

Fredrik Lystad Jacobsen & Magnus Ostrowski

Regnskapsloven § 5-8

*Implikasjoner av manglende veiledning og vilkårenes tolkningsrom
– perspektiver fra regnskaps- og revisjonsbransjen.*

Masteroppgave våren 2021

Handelshøyskolen (HHS)

OsloMet - Storbyuniversitetet

Masterstudiet i økonomi og administrasjon – regnskap og revisjon

Sammendrag

Etterfølgende måling av markedsbaserte finansielle omløpsmidler til virkelig verdi, påvirker selskapenes årsresultat, egenkapital og utbyttegrunnlag. Asymmetrien som følge av laveste verdis prinsipp i god regnskapsskikk (GRS) gir insentiver til utstrakt bruk av virkelig verdi. Ordlyden i Regnskapsloven § 5-8 består av komplekse begreper og vurderingskriterier, uten nærmere definisjon og veiledning. Dette resulterer i et tolkningsrom for anvendelsesområdet av etterfølgende måling til virkelig verdi i GRS.

Gjennom semistrukturerte intervjuer undersøker vi tolkningsrommets bredde og finner implikasjoner på praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8. Gjennom en likviditetsstudie undersøker vi hvorvidt likviditet kan generaliseres på Oslo Børs og foreslår et rammeverk som kan benyttes ved vurdering av vilkår 4.

Vi finner et stort tolkningsrom i vilkårene som antyder at ordlyden i Regnskapsloven § 5-8 er moden for vedlikehold. Dette gjelder særlig vilkårene 3 og 4. Vi finner variasjon i vurdering av markeds plassene og i tilbøyelighet for skjønnsutøvelse på vilkår 3. Funnene antyder at vilkår 4 tillegges liten vekt i vurderingene. Våre funn fra likviditetsstudien indikerer at likviditeten på Oslo Børs ikke kan generaliseres. Samlet sett antyder funnene en variasjon i praktiseringen av unntaksregelen, som med fordel kan undersøkes nærmere i etterfølgende forskning.

Abstract

Subsequent measurement of financial instruments at fair value, affect profit, equity and subsequently the dividend base. The *lowest value principle* in Norwegian Generally Accepted Accounting Principles (NGAAP) results in an asymmetry which provides incentives for extensive use of fair value measurement in NGAAP. The legal wording in section 5-8 of the Norwegian Accounting Act contains complex conditions and concepts, without providing further definitions and guidance. Consequently, there is room for interpretation regarding the scope of subsequent fair value measurement in NGAAP.

Through semi-structured interviews we examine the interpretational range. Our findings suggest variations in the practical application of subsequent measurement at fair value in

NGAAP. Through a liquidity study we study whether liquidity can be generalized at the Oslo Stock Exchange and we propose a framework for assessment of condition 4.

We find a large range of interpretations in the conditions of section 5-8 of the Norwegian Accounting Act. This range indicates that the legal wording is due for maintenance. This is particularly relevant for conditions 3 and 4. Our study finds variation when evaluating the different marketplaces and in the willingness of discretionary decision making for condition 3. Our findings indicate that condition 4 is not being weighted equally as the other conditions. The findings from the liquidity study indicate that the liquidity on the Oslo Stock Exchange cannot be generalized. Our findings further suggest research on the practical application of subsequent measurement at fair value in NGAAP.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som avsluttende del av vår mastergrad i regnskap og revisjon på Handelshøyskolen ved OsloMet. Vi ønsker å rette en stor takk til veileder Einar Belsom for gode diskusjoner, oppfølging og verdifulle innspill gjennom hele prosessen. Avslutningsvis ønsker vi å takke respondentene som i en hektisk periode tok seg tid til å bidra til oppgaven.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	6
2. Regnskapsfaglig bakgrunn – Regnskapsloven § 5-8 og virkelig verdi.....	9
2.1 Generelle vurderingsregler for anleggsmidler og omløpsmidler.....	9
2.3 Virkelig verdi – et internasjonalt omdiskutert tema	10
2.4 Markedsverdiprinsippet - en tilnærming til virkelig verdi	14
2.5 Nærmere om Regnskapsloven § 5-8.....	17
2.6 Likviditet og eierspredning - i finanslitteraturens kontekst.....	26
2.7 Likviditet og eierspredning - en tilnærming til norsk regnskapsveiledning.....	30
2.8 Oppsummering vilkår 4 – god eierspredning og likviditet.....	31
3. Likviditetsstudie - Likviditet og eierspredning på Oslo Børs.....	32
3.1 Likviditet i kontekst av kontantekvivalenter	32
3.2 Tilgjengelig data og strukturering	34
3.3 Egnede likviditetsmål	36
4. Likviditetsstudie – Analyse av data	41
4.1 Likviditetsanalyse av 1. kvartil.....	41
4.2 Likviditetsanalyse av 2. kvartil.....	44
4.3 Likviditetsanalyse av 3. kvartil.....	47
4.4 Presentasjon av funn og implikasjoner.....	48
5. Semistrukturerte intervjuer	49
5.1 Bakgrunnen for kvalitativ studie	49
5.2 Utvalgsriterier	52
5.3 Semistrukturert intervju.....	53
5.4 Intervjuguide for semistrukturerte intervjuer	54

