tillegg bruker vi teori for å veilede forskningen vår og for å prøve å svare på hvorfor resultatene er som de er. Vi bruker eksisterende teori for å underbygge empirien.

7.3 Kvalitetskrav

Det stilles en rekke kvalitetskrav til regnskapet for at det skal være beslutningsnyttig for brukerne. Det er noen forskjeller mellom det norske rammeverket og det internasjonale rammeverket, men i de senere årene har GRS i større grad tatt utgangspunkt i IFRS-standarder som tilpasses det norske lovverket (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Regnskapsloven § 3-2a skal sikre at årsregnskapet gir et rettvise bilde. Denne bestemmelsen er rangert høyest i hierarkiet, og settes over de øvrige kvalitative kravene. IAS 1 handler om finansregnskapet, og det presiseres at regnskapet skal gi en dekkende framstilling om selskapets finansielle stilling, samt finansielle inntjening og kontantstrømmer (Myrbakken, Fagbokforlaget, & DnR, 2015). IASB har fokus på kvalitetskravene pålitelighet, relevans, sammenlignbarhet og forståelighet. Pålitelighetsbegrepet har blitt byttet ut med begrepet validitet i de senere årene (IASB, 2010). For at noe skal anses som pålitelig forutsettes det verifiserbarhet, validitet og nøytralitet (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Kvalitetskravene vil også gjelde under GRS, selv om de ikke er spesifisert i regnskapsloven og forarbeidene til regnskapsloven. De ligger under kravene og rettvise bilde og de grunnleggende regnskapsprinsippene (Baksaas & Stenheim, 2015).



Figur 7.1 Kvalitetskrav. Figuren er utarbeidet etter figur 5-1 i (Kvifte & Johnsen, 2008).

Validitet tar for seg at informasjonen måler det den gir seg ut for å måle, og at man benytter riktig målemetode. Det betyr at når informasjonen er valid er informasjonen helt fri for feil, og informasjonen kan presenteres av brukerne med full troverdighet (IASB, 2010). Pålitelighetsbegrepet har ofte blitt misforstått i praksis, og det var dermed naturlig å benytte validitet for å unngå misforståelser (Kvifte & Johnsen, 2008). Videre bygger validitetsbegrepet på at informasjonen skal være fullstendig, nøytral og feilfri (IASB, 2010).

Med relevant informasjon menes informasjon som er av betydning for beslutningsformål for brukerne av regnskapet i en bestemt situasjon. For at informasjonen skal være relevant må den være aktuell. Den må også ha prediksjonsverdi, som betyr om brukeren kan knytte informasjonen til noe mer enn kun tilfeldige prognoser. I tillegg må den ha tilbakemeldingsverdi som tar utgangspunkt i regnskapets kontrollformål hvor det forutsettes at informasjonen kan bidra til å evaluere selskapet (Kvifte & Johnsen, 2008).

Sammenligning krever minst to elementer. Bruk av sammenligning gjør det mulig for brukerne å identifisere og forstå likheter og ulikheter mellom elementer (IASB, 2010). Konsistens er relatert til sammenligning. Konsistens refererer til bruk av samme metoder for de samme elementene, enten fra periode til periode i en rapporterende enhet eller i en enkelt periode på tvers av enheter. Konsistens bidrar til å oppnå sammenligning (IASB, 2010). Regnskapspliktige må bruke like prinsipper på like transaksjoner. Dette skal være konsistent over tid (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011).

Når informasjonen er forståelig er det mulighet for brukerne å benytte denne informasjonen til å ta avgjørelser. Klassifisering, karakterisering og presentasjon av tydelig og konsistent informasjon vil gjøre det forståelig for brukerne. For at økonomisk informasjon skal være forståelig for brukerne av regnskapet må brukerne ha en viss grad av økonomisk kunnskap og motivasjon til å studere informasjonen (IASB, 2010). Sammenlignbarhet bidrar til mer forståelig informasjon (Kvifte & Johnsen, 2008).

7.4 Regnskapet som informasjonskilde

Regnskapet skal gi et rettviseende bilde. Dette er et formelt krav som både er representert i norske regnskapsregler og i IASB sitt konseptuelle rammeverk. Det stilles, som nevnt i 7.3, en rekke kvalitetskrav til regnskapet, alle disse kravene skal til slutt føre til at regnskapet viser et «rettviseende bilde» (Kvifte, Tofteland, & Bernhoft, 2011). Fra en studie gjennomført i 2014

kommer årsrapporten ut som en meget god kilde. Årsrapporten kom ut som nummer to av åtte kilder til finansiell informasjon. Det kommer også fram av studien at en investor setter årsrapporten høyt som god informasjonskilde, rett etter en-til-en-møter (Kvifte, Oppgi, & Hansen, 2014).

Regnskapet har som formål å redusere asymmetrisk informasjon. Hvis det ikke finnes asymmetrisk informasjon vil regnskapet heller ikke ha noe formål. Det betyr at gitt asymmetrisk informasjon vil regnskapet være en informasjonskilde, slik at økonomisk informasjon om selskapet blir tilgjengelig for brukerne. Dette kravet kommer i tillegg til at informasjonen skal være beslutningsnyttig. Asymmetrisk informasjon har ingenting med om informasjonen blir beslutningsnyttig for brukerne, kun angående om regnskapet har et formål. Dette blir to overlappende krav (Stenheim, Sundkvist, & Opsahl, Hva menes med regnskapskvalitet?, 2017).

Videre fra studien kommer det også fram at når det gjelder hvilken informasjon som er mest nyttig i årsrapporten, er det enighet mellom analytikere og investorer om at notene er den mest nyttige informasjonen. Regnskapsprodusentene ser ikke på notene som den viktigste delen. På grunn av kritikk ville IASB kartlegge hvor IFRS-standardene medførte informasjonsnyttig regnskap. Som følge av dette kommer studien med noen sentrale påstander. Disse påstandene har gitt varierende svar fra respondentene. Det har ikke vært klar enighet eller uenighet for noen av påstandene. Disse påstandene om årsregnskapet (regnskapsoppstilling og noter) er hensiktsmessig strukturert slik at nyttig informasjon er lett tilgjengelig, noteinformasjonen i årsregnskapet er for generell og ikke tilstrekkelig detaljert, årsregnskapet (regnskapsoppstilling og noter) inneholder for mange uvesentlige detaljer slik at viktig informasjon er vanskelig å finne, og årsrapporten for norske selskaper publiseres tidsriktig for bruk som kilde ved investeringsbeslutninger (Kvifte, Oppgi, & Hansen, 2014). Etter å ha hentet ut informasjon fra årsrapporter, spesielt notene, har vi fått erfare at det er svært varierende hvor detaljert informasjonen er og hvor nyttig informasjon har vært for oss.

8 Analyse

I denne delen av oppgaven analyserer vi bruk av verdsettelsesprinsipper for sparebankene og om de prøver å estimere en virkelig verdi. Deretter vil vi analysere Frende og Eika hver for seg. Her ser vi på verdi per aksje for hver sparebank og hvordan denne endrer seg gjennom hele perioden. Vi vil deretter ta for oss noen av de fusjonerte bankene som har eierandel i Eika, for å se på hvordan verdivurderingen har endret seg etter fusjoneringen. Til slutt vil vi sammenligne Eika og Frende for å se om de sparebankene som rapporterer etter henholdsvis GRS og IFRS verdsetter ikke-børsnoterte aksjer på samme måte.

8.1 Bruk av verdsettelsesprinsipper i Frende og Eika

Oversiktene nedenfor viser hvilke verdsettelsesprinsipper som brukes for å fastsette verdien av ikke-børsnoterte aksjer i de forskjellige sparebankene. Tabellene gir en oversikt over om regelverket påvirker valg av verdsettelsesprinsipp, og om dette er noe som endrer seg i løpet av perioden. Vi har oppført det som står i notene til sparebankene om verdsettelsesprinsipp for sine ikke-børsnoterte aksjer i kolonne fire. I kolonne fem om forsøk på virkelig verdi har vi oppført virkelig verdi dersom den er oppgitt i notene og om denne eventuelt er lik anskaffelseskost. Har de verken oppført virkelig verdi eller anskaffelseskost, har vi oppført «nei» i kolonnen. Dersom de ikke har prøvd på en virkelig verdi, men har oppgitt en anskaffelseskost, er dette notert. Dette for å gi en oversikt over hvilke verdier sparebankene oppgir i notene. Som vi ser i tabellen, korrelerer ikke alltid det de har oppført som verdsettelsesprinsipp med hvilke verdier de har oppført i notene. Det er stor variasjon i praksis på hvordan sparebankene presenterer verdien i årsrapportene, og om de har forsøkt å estimere en virkelig verdi.

Sparebank	Notert på Oslo Børs	Regelverk	Verdsettelsesprinsipp	Forsøk på virkelig verdi
Sparebanken Vest	x	IFRS	2008-2015: Egenkapitalmetoden	2008-2015: Nei
Sparebanken Øst	x	IFRS	2008-2015: Nylige markedstransaksjoner, sammenligning med tilsvarende finansielle instrumenter og neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer, multiplikatormodeller (P/E og P/B)	2008-2012: VV=AK 2013-2015: VV≠AK
Fana Sparebank		IFRS	2008-2014: Modeller basert på data som er observerbare i markedet i den grad slike er tilgjengelige. 2015: Siste omsetningsverdi eller emisjon, evt. enkel modell basert på selskapets egenkapital kombinert med skjønn	2008-2015: VV
Sparebanken Sør	x	IFRS	2008-2015: Nylig inngåtte transaksjoner, referanse til tilsvarende finansielle instrumenter eller diskontering av kontantstrømmer	2008-2012: VV=AK 2013: VV≠AK 2014-2015: AK
Spareskillingsbanken		GRS	2008-2011: Ligningskurser, evt. bokførte verdier 2012-2015: Ligningskurser, evt. bokførte verdier, og ulike grader av skjønn	2008-2015: VV
Haugesund Sparebank		GRS	2008-2015: Vurdert til anskaffelseskost, reguleres ikke for fortløpende kursendringer	2008-2015: AK
Skudenes og Aakra Sparebank		GRS	2008-2013: Inntjening og/eller egenkapital i det aktuelle selskap 2014-2015: Vurdert til anskaffelseskost, reguleres ikke for fortløpende kursendringer	2008-2015: AK
Flekkefjord Sparebank		GRS	2008-2011: Ligningsverdi eller bokført verdi 2012-2015: Kjente omsetningskurser eventuelt andel av selskapets bokført egenkapital	2008-2015: VV
Søgne og Greipstad Sparebank		GRS	2008-2015: 100% av ligningsverdi, bokført verdi eller tilbudt pr	2008-2015: VV
Voss Sparebank		GRS	2008-2015: Langsiktig beholdning, kan nedskrives dersom verdien er lavere enn bokført verdi	2008-2009, 2012-2015: VV=AK 2010: VV≠AK 2011: AK
Lillesands Sparebank		GRS	2008-2010: Anskaffelseskost 2011-2015: Ligningskurser, evt. bokført verdi og ulike grader av skjønn	2008-2015: VV
Luster Sparebank		GRS	2008-2015: Anskaffelseskost	2008-2015: Nei
Etne Sparebank		GRS	2008-2015: Anskaffelseskost, reguleres ikke for fortløpende kurs	2008-2012: VV=AK 2013-2015: AK

Tabell 8.1 Sparebankenes bruk av verdsettelsesprinsipp og forsøk på virkelig verdi av aksjene i Frende. Oppførte verdier i notene er virkelig verdi (VV) og anskaffelseskost (AK).