5.5 Faktisk utvalgsprosess	56
5.6 Kort om intervjuprosessen – etisk ansvar og koding.....	57
6. Semistrukturerte intervjuer - Presentasjon av funn.....	58
6.1 Hypotese 1	58
6.2 Hypotese 2	60
6.3 Hypotese 3	61
6.4 Hypotese 4	62
6.5 Hypotese 5	63
6.6 Hypotese 6	64
6.7 Hypotese 7	65
7. Diskusjon og studiens implikasjoner	68
8. Konklusjon	71
9. Litteraturliste.....	73
9.1 Rettspraksis.....	77
Appendiks I – Kvintiler for likviditetsstudie.....	78
Appendiks II –Kvintil 4 og 5.....	81
Appendiks III – Intervjuguide til semistrukturerte intervjuer	85
Appendiks IV – Samtykkeskjema	88

1. Innledning

Norge var i 1998 blant de første i Europa til å innføre regnskapsmessig måling til virkelig verdi på finansielle omløpsmidler. Dette var i en tid da regnskapsmessig måling til virkelig verdi var et nytt konsept og direkte i strid med det gjeldende EØS-regnskapsdirektivet (78/660/EØF, 1978). Regnskapsmessig måling til virkelig verdi er i dag sentralt i regnskapsspråkene IFRS¹ og U.S. GAAP². I den internasjonale regnskapsrett har virkelig verdi i dag tatt over den dominerende rollen historisk kost hadde tidligere (Stenheim, 2008). Eksempelvis omfatter bruken av virkelig verdi i IFRS blant annet finansielle instrumenter, investeringseiendommer og visse biologiske eiendeler. Begrepsapparatet tilknyttet virkelig verdi er omfattende definert i standarden IFRS 13 og står sentralt i standardene IFRS 7 og 9 samt *International Accounting Standards* (IAS) 36, 39, 40 og 41.

Lovutvalget og Finansdepartementet argumenterte overstyringen av regnskapsdirektivet med at virkelig verdi var eneste meningsfulle vurderingsform for visse markedsbaserte omløpsmidler. Regnskapsmessig verdsettelse av markedsbaserte finansielle instrumenter, herunder aksjer, opsjoner, obligasjoner og visse derivater er hjemlet i Regnskapsloven (1998, § 5-8). For å begrense anvendelsesområdet av *virkelig verdi*³, i det ellers historisk kost baserte regnskapsspråket god regnskapsskikk (GRS), ble det innført fire kumulative vilkår som må oppfylles før måling til virkelig verdi finner sted. Først må investeringen oppfylle klassifiseringsvilkåret som omløpsmiddel jf. Regnskapsloven (1998, § 5-1). Deretter må investeringen oppfylle hensiktstvilkåret om å inngå i en handelsportefølje med henblikk på videresalg. Investeringen må være i et instrument listet på børs eller et tilsvarende regulert marked jf. Verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (4)). Avslutningsvis må instrumentet ha god eierspredning og likviditet (Regnskapsloven, 1998, § 5-8).

Regnskapsloven § 5-8 representerer et unntak fra hovedregelen i GRS om etterfølgende måling til laveste verdis prinsipp (LVP) jf. Regnskapsloven (1998, § 5-2). For store og øvrige foretak pålegger Regnskapsloven (1998, § 5-8) måling til virkelig verdi, for små foretak er unntaksregelen valgfri. Dersom klassifiseringsvilkåret ikke er oppfylt, skal verdsettelsen foretas etter Regnskapsloven (1998, § 5-3). Oppfylles derimot klassifiseringsvilkåret mens ett

¹ International Financial Reporting Standards (IFRS).

² Generally Accepted Accounting Principles in the United States (U.S. GAAP).

³ Virkelig verdi er referert 12 ganger i Regnskapsloven med ulike kontekster, uten at det er gitt noen nærmere definisjon av begrepet.

eller flere av de øvrige vilkårene ikke er oppfylt, skal verdsettelsen foretas etter laveste verdis prinsipp (LVP). Verdsettelse etter Regnskapsloven § 5-8 gir kun ulik regnskapsmessig behandling ved urealisert verdiøkning. Etter Regnskapsloven § 5-8 skal den urealiserte gevinsten tas over resultatet, og balanseposten oppskrives til markedsverdi. Dette introduserer en asymmetrisk volatilitet i regnskapet som i kombinasjon med fritaksmetoden⁴ vil kunne være gunstig for å styrke en rekke egenkapital- og resultatbaserte finansielle nøkkeltall, samt øke utbyttegrunlaget jf. Aksjeloven (1997, § 8-1). Fordi Regnskapsloven § 5-8 tilbyr en mulig oppside, men har en begrenset nedside, kan den anses som en opsjon. Det foreligger dermed insentiver for å benytte unntaksregelen oftere enn den er tiltenkt.

Tolkningen av de kumulative vilkårene i Regnskapsloven § 5-8 er avgjørende for om markedsbaserte finansielle omløpsmidler faller innenfor eller utenfor verdsettelsen til virkelig verdi. Flere høringsinstanser til Regnskapsloven påpekte at vilkårene var for uklare og tvetydige. Videre hevdet de at dersom en slik unntaksregel skulle bli vedtatt, måtte vilkårene beskrives nærmere i Regnskapsloven eller tilhørende standard (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 167). Likevel ble Regnskapsloven vedtatt uten noen nærmere definisjon av vilkårene. Heller ikke Norsk RegnskapsStiftelse som utarbeider norske regnskapsstandarder (NRS) og veiledninger, har gitt veiledning, presisering eller utarbeidet en standard på området.

Med upresise kumulative vilkår kan praktiseringen variere med regnskapsprodusentenes og fastsetternes tolkning av vilkårene, deres profesjonelle skjønn og erfaringsnivå, mv. Ulik praktisering er uheldig og vil kunne svekke brukernes tillit til regnskapene og vanskeliggjøre sammenligning over tid og ikke minst på tvers av selskaper. Formålet med oppgaven er å belyse vilkårene i Regnskapsloven § 5-8 nærmere, og avklare grensedragningen for de ulike vilkårene. Dette vil bidra til å danne en klarere forståelse og et rammeverk for når unntaksregelen skal benyttes. På bakgrunn av dette ønsker vi å undersøke: Implikasjonene av manglende veiledning og vilkårenes tolkningsrom med perspektiver fra regnskaps- og revisjonsbransjen.

⁴ Fritaksmetoden refererer til skattefritaket for visse selskaper for inntekt på aksjer og andre eiendeler hjemlet i Skatteloven (1999, § 2-38). Vi viser til Skatte-ABC 2020 for en nærmere gjennomgang av fritaksmetoden.

Vilkårene i Regnskapsloven § 5-8 dekker et bredt spekter av ulike problemstillinger fra flere fagområder. Isolert sett er virkelig verdi og markedslikviditet populære forskningsområder innenfor henholdsvis regnskapsteori og finans. Vi kjenner derimot ikke til at kombinasjonen av virkelig verdi og likviditet i en norsk regnskapsrettslig kontekst er forsket på tidligere. Fordi den primære problemstillingen er lite forsket på, ønsker vi fortrinnsvis å kartlegge bredden i problemstillingen samt belyse fremtidige forskningsområder. Simultant ønsker vi å foreta innledende hypotesetesting på området. I tilknytning til drøftingen av vilkårene i Regnskapsloven, foretar vi en undersøkelse av likviditeten på Oslo Børs. Vår studie vil derfor ha en todelt metodikk som beskrives i de neste avsnittene.

I forbindelse med fjerde vilkår i Regnskapsloven § 5-8, vil vi foreta en likviditetsstudie på Oslo Børs med inspirasjon fra studiene til Næs et al. (2008) og Fong et al. (2017).