Sparebank	Notert på Oslo Børs	Regelverk	Verdsettelsesprinsipp	Forsøk på virkelig verdi
Totens Sparebank	x	IFRS	2008-2015: Sist kjente emisjons- og/eller omsetningskurs, i tillegg til bankens egne vurderinger frem til balansedagen	2008-2015: VV≠AK
Jernbanepersonalets Sparebank		GRS	2008-2009: Anskaffelseskost 2010-2013: Anskaffelseskost eller innhenting av uavhengig verdivurdering 2014-2015: Kostpris	2008: VV=AK 2009-2011, 2012-2015: VV≠AK
Lillestrøm Sparebank		GRS	2008-2010: Anskaffelseskost 2011-2012: Siste emisjonskurs 2013-2015: Siste emisjonskurs eller siste tilgjengelige verdivurdering	2008-2010: VV=AK 2011-2015: VV≠AK
Aurskog Sparebank	x	IFRS	2008-2011: Anskaffelseskost dersom det ikke er observerte indikasjoner på verdiendringer 2012-2015: Nylig foretatt markedstransaksjoner, sammenligning med tilsvarende finansielle instrumenter, diskontert kontantstrømsberegning eller andre verdsettelsesmodeller	2008-2015: AK
Sparebanken Narvik		GRS	2008-2015: Anskaffelseskost	2008-2015: AK
Larvikbanken Brunlanes Sparebank		GRS	2008-2009: Anskaffelseskost 2010-2015: Uavhengig megleranslag	2008-2009, 2011: AK 2010, 2012-2015: VV≠AK
Melhus Sparebank	x	IFRS	2008-2015: Siste emisjonskurs	2008-2015: AK

Tabell 8.2 Sparebankenes bruk av verdsettelsesprinsipp og forsøk på virkelig verdi av aksjene i Eika. Oppførte verdier i notene er virkelig verdi (VV) og anskaffelseskost (AK).

Sparebank	Notert på Oslo Børs	Regelverk	Verdsettelsesprinsipp	Forsøk på virkelig verdi
Jæren Sparebank	x	IFRS	2015: Vurderinger gjort på grunnlag av historisk informasjon og generell markedsutvikling for aktuelle bransjer	2015: AK
Klepp Sparebank	x	IFRS	2008-2010: Anskaffelseskost 2011-2014: Vurderinger gjort på grunnlag av historisk informasjon og generell markedsutvikling for aktuelle bransjer	2008-2014: AK
Time Sparebank		GRS	2008-2014: Anskaffelseskost	2008-2014: AK
Skue Sparebank	x	IFRS	2013-2015: Nylig gjennomførte transaksjoner til markedsvilkår, henvisning til andre instrumenter som i vesentlig grad er like, diskontert kontantstrømanalyse og opsjonsmodeller	2013-2015: AK
Nes Prestegjelds Sparebank	x	IFRS	2008-2012: Siste tilgjengelige pris	2008-2012: AK
Hol Sparebank	x	IFRS	2008: Nylig gjennomførte transaksjoner til markedsvilkår, henvisning til andre instrumenter som i vesentlig grad er like, diskontert kontantstrømanalyse 2009-2012: Siste kjente kurs	2008-2009: VV≠AK 2010-2012: AK
Askim og Spydeberg Sparebank		GRS	2015: I størst mulig grad basert på observerbare priser	2015: VV≠AK
Askim Sparebank		GRS	2008-2009: Anskaffelseskost 2010-2014: Kjent verddivurdering fra 3. part eller siste kjente ligningsverdi	2008: VV=AK 2009: AK 2010-2014: VV≠AK
Spydeberg Sparebank		GRS	2008-2012: Anskaffelseskost 2013-2014: Kostpris	2008-2012: AK 2013-2014: VV≠AK
Sparebanken Din		GRS	2013-2015: Laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi	2013-2014: AK 2015: VV≠AK
Bø Sparebank		GRS	2008-2009: Anskaffelseskost 2010-2012: Laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi	2008: Nei 2009-2011: VV=AK 2012: VV≠AK
Seljord Sparebank		GRS	2008-2009: Anskaffelseskost 2010-2012: Laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi	2008-2012: VV=AK

Tabell 8.3 Eika, fusjonerte banker i løpet av perioden. Oppførte verdier i notene er virkelig verdi (VV) og anskaffelseskost (AK).

For å få innsikt i hva de ulike sparebankene mener med sine verdsettelsesprinsipp vil vi nå ta en gjennomgang av noen av disse. De fleste sparebankene bruker ulike grader av skjønn ved verdsettelse i tillegg til prinsippene. Siste emisjonskurs er den prisen som settes på aksjene ved en eventuell kapitalforhøyelse, og omsetningskurs er den prisen kjøper og selger av aksjene har blitt enige om og som handelen har blitt gjennomført med. Diskonterte kontantstrømmer brukes for å finne eiendelens nåverdi, ved å ta utgangspunkt i inn- og utbetalinger. Ligningskurser tar utgangspunkt i den skattemessige verdien per andel. Laveste verdis prinsipp brukes ved verdifall som ikke er forbigående, da skal anleggsmidler nedskrives til virkelig verdi dersom denne er lavere enn anskaffelseskost.

Vi kan se fra tabellene 8.1 til 8.3 at sparebankene har endret hvordan de verdsetter aksjene fra år til år. Noen sparebanker har konsekvent brukt samme verdsettelsesprinsipp, noen har endret én gang i løpet av perioden, mens andre har benyttet flere ulike prinsipper i løpet av perioden. Sparebankene som rapporterer etter IFRS bruker i hovedsak siste emisjonskurs og nylig gjennomførte markedstransaksjoner (nivå 1), mens de sparebankene som rapporterer etter GRS i hovedsak bruker anskaffelseskost som estimat på virkelig verdi, men her er det unntak.

I kolonnen om forsøk på virkelig verdi ser vi at noen bruker virkelig verdi konsekvent hvert år, noen har endret én gang i løpet av perioden, mens andre igjen har byttet mellom å bruke

virkelig verdi og anskaffelseskost. Det varierer også hvor pålitelig den virkelige verdien virker å være. Noen sparebanker har satt opp virkelig verdi som er lik anskaffelseskost. Det virker da ikke som en særlig pålitelig måling av virkelig verdi. Andre sparebanker har virkelig verdi som er ulik anskaffelseskost, dette virker mer pålitelig da det er naturlig at virkelig verdi vil variere fra år til år og ikke alltid være lik anskaffelseskost. Fra 4.6 ser vi at alle sparebankene som rapporterer etter GRS klassifiserer aksjene som anleggsaksjer. Som nevnt i 5.2 kan de da ikke estimere aksjene til virkelig verdi. Fordi mange av sparebankene likevel har estimert en virkelig verdi, kunne man antatt at aksjene inngikk i en handelsportefølje, noe som ikke er tilfellet. Noe som også er interessant å bemerke er at det sparebankene har oppført som verdsettelsesmetode ett år ikke alltid virker å korrelere med om virkelig verdi er brukt dette året.

Når det gjelder Sparebanken Vest må de bruke egenkapitalmetoden fordi de har klassifisert Frende som et tilknyttet selskap, som nevnt i 4.6. Fordi egenkapitalmetoden ikke gir et estimat på virkelig verdi, vil ikke Sparebanken Vest være relevant videre i analysen da hovedfokuset er på virkelig verdi.

8.2 Virkelig verdi av Frende

Vi har valgt å ta for oss en oversikt over første og siste året i perioden, 2008 og 2015. Dette for å gi et grunnlag for hvordan sparebankene verdsetter og hvor forskjellig sparebankene gjør dette i praksis. En forklaring på at sparebankene ender opp med ulike verdier kan komme av forutsetningene de forskjellige verdsettelsesmetodene bygger på. I tabell 8.1 har vi tatt med hvordan de har verdsatt sine ikke-børsnoterte aksjer i Frende ved å se på verdi per aksje. Vi har brukt følgende formel:

$$\text{Verdi per aksje} = \left(\frac{\text{Beste estimat på virkelig verdi}}{\text{Antall aksjer}} \right) \times 1000$$

I tillegg har vi regnet ut indikert total virkelig verdi. Dette gjør vi ved å se på hva beste estimat på virkelig verdi ville vært for hele Frende dersom vi deler verdien på eierandelen i Frende med eierandel i prosent for hver av sparebankene. Vi finner dermed hva verdien på hele selskapet hadde vært dersom én bank hadde hatt alle aksjene i selskapet. Formelen vi har brukt er følgende:

$$\text{Indikert total virkelig verdi} = \frac{\text{Beste estimat på virkelig verdi}}{\text{Eierandel i prosent}}$$

2008					
Bank	Regelverk	Eierandel	Antall aksjer	Verdi per aksje	Indikert total virkelig verdi for selskapet
Sparebanken Øst	IFRS	14,84 %	445 228	103,99	312
Fana Sparebank	IFRS	12,42 %	372 488	120,00	360
Sparebanken Sør	IFRS	9,96 %	298 800	120,48	361
Spareskillingsbanken	GRS	1,84 %	55 316	113,40	341
Haugesund Sparebank	GRS	1,74 %	52 229	113,40	340
Skudenes og Aakra Sparebank	GRS	1,24 %	37 221	113,40	340
Flekkefjord Sparebank	GRS	1,01 %	30 207	113,75	340
Søgne og Greipstad Sparebank	GRS	0,90 %	27 055	113,40	341
Voss Sparebank	GRS	0,82 %	24 462	113,40	338
Lillesands Sparebank	GRS	0,66 %	19 863	113,38	341
Luster Sparebank	GRS	0,61 %	18 361	113,39	341
Etne Sparebank	GRS	0,40 %	12 000	120,00	360

Tabell 8.4 Indikert total virkelig verdi for Frende i 2008 (i millioner).

2015					
Bank	Regelverk	Eierandel	Antall aksjer	Verdi per aksje	Indikert total virkelig verdi for selskapet
Sparebanken Øst	IFRS	13,19 %	891 491	235,56	1 592
Fana Sparebank	IFRS	11,03 %	745 841	248,04	1 677
Sparebanken Sør	IFRS	9,99 %	675 324	247,29	1 672
Spareskillingsbanken	GRS	1,64 %	110 760	225,30	1 522
Haugesund Sparebank	GRS	1,55 %	104 580	124,58	841
Skudenes og Aakra Sparebank	GRS	1,10 %	74 529	124,58	844
Flekkefjord Sparebank	GRS	0,89 %	60 482	225,29	1 531
Søgne og Greipstad Sparebank	GRS	0,80 %	54 173	225,30	1 526
Voss Sparebank	GRS	0,72 %	48 982	124,60	848
Lillesands Sparebank	GRS	0,59 %	39 771	225,29	1 519
Luster Sparebank	GRS	0,54 %	36 763	124,58	848
Etne Sparebank	GRS	0,36 %	24 028	128,48	858

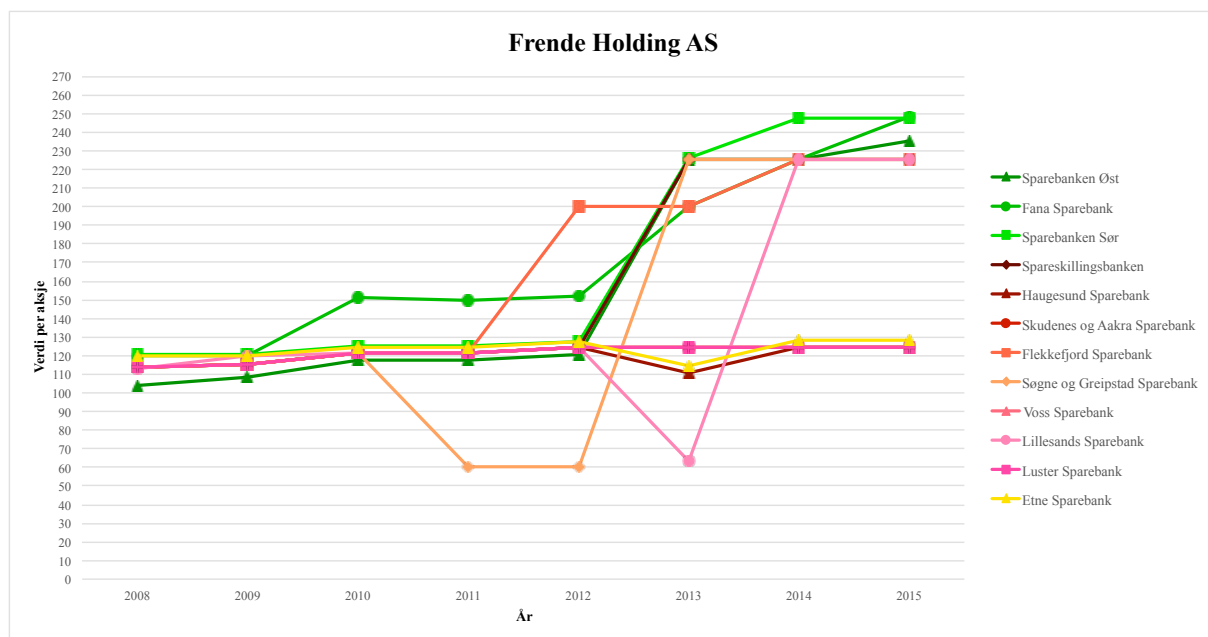
Tabell 8.5 Indikert total virkelig verdi for Frende i 2015 (i millioner).

Tabellene 8.4 og 8.5 viser at indikert total virkelig verdi i 2008 og 2015 skiller seg fra hverandre da det i 2008 var mye mindre forskjeller mellom sparebankene som rapporterer etter IFRS og GRS enn det var i 2015. Frende ble stiftet i 2007 og sparebankene har derfor brukt anskaffelseskost. Det er vanlig å oppgi en virkelig verdi som er lik anskaffelseskost de første årene. I 2015 er det noen sparebanker som rapporterer etter GRS og samtidig har en høy verdi på nivå med de sparebankene som rapporterer etter IFRS. Dette er fordi disse og de sparebankene som rapporterer etter IFRS har prøvd å estimere en virkelig verdi.

Fordi det har skjedd endringer i verdsettelsen i perioden 2008 til 2015 ønsker vi å se nærmere på dette, med fokus på verdi per aksje fra år til år. Dette er presentert i tabell 8.6 og figur 8.1 nedenfor.

	IFRS			GRS								
	Sparebanken Øst	Fana Sparebank	Sparebanken Sør	Spareskillingsbanken	Haugesund Sparebank	Skudenes og Aakra Sparebank	Flekkefjord Sparebank	Søgne og Greipstad Sparebank	Voss Sparebank	Lillesands Sparebank	Luster Sparebank	Etne Sparebank
2008	103,99	120,00	120,48	113,40	113,40	113,40	113,75	113,40	113,40	113,38	113,39	120,00
2009	108,76	120,00	120,48	115,33	115,34	115,32	115,60	115,35	115,34	120,01	115,34	120,00
2010	117,24	151,24	125,12	121,57	121,57	121,57	121,73	121,56	121,56	121,57	121,57	124,62
2011	117,24	150,00	125,12	121,57	121,57	121,57	121,73	60,34	121,58	121,57	121,57	124,62
2012	120,41	152,02	127,73	124,59	124,59	124,58	200,00	60,35	124,58	124,58	124,58	127,51
2013	225,27	200,16	225,76	225,29	110,71	124,58	200,00	225,30	124,58	63,23	124,58	114,16
2014	225,24	225,25	247,29	225,30	124,58	124,58	225,29	225,30	124,60	225,29	124,58	128,48
2015	235,56	248,04	247,29	225,30	124,58	124,58	225,29	225,30	124,60	225,29	124,58	128,48

Tabell 8.6 Sparebankenes verdi per aksje for Frende for perioden 2008 til 2015.



Figur 8.1 Sparebankenes verdi per aksje for Frende for perioden 2008 til 2015.

Vi ser at det har vært en gradvis økning i verdi per aksje gjennom hele perioden for de fleste sparebankene. Det er noen sparebanker som har hatt verdifall i løpet av perioden, men har etter verdifallet (som har vart i ett eller to år) steget til en verdi som er lik eller høyere før verdifallet. Det er noen sparebanker med tilnærmet lik verdi per aksje over hele perioden. De fleste sparebankene har en tilnærmet lik verdi per aksje fra 2008 til 2012, uavhengig av om de rapporterer etter IFRS eller GRS. Dette er som nevnt tidligere mest sannsynlig på grunn av oppstarten av Frende i 2007, og sparebankene har derfor brukt anskaffelseskost som estimat på virkelig verdi disse årene. Fra 2013 blir det et større skille mellom sparebankene som rapporterer etter IFRS og GRS.

De sparebankene som rapporterer etter IFRS har en kraftig økning i verdi per aksje i 2013. Fana Sparebank har hatt en jevnere verdiøkning enn de to andre sparebankene som rapporterer etter IFRS. Sparebanken Øst og Sparebank Sør har en virkelig verdi lik

anskaffelseskost fra 2008 til 2012, mens Fana Sparebank hadde en verdiøkning i 2010. Som nevnt i 3.4 ble det en plikt å anvende IFRS 13 for regnskap fra og med 1. januar 2013. Dette kan være grunnen til at vi ser en stor økning i verdi per aksje i 2013. IFRS 13 gir en klarere veiledning i hvordan måle virkelig verdi, da det tidligere har vært stor usikkerhet om dette. Derfor har muligens sparebankene brukt anskaffelseskost før 2013. Alle tre oppgir at de bruker samme verdsettelsesprinsipper (tabell 8.1).

Fem sparebanker som rapporterer etter GRS (Haugesund Sparebank, Skudenes og Aakra Sparebank, Voss Sparebank, Luster Sparebank og Etne Sparebank) har oppført anskaffelseskost gjennom hele perioden og har også oppført dette som verdsettelsesprinsipp. Det noen sparebanker som skiller seg ut. En av grunnene kan være hvordan de har valgt å verdsette de ikke-børsnoterte aksjene disse årene. Spareskillingsbanken endrer seg i takt med sparebankene som rapporterer etter IFRS. Flekkefjord Sparebank og Søgne og Greipstad Sparebank har estimert en virkelig verdi fra 2008 til 2015. Flekkefjord Sparebank hadde et verdihopp i 2012, mens Søgne og Greipstad Sparebank hadde et verdifall i 2011 og en kraftig verdiøkning i 2013. Begge sparebankene oppgir ulike verdsettelsesprinsipper og dette varierer også i løpet av perioden (tabell 8.1). Lillesand Sparebank følger de fem sparebankene frem til 2012. Fra 2013 har de et verdifall før en kraftig verdiøkning i 2014, som ligger på samme nivå som sparebankene som rapporterer etter IFRS. Det er derfor mange av sparebankene som oppgir en virkelig verdi selv om dette ikke er lov med mindre det er et en nedskrivning eller reversering.

8.3 Virkelig verdi av Eika

I likhet med Frende, ønsker vi først å få en oversikt over årene 2008 og 2015. Dette gjør vi på samme måte som med Frende i 8.2.

2008					
Sparebank	Regelverk	Eierandel	Antall aksjer	Verdi per aksje	Indikert total virkelig verdi for selskapet
Totens Sparebank	IFRS	6,61 %	1 090 335	100,00	1 650
Jernbanepersonalets Sparebank	GRS	3,30 %	545 309	88,00	1 450
Lillestrøm Sparebank	GRS	3,57 %	589 106	82,00	1 360
Aurskog Sparebank	IFRS	2,93 %	483 017	80,00	1 316
Sparebanken Narvik	GRS	3,70 %	610 642	72,00	1 192
Larvikbanken Brunlanes Sparebank	GRS	2,23 %	367 823	79,00	1 300
Melhus Sparebank	IFRS	2,41 %	397 035	100,00	1 647

Tabell 8.7 Indikert total virkelig verdi for Eika i 2008 (i millioner).