I likviditetsstudien undersøker vi om likviditeten på Oslo Børs kan generaliseres. For å gjøre dette analyserer vi daglige handelsdata fra 148 selskaper notert på Oslo Børs i perioden 2015-2019. Vi benytter likviditetsmålene *relative quoted spread* og *Amihud* - også kjent som *ILLIQ*, for å sammenligne likviditeten på tvers av, og innad i grupperinger basert på relativ markedskapitalisering pr 31.12.2019.

For å belyse tolkningsrommet i vilkårene, og danne innblikk i praktiseringen, har vi gjennom en strategisk utvalgsprosess innhentet og intervjuet respondenter på ekspertnivå.

Respondentenes erfaringsgrunnlag muliggjør samtidig innledende hypotesetesting på en effektiv måte. For å dekke begge innfallsvinklene benytter vi en metodikk med semistrukturerte intervjuer. Ved å bruke semistrukturerte intervjuer får vi med den strukturerte intervjudelen mulighet til å teste hypotesene. Den ustrukturerte intervjudelen tilfører intervjuet en frihet som bidrar til å sette intervjuobjektet i posisjon til å dele sin ekspertise og erfaring (Kallio et al., 2016). Sistnevnte vil bidra til å dekke studiens primærformål om å belyse problemstillingens relevans, i tillegg til å synliggjøre områder for etterfølgende forskning.

Vilkårene i Regnskapsloven § 5-8 danner rammen og strukturen i oppgaven. I kapittel 2 redegjør og drøfter vi den regnskapsteoretiske bakgrunnen for Regnskapsloven § 5-8. Fra delkapittel 2.5 gjennomgår og drøfter vi de fire vilkårenes ordlyd i lys av lovforarbeidene og annen relevant litteratur. I kapittel 3 utdyper vi ulike likviditetsmål og foreslår et rammeverk for lovens fjerde vilkår om god eierspredning og likviditet. I kapittel 4 presenteres funnene fra

likviditetsstudien. Kapittel 5 beskriver og begrunner vår metodiske tilnærming til de semistrukturerte intervjuene, samt metodevalgets styrker og svakheter for studien. I kapittel 6 presenteres funnene fra de semistrukturerte intervjuene. Kapittel 7 er viet til analyse av funn og diskusjon av studienes implikasjoner. I kapittel 8 presenteres konklusjonen og de mest interessante områdene for etterfølgende forskning.

2. Regnskapsfaglig bakgrunn – Regnskapsloven § 5-8 og virkelig verdi

I de neste delkapitlene presenteres og drøftes den regnskapsfaglige bakgrunnen for Regnskapsloven § 5-8. I delkapittel 2.5 med underkapitler drøftes vilkårene inngående.

Fordi Regnskapsloven § 5-8 spiller en sentral rolle i studien, presenteres den under i sin helhet:

Finansielle instrumenter og varederivater skal vurderes til virkelig verdi dersom de

1. er klassifisert som omløpsmiddel
2. inngår i en handelsportefølje med henblikk på videresalg
3. omsettes på børs, autorisert markeds plass eller tilsvarende regulert marked i utlandet, og
4. har god eierspredning og likviditet

Små foretak kan uten hinder av bestemmelsen i første ledd vurdere markedsbaserte finansielle omløpsmidler etter vurderingsregelen for omløpsmidler i § 5-2

Departementet kan i forskrift gi nærmere bestemmelser om regnskapsføring av finansielle instrumenter og varederivater, herunder om hvilke finansielle instrumenter og varederivater som ikke kan vurderes til virkelig verdi. (Regnskapsloven, 1998, § 5-8).

2.1 Generelle vurderingsregler for anleggsmidler og omløpsmidler

Norsk regnskapsrett og GRS bygger på en resultatorientert tilnærming. Likevel er riktig klassifisering av eiendeler i balansen avgjørende for resultatet. Dette skyldes de ulike vurderingsreglene som gjelder for underkategoriene av eiendeler; anleggsmidler (AM) og omløpsmidler (OM). Videre er korrekt klassifisering av eiendelene avgjørende for en rettvise presentasjon av foretakets finansielle stilling (Baksaas & Stenheim, 2015, s. 250).