2015					
Sparebank	Regelverk	Eierandel	Antall aksjer	Verdi per aksje	Indikert total virkelig verdi for selskapet
Totens Sparebank	IFRS	5,29 %	1 281 041	118,00	2 858
Jernbanepersonalets Sparebank	GRS	2,91 %	705 309	186,22	4 513
Lillestrøm Sparebank	GRS	2,86 %	692 143	125,30	3 032
Aurskog Sparebank	IFRS	2,71 %	655 498	118,90	2 876
Sparebanken Narvik	GRS	2,52 %	610 641	33,25	805
Larvikbanken Brunlanes Sparebank	GRS	2,36 %	572 831	125,30	3 041
Melhus Sparebank	IFRS	2,27 %	505 488	118,90	2 648

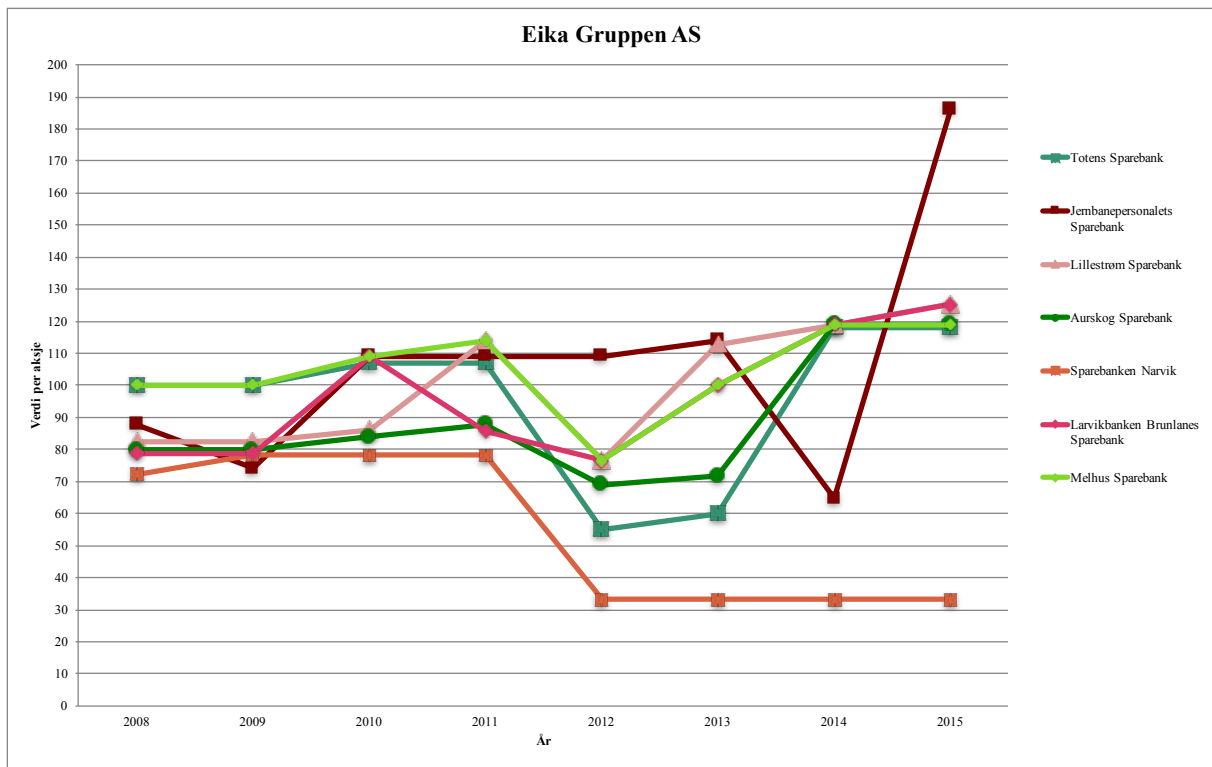
Tabell 8.8 Indikert total verdi verdi for Eika i 2015 (i millioner).

Tabellene 8.7 og 8.8 viser at det i 2008 var mye mindre forskjeller i indikert total virkelig verdi mellom sparebankene som rapporterer etter IFRS og GRS enn det var i 2015. Vi kan se fra 2015 at det er store verdiforskjeller. De sparebankene som rapporterer etter GRS har en verdi som varierer mer enn de sparebankene som rapporterer etter IFRS. Flere av de som rapporterer etter GRS prøver å estimere en virkelig verdi og har derfor store verdiforskjeller.

I likhet med Frende ønsker vi å se på verdi per aksje fra år til år. Dette er presentert i tabell 8.9 og figur 8.2 nedenfor. De fleste sparebankene har en reduksjon i verdi per aksje i 2012 på grunn av fisjonen.

	IFRS	GRS		IFRS	GRS		IFRS
	Totens Sparebank	Jernbane-personalets Sparebank	Lillestrøm Sparebank	Aurskog Sparebank	Sparebanken Narvik	Larvikbanken Brunlanes Sparebank	Melhus Sparebank
2008	100,00	87,77	82,42	79,82	72,22	78,84	100,00
2009	100,00	74,10	82,42	79,82	78,27	78,84	100,00
2010	107,00	109,00	86,08	83,86	78,27	109,00	109,00
2011	107,00	109,00	114,00	87,91	78,27	85,70	114,00
2012	55,00	109,00	76,60	68,98	33,25	76,60	76,49
2013	60,00	114,00	112,80	71,60	33,25	100,00	100,00
2014	118,00	64,71	118,90	118,90	33,25	118,90	118,90
2015	118,00	186,22	125,30	118,90	33,25	125,30	118,90

Tabell 8.9 Sparebankenes verdi per aksje for Eika for perioden 2008 til 2015.



Figur 8.2 Sparebankenes verdi per aksje for Eika for perioden 2008 til 2015.

Vi ser at det er store forskjeller i verdi per aksje gjennom årene. Det er større sprik mellom verdi per aksje mellom sparebankene fra 2012 til 2015 enn fra 2008 til 2011. Grunnen til at de fleste har en nedgang i verdi fra 2011 til 2012 er på grunn av fisjonen i 2012, som nevnt i 2.2. Vi kan se at verdi per aksje for de sparebankene som rapporterer etter IFRS er mer samkjørte i forhold til de sparebankene som rapporterer etter GRS. Fordi Eika ble stiftet i 1997, og de fleste sparebankene har eid aksjer i Eika i mange år før perioden vi ser på, er det ikke like naturlig å bruke anskaffelseskostverdien de første årene som det var med sparebankene i Frende.

I 2014 og 2015 har de tre sparebankene som rapporterer etter IFRS en verdi per aksje som er tilnærmet helt like. Grunnen til dette kan være fordi IFRS 13 ble gjeldene fra 2013, og denne standarden gir nye tolkninger av virkelig verdi. Likevel, som vi ser i figur 8.2, er verdi per aksje fortsatt litt ulike mellom de tre sparebankene som rapporterer etter IFRS i 2013. Dette er muligens fordi det tar litt tid å implementere den nye standarden. At verdi per aksje i 2014 og 2015 er tilnærmet like, kan tyde på at de som rapporterer etter IFRS har blitt mer samkjørte i hvordan de skal måle virkelig verdi etter at IFRS 13 ble gjeldene. Totens Sparebank og Melhus Sparebank har oppgitt siste emisjonskurs som verdsettelsesprinsipp. Mens Totens Sparebank oppgitt en virkelig verdi, oppgir Melhus Sparebank kun anskaffelseskost. Aurskog

Sparebank varierer i bruk av verdsettelsesprinsipp, men har kun verdsatt aksjene til anskaffelseskost gjennom hele perioden.

Lillestrøm Sparebank og Larvikbanken Brunlanes Sparebank rapporterer etter GRS og har ganske like verdier per aksje som de sparebankene som rapporterer etter IFRS. De oppgir begge bruk av like verdsettelsesprinsipper i løpet av perioden. Lillestrøm Sparebank har oppgitt en virkelig verdi alle årene, mens Larvikbanken Brunlanes Sparebank oppgir en virkelig verdi alle årene bortsett fra 2008, 2009 og 2011. Sparebanken Narvik har kun brukt anskaffelseskost som verdsettelsesprinsipp for alle årene og har aldri prøvd å estimere en virkelig verdi. Jernbanepersonalet Sparebank oppgir også anskaffelseskost som verdsettelsesprinsipp alle årene, men har likevel estimert en virkelig verdi alle årene som er ulik anskaffelseskosten.

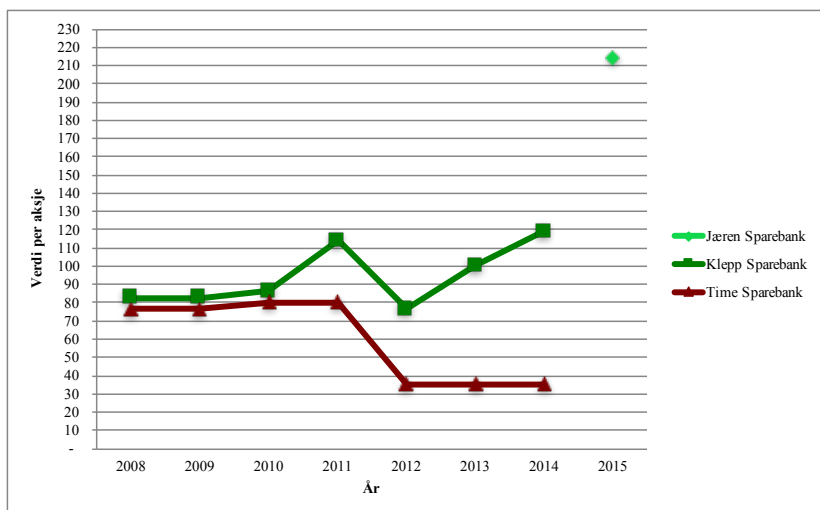
8.4 Sammenligning av de fusjonerte sparebankene i Eika

Vi har valgt å ta for oss de åtte sparebanker som har fusjonert til å bli fire sparebanker i løpet av perioden 2008 til 2015. Poenget er å se om det er noen forskjell i verdsettelsen mellom sparebankene før og etter de har fusjonert. Først ser vi på Jæren Sparebank, deretter Skue Sparebank, videre ser vi på Askim og Spydeberg Sparebank før vi til slutt ser på Sparebanken Din.

Klepp Sparebank og Time Sparebank fusjonerte til å bli Jæren Sparebank i 2015, hvor Klepp Sparebank var den overtakende sparebanken. De er notert på Oslo Børs og rapporterer etter IFRS. Før fusjonen rapporterte Klepp Sparebank etter IFRS fordi de var notert på Oslo Børs, mens Time Sparebank ikke var notert på Oslo Børs og rapporterte etter GRS.

	Jæren Sparebank	Klepp Sparebank	Time Sparebank
2008	-	82,65	76,33
2009	-	82,65	76,33
2010	-	86,27	80,27
2011	-	114,00	80,27
2012	-	76,60	35,25
2013	-	100,00	35,25
2014	-	118,90	35,25
2015	213,73	-	-

Tabell 8.10 Verdi per aksje for perioden 2008 til 2015.



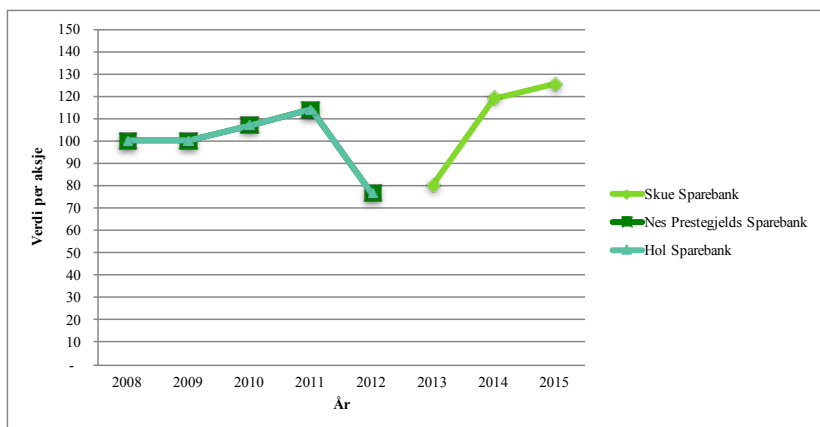
Figur 8.3 Verdi per aksje for Eika for perioden 2008 til 2015.