Hovedreglene for innregning av AM og OM er anskaffelseskost jf. Regnskapsloven (1998, § 5-3 (1)). Etterfølgende vurdering av anleggsmidler skjer i tråd med anskaffelseskostmodellen som medfører en avskrivningsplikt og en betinget nedskrivningsplikt jf. Regnskapsloven (1998, §§ 5-3 (2) og 5-3 (3)). Vi viser til Baksaas & Stenheim (2015) for en nærmere gjennomgang av anskaffelseskostmodellen. For omløpsmidler foretas etterfølgende vurdering i tråd med laveste verdis prinsipp (LVP) jf. Regnskapsloven (1998, § 5-2). LVP utledes av sammenstillingsprinsippet og forsiktighetsprinsippet (Stenheim, 2008). Regnskapsloven § 5-2 pålegger måling til virkelig verdi dersom den virkelige verdien er lavere enn anskaffelseskost.

Finansielle investeringer følger de vanlige klassifiseringsreglene i Regnskapsloven § 5-1, der intensjonen med investeringen er styrende for klassifiseringen. Langsiktige finansielle investeringer er ment for varig eie, dersom intensjonen er å holde investeringen i mer enn ett år etter balansedato. Øvrige finansielle investeringer skal klassifiseres som omløpsmidler. Riktig klassifisering av finansielle investeringer har særlig betydning på grunn av klassifiseringsvilkåret i Regnskapsloven § 5-8. Det er derfor også avgjørende for korrekt regnskapsmessig håndtering at investeringen omklassifiseres dersom hensikten med investeringen endres jf. Regnskapsloven (1998, § 5-1 (3)). Dette gjelder uavhengig av NRS 18 pkt. 11 som opphever den betingede nedskrivningsplikten for finansielle anleggsmidler. NRS 18 pkt. 11 medfører i praksis at børsnoterte aksjer følger LVP jf. Regnskapsloven (1998, § 5-2) – uavhengig av klassifiseringen som AM eller OM. GRS pålegger ikke omklassifisering i forkant av salgstransaksjoner, men omklassifisering skal foretas dersom den primære hensikten om varig eie eller bruk i virksomheten ikke lenger er tilfredsstillt. Et planlagt salg kan, men må ikke tilsi at en omklassifisering bør foretas (NOU 1995:30, s. 183).

Vi viser til delkapitlene 2.5.1 og 2.5.2 for en mer inngående drøfting av de aktuelle klassifiseringsreglene for finansielle investeringer.

2.3 Virkelig verdi – et internasjonalt omdiskutert tema

Bruk av virkelig verdi i årsregnskapene er et omdiskutert tema i det internasjonale regnskapsmiljøet (Berg, 2009). Laux og Leuz (2009) beskriver virkelig verdi i regnskapet som en alternativ måte å måle eiendeler og gjeld på i forhold til historisk kost. Virkelig verdi i IFRS er definert som: «Den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på

måletidspunktet.» (IFRS 13, 2008, Vedlegg A pkt. 6). I regnskapsspråket U.S. GAAP er virkelig verdi definert tilsvarende: «Det beløp instrumentet kan byttes mot, i en velordnet transaksjon mellom villige parter, som ikke innebærer tvangssalg eller avvikling.» Financial Accounting Standard (FAS) 107 (1991, pkt. 5).

Et annet fellestrekk mellom IFRS og U.S. GAAP er kategoriseringen av inndata som benyttes i verdsettingsmetoder for virkelig verdi. For å kategorisere inndata på ulike nivåer opererer IFRS 13 med et hierarki på virkelig verdi. Øverst i hierarkiet er inndata på nivå 1 med høyest prioritet, i motsatt ende med lavest prioritet er inndata på nivå 3 jf. IFRS 13 (2008, pkt. 72). Hierarkiet danner et rammeverk for fastsettelse av virkelig verdi på eiendeler og gjeld. Inndata på nivå 1 er noterte markedspriser i aktive markeder for identiske eiendeler og forpliktelser jf. IFRS 13 (2008, pkt. 76). Et aktivt marked defineres som: «et marked der transaksjoner for eiendelen og forpliktelsen finner sted med tilstrekkelig hyppighet og volum til å gi løpende prisinformasjon.» (IFRS 13, 2008, Vedlegg A).

Inndata på nivå 2 er andre inndata enn observerbare markedspriser som omfattes av nivå 1, og er observerbare for eiendeler og forpliktelser, enten direkte eller indirekte jf. IFRS 13 (2008, pkt. 81). Inndata på nivå 2 omfatter både noterte priser for lignende eiendeler eller forpliktelser i aktive markeder og ikke-aktive markeder. Dersom det finnes et aktivt marked, er noterte priser på lignende eiendeler eller forpliktelser, preferert inndata på nivå 2. Når det ikke finnes et aktivt marked, tillates bruk av noterte priser for identiske og lignende eiendeler eller forpliktelser i markeder som ikke er aktive, jf. IFRS 13 (2008, pkt. 82. a) og b)).

Inndata på nivå 3 er ikke-observerbare inndata for eiendelen eller forpliktelsen, jf. IFRS 13 (2008, pkt. 86). Ikke-observerbar inndata utarbeides ved hjelp av den beste informasjonen som er tilgjengelig under omstendighetene. Dette kan være foretakets egenproduserte inndata, men her pålegges justering av inndata, dersom foretaket får en indikasjon på at andre markedsaktører benytter annen tilgjengelig informasjon jf. IFRS 13 (2008, pkt. 89). Ikke-observerbar inndata utarbeidet i henhold til IFRS 13 (2008, pkt. 89) anses som markedsaktørenes antakelser, men oppfyller formålet med måling til virkelig verdi i IFRS. Graden av subjektivitet i form av skjønnsbaserte vurderinger øker i takt med nivåene. Det medfører at jo mer skjønn man pålegger et estimat, desto mer øker estimatusikkerheten.

Hovedformålet med Regnskapsloven § 5-8 er sammenfallende med det øverste nivået i virkelig verdi-hierarkiet i IFRS - inndata på nivå 1. På dette nivået eksisterer det liten usikkerhet rundt instrumentets markedsverdi. Ordlyden i Regnskapsloven § 5-8 og definisjonen av inndata på nivå 1 i IFRS 13 er ulik, men begge med sammenfallende formål: Å sikre et pålitelig estimat på virkelig verdi. Både forarbeidene til Regnskapsloven og IFRS 13 vedlegg A, poengterer viktigheten av et velfungerende marked. I slike markeder vil det være høy grad av markedseffisiens som bidrar til at manipulasjonsrisikoen reduseres. Dersom det ikke kan benyttes noterte priser i aktive markeder som inndata, vil foretaket ha større mulighet til å manipulere inndataen. Slik manipulasjon kan også være ubevisst gjennom subjektiv vektning av inputfaktorer. Fordi graden av skjønnsbasert input øker, øker også manipulasjonsrisikoen ved verdsettelse på inddatanivå 2 og 3 (Landsman, 2007).

Stenheim (2008) hevder at det er betydelig måleproblematikk ved estimering av virkelig verdi. Måleproblematikken er en konsekvens av det varierende meningsinnholdet til begrepet virkelig verdi. Videre er operasjonaliseringen av virkelig verdi kontekstavhengig. Derfor er ikke begrepet virkelig verdi alltid like lett tilgjengelig. Teoretisk kan det argumenteres for at en observerbar markedspris ikke nødvendigvis vil være den korrekte markedsprisen, fordi det kan foreligge en informasjonsasymmetri (Berg, 2009). En korrekt markedspris vil kun oppstå dersom alle markedsaktørene til enhver tid har like mye kunnskap og informasjon om forhold i økonomien. En slik markedspris vil i praksis aldri eksistere. Verdsettelse til virkelig verdi anses derfor ifølge Berg (2009) å være relativt. Objektiv verdsettelse til virkelig verdi fordrer et sterkt effisient marked. I praksis vil informasjonsasymmetrien i markedet føre til at observerbare markedspriser ikke nødvendigvis er objektive. Dette gir grunnlag for fenomenene *adverse selection hypothesis* og det beslektede *moral hazard* fenomenet. Vi viser her til Landsman (2007) for en nærmere omtale.

Konsensus i den internasjonale debatten, er at virkelig verdi gir mer relevant informasjon enn historisk kost, men at dette går på bekostning av påliteligheten (Laux & Leuz, 2009). I en ren virkelig verdi-modell vil informasjonspåliteligheten svekkes ytterligere når det ikke foreligger observerbare markedsverdier. I disse tilfellene må virkelig verdi estimeres, dette innebærer at subjektive antagelser vil spille en avgjørende rolle i estimert virkelig verdi (Stenheim, 2008). Konkret står selskapet fritt til å velge de forventningene som gjør at verdsettelsen i større grad kommer selskapet til gode. Et slikt skjønn kan derfor være gjenstand for manipulasjon (Landsman, 2007).