Vi kan se fra figur 8.3 at Time Sparebank har tilnærmet like verdier per aksje som Sparebanken Narvik (figur 8.2), da de som denne sparebanken verdsetter etter anskaffelseskost. Klepp Sparebank har en mer variert verdi per aksje og kan likne de tre sparebankene som rapporterer etter IFRS. Jæren Sparebank har en tilsynelatende høy verdi i forhold til de andre sparebankene som rapporterer etter IFRS. Både før og etter fusjonen måler Jæren Sparebank og Klepp Sparebank til anskaffelseskost. De bruker samme verdsettelsesprinsipp som går på historisk informasjon og generell markedsutvikling.

Nes Prestegjelds Sparebank og Hol Sparebank fusjonerte til å bli Skue Sparebank i 2013, hvor Nes Prestegjelds Sparebank var den overtakende sparebanken. De er notert på Oslo Børs og rapporterer etter IFRS. Før fusjonen rapporterte både Nes Prestegjelds Sparebank og Hol Sparebank etter IFRS fordi de var notert på Oslo Børs.

	Skue Sparebank	Nes Prestegjelds Sparebank	Hol Sparebank
2008	-	100,00	100,00
2009	-	100,00	100,00
2010	-	107,00	107,00
2011	-	114,00	114,00
2012	-	76,60	76,60
2013	80,00	-	-
2014	118,90	-	-
2015	125,30	-	-

Tabell 8.11 Verdi per aksje for perioden 2008 til 2015.



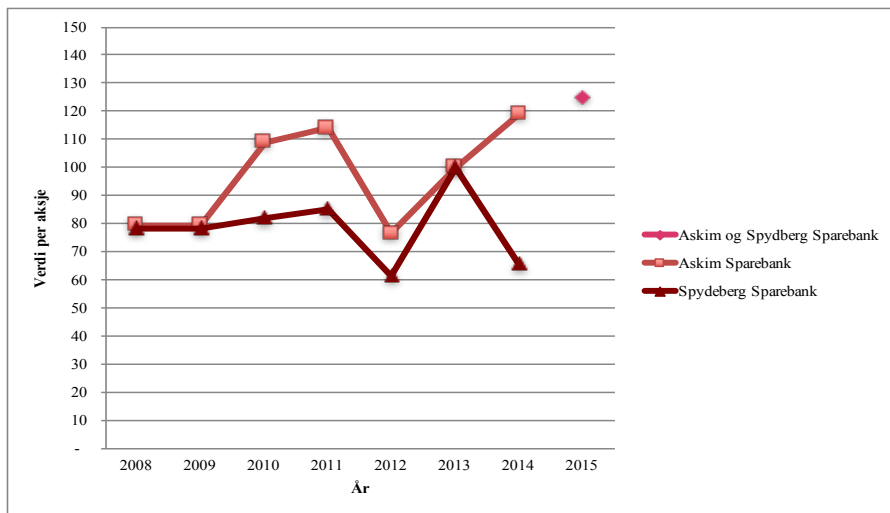
Figur 8.4 Verdi per aksje for Eika for perioden 2008 til 2015.

Nes Prestegjeld Sparebank og Hol Sparebank har hatt lik verdi per aksje alle de fem årene før fusjonen og en tilnærmet lik verdi per aksje som Melhus Sparebank. Skue Sparebank har verdi per aksje tilnærmet lik de tre sparebankene som rapporterer etter IFRS i 2014 og 2015. De følger samme svingninger som sparebankene som rapporterer etter IFRS. Nes Prestegjeld Sparebank har ikke oppgitt en virkelig verdi og bruker siste tilgjengelige pris. Dette er også tilfellet etter fusjonen for Skue Sparebank.

Askim Sparebank og Spydeberg Sparebank fusjonerte til å bli Askim og Spydeberg Sparebank i 2015, hvor Askim Sparebank var den overtakende sparebanken. De rapporterer etter GRS og er ikke notert på Oslo Børs.

	Askim og Spydeberg Sparebank	Askim Sparebank	Spydeberg Sparebank
2008	-	79,43	78,29
2009	-	79,43	78,29
2010	-	109,00	81,98
2011	-	114,00	85,29
2012	-	76,60	61,50
2013	-	100,00	100,00
2014	-	118,90	65,81
2015	125,00	-	-

Tabell 8.12 Verdi per aksje for perioden 2008 til 2015.



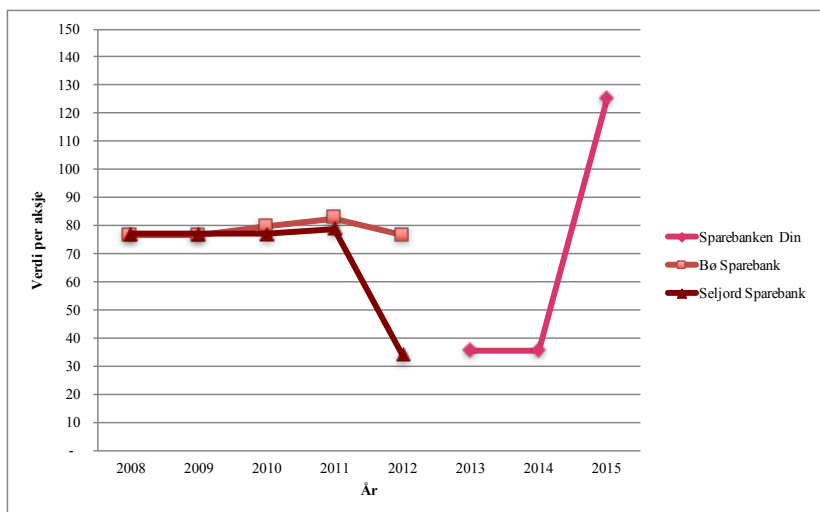
Figur 8.5 Verdi per aksje for Eika for perioden 2008 til 2015.

Før fusjonen følger sparebankene samme svingninger som sparebankene som rapporterer etter GRS og har som disse estimert en virkelig verdi. Som verdsettelsesprinsipp har Askim Sparebank oppgitt anskaffelseskost for så endre til siste kjente kurs. Etter fusjonen blir observerbare priser oppgitt som verdsettelsesprinsipp, noe som tilsvarer siste kjente kurs. De har også oppgitt en virkelig verdi som er ulik anskaffelseskost.

Bø Sparebank og Seljord Sparebank fusjonerte til å bli Sparebanken Din i 2013, hvor Bø Sparebank var den overtakende sparebanken. De rapporterer etter GRS og er ikke notert på Oslo Børs.

	Sparebanken Din	Bø Sparebank	Seljord Sparebank
2008	-	76,56	77,02
2009	-	76,56	77,02
2010	-	79,75	77,02
2011	-	82,64	78,94
2012	-	76,56	33,92
2013	35,65	-	-
2014	35,65	-	-
2015	125,30	-	-

Tabell 8.13 Verdi per aksje for perioden 2008 til 2015.



Figur 8.6 Verdi per aksje for Eika for perioden 2008 til 2015.

Før fusjonen følger Seljord Sparebank svingningene til Narvik Sparebank, og har i likhet med dem målt til anskaffelseskost. Bø Sparebank har som verdsettelsesprinsipp oppgitt at de bruker laveste verdis prinsipp gjennom alle årene, likevel har de i 2009 og 2012 prøvd å estimere en virkelig verdi. Virker derfor ikke som om verdsettelsesprinsipp og oppgitt verdi korrelerer med hverandre. Etter fusjonen har de fortsatt med laveste verdis prinsipp. De to første årene har de målt til anskaffelseskost, mens de i 2015 har prøvd å estimere en virkelig verdi, som er høyde med de sparebankene som rapporterer etter IFRS dette året.

8.5 Sammenligning av Frende og Eika

Til nå har vi hatt fokus på Frende og Eika hver for seg, og hvordan sparebankene i hvert selskap verdsetter de ikke-børsnoterte aksjene i selskapet de har en eierandel. Vi vil nå ta for oss en sammenligning av selskapene, og samtidig finne ut om det er noen likheter mellom hvordan sparebankene verdsetter ikke-børsnoterte aksjer på tvers av selskapene. Vi vil dermed kunne se om de som rapporterer etter IFRS i Frende og de som rapporterer etter IFRS i Eika har tilnærmet samme verdsettelsesprinsipp, og det samme vil vi gjøre med sparebankene som rapporterer etter GRS.

Som det er nevnt i analysedelen for både Frende og Eika var det en tettere samling av sparebankene fra 2008 til 2012. Dette uavhengig av om de rapporterer etter IFRS eller GRS. I tillegg kan vi se fra figur 8.1 og figur 8.2 at det ble det et synligere gap mellom de sparebankene som rapporterer etter IFRS og de som rapporterer etter GRS fra 2013. Det er som nevnt tidligere at IFRS 13 ble gjeldene fra 2013, og derfor en grunn til de større forskjellene mellom IFRS og GRS.

En ulikhet vi ser mellom sparebankene på tvers av selskapene er at de sparebankene med eierskap i Frende og som rapporterer etter IFRS i hovedsak prøver å estimere en virkelig verdi. For sparebankene med eierskap i Eika og som rapporterer etter IFRS måler de fleste til anskaffelseskost. Også etter at IFRS 13 ble gjeldende er dette tilfellet, noe som er merkelig fordi Eika ble stiftet ti år før Frende. For sparebankene som rapportere etter GRS er det likheter mellom Frende og Eika ved at generelt mange av sparebankene prøver å estimere en virkelig verdi. Ofte er den estimerte virkelige verdien høyere enn anskaffelseskost, selv om dette ikke er lov for de som rapporterer etter GRS og har klassifisert aksjene som anleggsmidler.

9 Diskusjon

9.1 Diskusjon av hypotesene

I denne delen vil vi diskutere funnene i analysen med utgangspunkt i våre fire hypoteser. I tillegg vil diskusjonen ha støtte i det teoretiske perspektivet, samt tidligere forskning.

Hypotese 1: Det er store forskjeller i verdsettelsesprinsipp av ikke-børsnoterte aksjer mellom de som bruker IFRS og GRS.

Vi har fått inntrykk av sparebankene ikke har nok kunnskap om eller nedprioriterer hvordan de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer. Dette er uavhengig av om de rapporterer etter IFRS og GRS. Årsrapportene gir begrenset med informasjon om ikke-børsnoterte aksjer. I tillegg er den veldig generell om alle ikke-børsnoterte aksjer, og ikke spesielt rettet mot Frende og Eika. Dette kan være en av grunnene til at verdsette verdsettelsesprinsipp og verdi per aksje ikke alltid virker å korrelere med hverandre. Noen av sparebankene har oppgitt verdsettelsesprinsipp og verdi i notene som korrelerer med hverandre. Andre oppgir samme verdsettelsesprinsipp i notene for alle årene selv om verdien endres i løpet av perioden. I tillegg er det noen sparebanker som oppgir ulike verdsettelsesprinsipp i notene, men har like verdier i løpet av perioden. Vi kan også se at hovedvekten av verdsettelsesprinsipp er siste emisjonskurs eller omsetningskurs for de sparebankene som rapporterer etter IFRS og mye måling av anskaffelseskost for de sparebankene som rapporterer etter GRS. Det finnes unntak fra dette.

Hypotese 2: De sparebankene som rapporterer etter IFRS bruker virkelig verdi i større grad enn de sparebankene som rapporterer etter GRS.

IFRS har krav til bruk av virkelig verdi for noen finansielle instrumenter og tillater i større grad å bruke virkelig verdi enn hva GRS gjør. IFRS har klare retningslinjer på at virkelig verdi skal kunne måles pålitelig. Fra analysedelen har vi sett at det er flere av de sparebankene som rapporterer etter IFRS som ikke har estimert en virkelig verdi, samtidig som det er noen sparebanker som rapporterer etter GRS som har prøvd å estimere en virkelig verdi, selv om de da ikke følger reglene. En av grunnene til at sparebankene som rapporterer etter IFRS ikke har estimert en virkelig verdi, kan være at disse ikke har klart å finne en

pålitelig måte å estimere virkelig verdi på og dermed unnlatt å måle virkelig verdi. Samtidig som de presiserer i notene at de bruker andre verdsettelsesmetoder.

Når det gjelder sparebankene som rapporterer etter IFRS i Eika har alle disse en eierandel som er mindre enn 10 %. Fordi de eier en såpass liten andel av selskapet, kan det være at de ikke ser på denne regnskapsposten som en viktig del av regnskapet totalt sett. Dette kan derfor være en grunn til at de ikke prøver å estimere virkelig verdi. Sparebanken som er klassifisert som tilknyttet selskap vil vi ikke gå nærmere inn på her på grunn av at denne må følge andre regler og er derfor fritatt for å opplyse om virkelig verdi. Når det gjelder de andre sparebankene som rapporterer etter IFRS i Frende er det to av sparebankene som har en eierandel rett over 10 prosent, mens den tredje har tilnærmet 10 prosent. Om denne posten er viktig for regnskapet vil nok måtte vurderes i forhold til størrelsen på sparebanken og hvor mye egenkapital de har brukt på aksjene i forhold til hva de er kapable til. Generelt kan regnskapsposten for ikke-børsnoterte aksjer være av liten betydning for regnskapet totalt sett. Det kan derfor være at sparebankene bruker liten tid på de ikke-børsnoterte aksjene, med mindre de har relativ stor eierandel.

Det er som sagt flere artikler som påpeker at virkelig verdi øker verdirelevansen til regnskapet, blant annet Heskestad og Tofteland (2016). Dette er mye fordi man ser på regnskapstall som kommer fra aktive markeder som mer pålitelige enn estimater fra ikke-aktive markeder. Dette kan være grunnen til at mange av sparebankene kun måler til anskaffelseskost, fordi de selv mener at de ikke er gode nok til å estimere en virkelig verdi som er pålitelig. Ifølge Kinserdal (2015) viser nyere forskning at vi er svært dårlige på å lage estimater som er pålitelige, og dermed blir verdivurderingene dårlige. Dette har selvfølgelig en sammenheng med virkelig verdi. Hvis man ikke klarer å lage et godt nok estimat på virkelig verdi, vil det oppstå større usikkerhet knyttet til denne verdien. I tillegg er det en stor blanding av begrepene virkelig verdi og markedsverdi i årsrapportene. Markedsverdi er omtalt i et aktivt marked, men ikke i et ikke-aktivt marked som ikke-børsnoterte aksjer er en del av. Det blir dermed feil å benytte begrepet markedsverdi for ikke-børsnoterte aksjer. Dette er omtalt i Heskestad og Tofteland (2016).

Hypotese 3: Verdi per aksje svinger mindre fra år til år for sparebanker som rapporterer etter GRS enn for sparebanker som rapporterer etter IFRS.

Verdi per aksje for sparebankene som rapporterer etter IFRS har store svingninger noen år, og verdi per aksje har blitt mer lik etter at IFRS 13 ble gjeldene. Når det gjelder verdi per aksje for de sparebankene som rapporterer etter GRS og måler til anskaffelseskost, er verdi per aksje relativt stabil i løpet av perioden. For de sparebankene som rapporterer etter GRS og prøver å estimere en virkelig verdi, er svingningene for verdi per aksje store. For noen er disse svingningene større enn for IFRS, som kan ha med at de endrer bruk av verdsettelsesprinsipp. Generelt korrelerer verdi per aksje for de sparebankene som rapporterer etter IFRS mer med hverandre enn for de sparebankene som rapporterer etter GRS og samtidig estimerer en virkelig verdi. Vi ser de samme tendensene for sparebankene som har fusjonert i løpet av perioden.

Hypotese 4: Sparebankene som rapporterer etter IFRS er mer samstemte etter at IFRS 13 ble gjeldende enn før.

Sparebankene som rapporterer etter IFRS har i mindre grad forsøkt å estimere av virkelig verdi før 2012. Dette gjelder for både de sparebankene som har eierandel i Frende og i Eika. Selv om de har oppført en virkelig verdi før 2013, har denne verdien som regel vært lik anskaffelseskost. Det er vanlig å måle virkelig verdi til anskaffelseskost i oppstartsfasen til et selskap. Dette kan være beste estimat på virkelig verdi for Frende, da de var nyoppstartet i 2007. For Eika vil ikke anskaffelseskost være et beste estimat på virkelig verdi fordi de ble stiftet i 1997.

Sparebankene som rapporterer etter IFRS ble mer samstemte på estimering av virkelig verdi først etter 2013. Dette er mest sannsynlig på grunn av den nye standarden som ble gjeldene fra dette regnskapsåret, IFRS 13. Denne gav en større og bedre veiledning til bruk av virkelig verdi. Det kan ha tatt litt tid å implementere IFRS 13 fordi verdiene ble mer like fra 2014. Vi ser også tilfeller at selv etter at denne standarden ble gjeldende er det fortsatt noen få sparebanker som rapporterer etter IFRS som ikke måler til virkelig verdi. Dette gjelder særlig sparebankene som har eierandeler i Eika.

I tillegg til IFRS 13 blir IFRS 9 gjeldende for regnskapsåret 2018. Denne standarden er nevnt i alle årsrapportene til de sparebankene som rapporterer etter IFRS og meningen er at den skal erstatte en nåværende standarden for finansielle instrumenter. De må forberede seg og kartlegge eventuelle problemer eller endringer som standarden kan føre med seg. Vi kan

derfor ikke observere endringer i forbindelse med denne standarden da ingen av sparebankene har tatt i bruk standarden ennå.

9.2 Svakheter med oppgaven

Det har vært vanskeligere enn antatt å finne informasjon enn hva vi først hadde antatt. En svakhet i oppgaven er at det stod lite informasjon i sparebankenes årsrapporter. Fordi årsrapportene ikke hadde mye informasjon om sine ikke-børsnoterte selskaper og ikke spesifikk informasjon om sine aksjer i henholdsvis Frende og Eika. Har det vært vanskelig å analysere og konkludere med noe. At sparebankene oppgir en verdi per aksje som ikke alltid stemmer med hva de har oppgitt som verdsettelsesmetode, gjør vår analyse vanskelig og ikke like detaljert som vi hadde et ønske om å gjøre.

Det at vi har både vært nødt til å ekskludere noen sparebanker, på grunn av utilgjengelig informasjon og også valgt å ekskludere noen på grunn av mengde og oversiktighet, kan ha påvirket oppgaven. Helgeland Sparebank rapporterer etter IFRS og kunne dermed ha vært med å styrke vår analyse. Fordi de ikke ville gi oss informasjonen, var det ikke noe vi kunne velge. For Eika måtte vi ekskludere mange sparebanker da vi ikke så det som hensiktsmessig å ta med alle 74 sparebankene. De kunne muligens ha gitt oss nyttig informasjon, men vi ekskluderte alle som eide under 2 %, tror vi ikke de hadde hatt mer detaljert informasjon enn de vi tok med i analysen.

Det kan også være en svakhet at vi ikke tok med flere år til å analysere Eika, da de har holdt på helt siden 1997. Vi har dermed ikke fått med endringer som kan ha skjedd før og under skandalen i 2007 og heller ikke før og etter finanskrisen i 2007. Men av hensyn til tid og oversiktighet, valgte vi å ta samme tidsperiode for Frende og Eika.

9.3 Videre forskning

Det kan være interessant om noen år å se mer på endringene etter at IFRS 13 ble gjeldende. Se om de selskapene som rapporterer etter IFRS blir mer samstemte i sin verdivurdering og om flere og flere vil prøve å verdsette sine eiendeler til virkelig verdi. Det kan også da være interessant om de vil skille seg mer fra selskaper som rapporterer etter GRS. Når IFRS 9 om finansielle instrumenter blir gjeldende fra regnskapsår 2018, som skal erstatte IAS 39, vil det etter hvert bli interessant å se om denne vil påvirke verdsettelsen.

Mange tidligere masteroppgaver har prøvd å verdsette ett enkelt børsnotert selskap. Noe som også kunne vært interessant er å verdsette ett enkelt selskap som ikke er børsnotert. Vi prøvde veldig enkelt å verdsette Frende og Eika med multiplene P/E og P/B fra sammenlignbare selskap. I stedet kunne det vært interessant å gå mer i dybden på ett enkelt selskap og prøvd å verdsette enten Frende eller Eika, og på den måten komme fram til en verdi per aksje gjennom grundig undersøkelse av bedriften.

I tillegg kunne det vært interessant å se på andre selskap som ikke er børsnoterte. Vi så på to selskaper i forsikringsbransjen, men det kan også være andre selskaper fra andre bransjer som kan både være lettere og vanskeligere å verdsette. Andre selskap og andre bransjer kan ha både mer ulike og like sammensetninger, risiko- og vekstprofiler, noe som kan være interessant å studere. Det kan også være interessant å sammenligne verdsettelse av selskaper i Norge som ikke er børsnoterte mot lignende selskaper i andre land som ikke er børsnoterte.

10 Konklusjon

Etter å ha jobbet oss gjennom masteroppgaven har vi kommet frem til at sparebankene ikke har nok kunnskap om eller at de nedprioriterer hvordan de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer. Verdsettelsesprinsippene og verdi per aksje korrelerer ikke alltid med hverandre. I mange av tilfellene har sparebankene en såpass liten eierandel i Frende eller Eika at de ikke bruker tid på regnskapsposten for ikke-børsnoterte aksjer.

Det er flere av sparebankene som rapporterer etter IFRS som ikke har estimert en virkelig verdi, samtidig som det er noen sparebanker som rapporterer etter GRS som har estimert en virkelig verdi. Sparebankene som rapporterer etter IFRS ble mer samstemte i sin verdivurdering etter 2013.

Referanser

- AksjeNorge. (u.d.). *Oslo Børs*. Hentet 10. 3., 2017 fra AksjeNorge:
<http://aksjenorge.no/aksjesparing/oslo-bors/>
- Baksaas, K. M., & Stenheim, T. (2015). *Regnskapsteori*. Oslo.
- Bernhoft, A.-C. (2014). Investeringer i tilknyttede foretak og felleskontrollert virksomhet. I Ernst & Young, *IFRS i Norge - Bransje- og temaartikler* (ss. 425-446). Oslo: Ernst & Young.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments*. Boston: McGraw-Hill.
- Dagens Næringsliv. (u.d.). *Terra-saken*. Hentet 20. 4., 2017 fra Dagens Næringsliv:
<http://www.dn.no/faktanotiser/article1044082.ece>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Deloitte. (2012, 06). *Deloitte*. Hentet 10. 3., 2017 fra
http://public.deloitte.no/dokumenter/2012_08_veien_mot_bors_deloitte.pdf
- Eika Gruppen AS. (2012). *Årsrapport 2012*. Oslo: Eika Gruppen AS.
- Eika Gruppen AS. (2015). *Årsrapport 2015*. Oslo: Eika Gruppen AS.
- Ernst & Young. (2012, 11). *EY*. Hentet 25. 4., 2017 fra
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-applying-ifrs-fair-value-measurement/\\$FILE/ey-applying-ifrs-fair-value-measurement.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-applying-ifrs-fair-value-measurement/$FILE/ey-applying-ifrs-fair-value-measurement.pdf)
- Fardal, A. (2007). IFRS og norske regnskapsregler. *MAGMA*(3).
- Finans- og tolldepartementet. (1995). *NOU 1995:30 - Ny regnskapslov*. Oslo: Statens forvaltningstjeneste.
- Finansdepartementet. (u.d.). *Forskrift 18. desember 2015 om årsregnskap for skadeforsikringsselskaper*. Hentet 22. 3., 2017 fra Regjeringen:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-18.-desember-2015-om-arsregnskap-for-skadeforsikringsselskaper/id2468786/>
- Finansdepartementet. (u.d.). *NOU 2014:13*. Hentet 17. 3., 2017 fra Regjeringen:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/sec13>
- Finansdepartementet. (u.d.). *NOU 2016:11*. Hentet 20. 4., 2017 fra Regjeringen:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-11/id2505926/sec12>
- Finanstilsynet. (2016). *Tilpasning av regnskapsregler til IFRS: Banker, kredittforetak og finansieringsforetak*. Oslo: Finanstilsynet.
- Fjell, T. J. (2001). Forutsetninger for en vellykket børsintroduksjon. *MAGMA*(5).

- Freunde Holding AS. (2015). *Styrets årsberetning for 2015*. Bergen: Freunde Holding AS.
- Hellevik, O. (2002). *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Hersvik, E., Rimstad, K., & Madsen, R. (2014). IFRS i bank. I Ernst & Young, *IFRS i Norge - Bransje- og temaartikler* (ss. 49-92). Oslo: Ernst & Young.
- Heskestad, T. (2015). Resultat kvalitetsanalyse, røde flagg og driftsinntekter. *Regnskap*(8), 33-40.
- Heskestad, T. (2016). Røde flagg i regnskapet: Manipulering av kostnader. *Regnskap*(4), 33-39.
- Heskestad, T., & Tofteland, A. (2016). Virkelig verdi av varige driftsmidler. *Regnskap*(1), 32-34.
- Holthe, M., Kjesbu, A., & Seltæg, F. (2011a). Del II - skadeforsikring: Regnskapsføring i forsikringsselskaper. *Regnskap*(2), 28-38.
- Holthe, M., Kjesbu, A., & Seltæg, F. (2011b). Del I - livsforsikring: Regnskapsføring i forsikringsselskaper. (1), 19-36.
- IASB. (2010). *The Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IFRS Foundation.
- Internasional Accounting Standards Board. (2006, 11). *IFRS*. Hentet 9. 2., 2017 fra <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Fair-Value-Measurement/DP/Documents/DDFairValue.pdf>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kaur, J. (2013, 11). The Fairness of the Fair Value Concept. *International Journal of Business and Commerce*.
- Kinserdal, F. (2015). Når virkelig verdi er så vanskelig å beregne, er det da overhodet relevant i regnskapet? *MAGMA*(1), 22-31.
- Kvifte, S. S., & Johnsen, A. (2008). *Konseptuelle rammeverk for regnskap*. Oslo: Den norske Revisorforening.
- Kvifte, S. S., Oppgi, N. S., & Hansen, P. M. (2014). Undervurderer regnskapsprodusentene betydningen av årsregnskapsrapporteringen? *MAGMA*(1), 26-32.
- Kvifte, S. S., Tofteland, A., & Bernhoft, A.-C. (2011). *God Regnskapsskikk og IFRS*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Larsen, A. (2007). *En enklere metode: Veiledning i samfunnsvitenskapelig forskningsmetode*. Bergen: Fagbokforlaget.

- Lederkilden. (u.d.). *Lederkilden*. Hentet 5. 3., 2017 fra <https://www.lederkilden.no/ordliste/bokfort-verdi>
- Madsen, R. (2014a). Måling av virkelig verdi. I Ernst & Young, *IFRS i Norge - Bransje- og temaartikler*. Ernst & Young AS.
- Madsen, R. (2014b). Finansielle instrumenter - en oversikt. I Ernst & Young, *IFRS i Norge - Bransje- og temaartikler* (ss. 607-612). Oslo: Ernst & Young.
- Madsen, R. (2014c). Finansielle instrumenter - innregning og måling. I Ernst & Young, *IFRS i Norge - Bransje- og temaartikler* (ss. 631-676). Oslo: Ernst & Young.
- Madsen, R. (2014d). IFRS Finansielle instrumenter. I Ernst & Young, *IFRS i Norge - Bransje- og temaartikler* (ss. 725-732). Oslo: Ernst & Young.
- Mjøllhus, J. (2010). *Finansmarkeder*. Oslo: Cappelen Damm.
- Morningstar. (2013, 20. 2.). *Valuing Stocks Using Ratios and Multiples*.
- Myrbakken, E., Fagbokforlaget, & DnR. (2015). *IFRS på norsk*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Norsk Regnskapsstiftelse. (2011). *NRS 18 - Finansielle eiendeler og forpliktelser*. Norsk Regnskapsstiftelse.
- Oslo Børs. (u.d.). *Aksjer, egenkapitalbevis og retter til aksjer*. Hentet 10. 4., 2017 fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer>
- Oslo Børs. (1994). *Aksjer & børs: alt det du lurer på om aksjer og børs, men ikke tør å spørre om*. Oslo: Oslo Børs.
- Oslo Børs. (2015). *Aksjer for alle*. Hentet 15. 3., 2017 fra Oslo Børs: <http://aksjenorge.no/aksjesparing/hvordan-investere-i-aksjer/aksjer-for-alle/>
- Oslo Børs. (u.d.). *Gjensidige Forsikring*. Hentet 4. 4., 2017a fra Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GJF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (u.d.). *Oslo Børs*. Hentet 7. 2., 2017c fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers>
- Oslo Børs. (u.d.). *Storebrand*. Hentet 4. 4., 2017b fra Oslo Børs: <http://oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/STB.OSE/overview>
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Sekaram, U., & Bougie, R. (2013). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. Chichester: John Wiley & Sons Inc.
- Sparebanken Sør. (2014). *Årsrapport 2014*. Sparebanken Sør.

- Sparebankforeningen. (u.d.). *Sparebankforeningen*. Hentet 2. 4., 2017 fra
Sparebankforeningen: <http://www.sparebankforeningen.no/om-oss/>
- Stenheim, T. (2008). Virkelig verdi - et utfordrende måleattributt. *MAGMA*(2).
- Stenheim, T., Sundkvist, C. H., & Opsahl, A. (2017). Hva menes med regnskapskvalitet?
Magma(1), 64-68.
- Ungersness, E., & Rogne, R. (2009). Valg av regnskapsspråk for eiendomsselskaper. *Estate magasin*(1), 52-55.
- Zikmund, W. G., Babin, B. J., Carr, J. C., & Griffin, M. (2013). *Business Research Methods*.
Australia: South-Western Cengage learning.

Appendiks

A.1 Refleksjonsnotat 1

Skrevet av Anette Brokke Gaard

Temaet for masteroppgaven er verdimåling av ikke-børsnoterte aksjeinvesteringer etter IFRS, hvor vi valgte å bruke en komparativ studie av måling av virkelig verdi. Vi har tatt fokus på selskapene Frende Holding AS og Eika Gruppen AS. Begge selskapene er i hovedsak eid av norske sparebanker og er ikke notert på Oslo Børs. Vi har tatt utgangspunkt i en åtteårsperiode, fra 2008 og til 2015. Det vi er interessert i å finne ut er om det er variasjon av bruk av verdsettelsesprinsipper mellom sparebanker som bruker henholdsvis IFRS og GRS. Videre ville vi se om disse sparebankene prøver å estimere en virkelig verdi, eller om de ser på regnskapsposten som uvesentlig i forhold til regnskapet totalt sett. I tillegg ville vi se om målingen av de ikke-børsnoterte aksjene var konsistent over perioden, og om det eventuelt er noen endringer i regelverk eller andre forhold som gjør at verdsettelsen mellom sparebankene blir mer samstemte i løpet av perioden.

Ved å studere dette temaet har vi fått et lite innblikk i hvordan sparebankene vurderer sine ikke-børsnoterte aksjer i praksis. Vi har fått inntrykk at sparebankene, uavhengig av om de rapporterer etter IFRS og GRS, generelt ikke har nok kunnskap om eller nedprioriterer hvordan de verdsetter disse aksjene. Det er også generelt begrenset med informasjon i årsrapportene til sparebankene. Dette gjør at vi ikke med sikkerhet kan konkludere med hva de har brukt spesielt for de to selskapene vi ser på. Det er ikke alltid verdien og verdsettelsesprinsippene korrelerer med hverandre. IFRS tillater og krever mer bruk av virkelig verdig, mens GRS har visse regler om når de har lov til å bruke virkelig verdi. Vi kan se at det er ikke alltid de sparebankene som rapporterer etter IFRS som opplyser om virkelig verdi der de skal, og de sparebankene som rapporterer etter GRS opplyser om virkelig verdi hvor de egentlig ikke har lov. Dette gir store verdiforskjeller, spesielt for de sparebankene som rapporterer etter GRS og estimerer en virkelig verdi. Til slutt har vi sett at de sparebankene som rapporterer etter IFRS blir mer samstemte fra 2013, når IFRS 13 ble gjeldende. Denne gir en bedre veiledning til måling av virkelig verdi.

Internasjonalisering

Internasjonalisering er en av tre satsingsområder for Handelshøyskolen ved Universitet i Agder. De fagene som baserer seg på et internasjonalt nivå undervises på engelsk. Dette gjør

at vi styrker studentenes ferdigheter i å arbeide og samarbeide internasjonalt. For de selskaper som omsettes på Oslo børs og handles internasjonalt vil det være viktig å kunne det internasjonale fagspråket. I tillegg til at det blir flere internasjonale standarder som også blir gjeldende i Norge, som for eksempel IFRS som har blitt gjeldende fra 2005 for alle selskaper som er notert på Oslo Børs. I vår master har vi undersøkt to forsikringsselskaper som er eid av norske sparebanker. Ettersom det er norske eiere og forsikringsselskapene ikke er notert på Oslo Børs vil de i mindre grad måtte forholde seg til internasjonale trender og retningslinjer. Noen av sparebankene, som er aksjonærer i forsikringsselskapene, er derimot notert på Oslo Børs og må forholde seg til internasjonale standarder.

Innovasjon

I vår master har vi tatt utgangspunkt i to selskaper som ikke er notert på Oslo Børs, det vil si aksjonærene eier aksjer som ikke er børsnoterte. Disse aksjene omsettes ikke på et regulert marked og det er derfor vanskelig å fastsette prisen pålitelig. Verdien må estimeres. Dette betyr at det er knyttet mye større usikkerhet til handel med ikke-børsnoterte aksjer enn det er med aksjer som handles på børsen. Disse har fått fastsatt en gjeldende markedspris. Det er ikke så mye tidligere forskning når det gjelder verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer. Mye av grunnen til dette er nok fordi det generelt er begrenset med informasjon. Som vi har opplevd med vår master virker det som at flere ikke bruker mye av tiden sin på å verdsette sine ikke-børsnoterte aksjer, dette vil selvfølgelig bety at verdiene de oppgir ikke alltid er oppdatert til dagens nivå. Dette er også mye fordi regnskapsposten som gjelder disse ikke-børsnoterte aksjene ikke er en stor del av regnskapet og vil ikke ha en vesentlig påvirkning på regnskapet totalt sett. Sammenhengen mellom de selskapene som ikke bruker mye tid på verdsettelsen er at disse eier en liten eierandel i det respektive selskapet. Det stilles i tillegg forskjellige notekrav til de norske reglene og de internasjonale reglene. For at dette skal kunne bedre bør det være et visst krav til fastsettelse av verdien av de ikke-børsnoterte aksjene, og de norske reglene bør være mer samkjørte med de internasjonale reglene.

Ansvar

Som vi har konkludert med er det ikke alle sparebankene som følger reglene, det vil si at vi har funnet tilfeller hvor noen sparebanker som rapporterer etter IFRS ikke estimerer en virkelig verdi hvor en slik verdi skal oppgis, og i tillegg ikke forklart hvordan de har kommet frem til denne verdien. Dette er også tilfeller med noen av sparebankene som rapporterer etter GRS, disse har strenge regler til når de har lov til å oppgi en virkelig verdi. Selv om disse

sparebankene ikke oppfyller disse kravene har de allikevel estimert en virkelig verdi. Det virker som om sparebankene ikke helt følger regelverket, noe som selvfølgelig ikke er bra. Det bør være krav til at reglene følges og at det opplyses om de verdiene som kreves, og eventuelt hvordan disse verdien er fastsatt. Det virker som det er dårlig praksis når det gjelder verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer, uavhengig av om sparebankene rapporterer etter IFRS og GRS.

A.2 Refleksjonsnotat 2

Skrevet av Marit Sjøtun Simonsen

Kort oppsummering av hovedtemaet

I vår masteroppgave har vi studert hvordan ulike sparebanker verdsetter sine aksjer de eier i to selskaper som ikke er børsnoterte. Det er en komparativ studie av måling av virkelig verdi. Det er både sparebanker som rapporterer etter GRS og sparebanker som rapporterer etter IFRS med i studien. Vi har valgt å dele analysen i to ved å se på verddivurdering av ikke-børsnoterte aksjer for to selskap, Frende Holding AS og Eika Gruppen AS. Det er mange sparebanker som eier aksjer i de to selskapene og dette var grunnen til at vi valgte dem, da vi ønsker å sammenligne selskaper innen samme bransje. Vi ser også på om sparebankene prøver å estimere en virkelig verdi for de ikke-børsnoterte aksjene. Perioden vi ser på er fra 2008 til 2015 for både Frende og Eika. Vi ser på tretten ulike sparebanker når det gjelder Frende. For Eika ser vi på seks selskaper som ikke har fusjonert i løpet av perioden og åtte sparebanker som har fusjonert til å bli fire sparebanker i løpet av perioden.

Resultatene fra studien viser at det er stor variasjon i hvordan sparebankene verdsetter og hvordan de oppfører dette i årsrapportene og i notene. de ikke helt vet hva de holder på med, med tanke på verdsettelsen av ikke-børsnoterte aksjer. Årsrapportene er ikke tydelige på hvordan de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer og det er generelt veldig lite informasjon. I tillegg er informasjonen veldig generell om alle ikke-børsnoterte aksjer, og ikke spesielt rettet mot Frende og Eika. Det er i hovedvekt bruk av siste emisjonskurs eller omsetningskurs som verdsettelsesprinsipp for de sparebankene som rapporterer etter IFRS og i hovedvekt bruk av anskaffelseskost som verdsettelsesprinsipp for de sparebankene som rapporterer etter GRS. Flere av sparebankene som rapporterer etter IFRS har ikke prøvd å estimere en virkelig verdi. Samtidig er det flere sparebanker som rapporterer etter GRS som har prøvd å estimere en

virkelig verdi, selv om de ikke har lov til det etter reglene med mindre det er nedskrivning eller reversering.

Internasjonalisering

Analysedelen i oppgaven handlet om å analysere hvordan sparebankene verdsetter sine aksjer de eier i selskap som ikke er børsnoterte, om det er store variasjoner mellom dem og om de prøver å estimere en virkelig verdi.

Ved en børsnotering får selskapet større tilgang til kapital og aksjene blir mer likvide. Mange investorer investerer kun i børsnoterte selskaper. Over halvparten av meglerhusene på Oslo Børs er utenlandske, i tillegg dominerer internasjonale investorer den daglige handelen. Dette gjør at noterte selskap har et godt utgangspunkt for å tiltrekke seg internasjonal kapital.

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer>

Frende og Eika har ganske stabile eierskap, med lite utskiftninger. I hovedsak er det sparebanker som eier aksjer i de to selskapene. Hadde selskapene blitt børsnotert ville de kunne fått en større tilgang til kapital da de ville blitt mer populære blant investorer, da mange investorer kun investerer i børsnoterte selskaper. Fordi over halvparten av meglerhusene på Oslo Børs er utenlandske, vil Frende og Eika ha lettere for å komme inn på det internasjonale markedet. De vil kunne få internasjonale investorer da det er disse som dominerer den daglige handelen.

Det har skjedd en økning i antall børsnoteringer på Oslo Børs de siste årene. Dette kan tyde på at Oslo Børs er blitt en attraktiv plass med et internasjonalt fokus. Det kan hevdes at selskaper blir børsnoterte for lettere å komme på det internasjonale markedet enn selskap som ikke er børsnotert. Det blir mer og mer vanlig at norske selskaper prøver å internasjonalisere seg og har et ønske om å nå et større marked. Dermed kan det være at flere selskap blir børsnoterte. Når det gjelder Frende og Eika, er som sagt ingen av dem børsnoterte. De spesialiserer seg begge på forsikring og det er dermed ikke sikkert at de har et like stort behov for å gå internasjonalt som det andre typer selskaper har. Av den grunn kan det være at de ikke har behov for å børsnotere seg.

Innovasjon

Ved at selskap børsnoterer seg, blir det enklere å kjøpe og selge aksjer i selskapet, som igjen gjør det lettere for selskapet å skaffe penger til å finansiere nye prosjekter. Men det koster å notere seg og de må følge strenge krav. Selskap må derfor avveie fordeler mot kostnader før de eventuelt velger å børsnotere seg.

<http://forskning.no/abc-i-naeringsliv-penger-okonomi/2011/08/de-som-skygger-unna-borsen>

Mange selskaper velger å notere seg for å skaffe kapital til videre vekst. Dersom et selskap ikke har behov for mer kapital, er det ikke sikkert at børsnotering vil være aktuelt. Når det gjelder Frende og Eika, er det ikke sikkert at de har behov for mer kapital.

Som tegn på hull eller behov når det kommer til hvordan selskaper (vi så på sparebanker) verdsetter ikke-børsnoterte aksjer er det flere ting, når det kommer til verdsettelse som ikke fungerer optimalt hos sparebankene. Notene i årsregnskapene til sparebankene har mangelfull informasjon i henhold til hvordan de verdsetter sine ikke-børsnoterte aksjer. I tillegg står det veldig generelt slik at dersom de har aksjer i flere selskaper som ikke er børsnotert, har de skrevet noen få generelle linjer om alle. I tillegg stemmer ikke det de skriver om bruk av verdsettelsesprinsipper av aksjene med hva de oppgir som verdi for aksjene i notene for de ikke-børsnoterte aksjer.

Her er det et stort forbedringspotensial slik at årsrapportene kan blir mer informative. Praksisen bør derfor endres. Muligens har ikke de som jobber med dette i selskapene (sparebankene) nok kunnskap på verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer. De har en tendens å skrive det samme hvert år, selv om tallene endrer seg. Det står som regel heller ikke grunner til at verdiene endrer seg. Årsrapportene bør bli mer informative og pålitelige. Selv om aksjeposten muligens ikke utgir en stor del om man ser selskapet under ett, er det mangelfull informasjon for de som skulle ha interesse av de ikke-børsnoterte aksjene.

Ansvar

Børsnoterte selskaper er underlagt strengere krav enn andre selskap, som gir investorer som ønsker å investere en større trygghet. Dersom selskaper ønsker flere investorer, kan det være nødvendig å børsnotere seg for å tiltrekke seg flere investorer. Selskap som blir børsnotert på Oslo Børs blir børsnotert i henhold til EU-krav.

<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer>

Det er et krav at børsnoterte selskaper følger internasjonale regnskapsstandarder (IFRS). Ofte kreves det en overgang til IFRS ved børsnotering. Børsen skal sørge for at det er en markeds plass som gir korrekt informasjon til aksjeeierne, markedet, media og analytikere. Alle skal ha samme tilgang på informasjon. Alle endringer som kan påvirke en aksjekurs og selskapets verdi skal bli formidlet rettferdig. Ved at børsen utarbeider kvartalsresultater og årsresultater blir markedet holdt orientert om status.

<http://www.prosent.no/okonomi/hva-er-et-borsnotert-selskap/>

Når selskap ikke er børsnotert, vil ikke alle få samme tilgang på informasjon. Mens alle endringer som påvirker aksjekursen og selskapets verdi blir formidlet rettferdig for børsnoterte aksjer, vil ikke det være tilfellet for aksjer som ikke er børsnoterte. Dette kan gi asymmetrisk informasjon. Selv om aksjepostene i ikke-børsnoterte selskaper som regel ikke er særlig store. Kan asymmetrisk informasjon gi ulike konsekvenser for de som er interessert i denne posten i årsregnskapene.

Etiske utfordringer kan være at selskap kan manipulere regnskapet. Mye er basert på skjønn når det gjelder valg og bruk av verdsettelsesmetoder og verdsettelsesprinsipper. Det står heller ikke konkret hvordan man måler virkelig verdi. I tillegg kan lover og regler tolkes ulikt. Dette kan føre til store forskjeller mellom hvordan og hva selskapene verdsetter sine aksjer til å være.