Innføringen av virkelig verdi betyr at påliteligheten til regnskapet må vike for kravet om relevant og brukernyttig informasjon (Stenheim, 2008). Berg (2009) nevner flere utfordringer ved verdsettelse til virkelig verdi. En av utfordringene han lister opp er prosykliske svingninger i markedspriser. Berg kommenterte i kjølvannet av finanskrisen fra 2007, at risikopremiene som kreves i dag er mye høyere enn de var for to år siden, uten gode holdepunkter for endringer i forventede kontantstrømmer eller tilknyttet risiko. Dette gjelder særlig finansielle instrumenter som det er knyttet stor kreditt- og likviditetsrisiko til (Berg, 2009, s. 30). De store prissvingningene på finansielle instrumenter forplanter seg dermed til regnskapene for de selskapene som har slike instrumenter. Volatiliteten i dagens finansmarked 2020 og 2021, i kjølvannet av koronapandemien illustrerer denne effekten godt. Derimot kan det argumenteres at risikobildet nå er endret, da optimismen i finansmarkedene til en viss grad er knyttet opp mot forventninger om positive effekter av koronavaksineringene.

Uavhengig av utfordringene tilknyttet regnskapsmessig verdsettelse til virkelig verdi, har historisk kost også sine svakheter. Historisk kost vil i de aller fleste situasjoner gi mer pålitelig informasjon, fordi verdsettelsen baseres på faktiske transaksjoner. Derimot vil denne pålitelige informasjon ikke nødvendigvis være relevant informasjon, særlig i perioder med høy inflasjon. Dette fordi prisene for tilsvarende varer og tjenester vil være økt. Denne sammenhengen kompliseres ytterligere i markeder der prisstigning på visse varer og tjenester ikke reflekteres i den generelle inflasjonen. I Norge vil eiendomsprisutviklingen de siste 18 årene være et godt eksempel på dette. Eiendomsprisene har i snitt økt med 300,37 % i perioden. Dette er betraktelig mer enn inflasjonen målt ved KPI i samme periode 39,3 % (Eiendom Norge, 2021; SSB, 2021).

En annen utfordring i en historisk kost-modell er at volatiliteten fra en virkelig verdi-modell vil kunne oppnås gjennom såkalt *gains trading*⁵. Tilsvarende vil historisk kost i større grad kunne gi insentiver til å realisere urealisert gevinst kun motivert av å innregne verdien i regnskapet. Spesielt i oppgangstider vil historisk kost-modellen gi realisasjonsinsentiver som kan være uheldige. Et slikt insentiv kan være uheldig sammenlignet med måling til virkelig

⁵ *Gains trading* omhandler en handelspraksis der instrumenter med verdiøkning selges utelukkende for regnskapsmessig innregning over resultatet, mens instrumenter med urealisert verdifall videreføres i porteføljen.

verdi i de tilfellene virkelig verdi er pålitelig, og skillet mellom de økonomiske realitetene blir irrelevant. Sistnevnte var også del av lovutvalgets argumentasjon for behovet av Regnskapsloven § 5-8 (NOU 1995:30, s. 214). Laux og Leuz (2009) oppsummerer at måling til virkelig verdi reduserer insentivene til *gains trading* i økonomiske oppgangstider sammenlignet med historisk kost. I økonomiske nedgangstider er derimot bildet motsatt. Sistnevnte argument treffer riktig nok ikke norsk regnskapsrett i samme grad, hovedsakelig på grunn av laveste verdis prinsipp. Avslutningsvis trekker vi frem at historisk kost vil kunne medføre en manipulasjonsrisiko gjennom eksempelvis fiktive transaksjoner⁶ i forkant av balansedato.

Selv om virkelig verdi oftere blir trukket frem som den foretrukne målemodellen internasjonalt, er det fortsatt ulik oppfatning på hvilken av de to målemodellene som gir mest relevant og pålitelig informasjon. Historisk kost blir ofte omtalt som en målemodell som produserer pålitelig informasjon, til gjengjeld bærer informasjonen ofte preg av å være lite relevant (Kaya, 2013). Derimot fremstilles virkelig verdi gjerne som en målemodell som gir mer beslutningsnyttig informasjon, ofte på bekostning av påliteligheten (Cristea, 2018). Videre er det verdt å presisere at både relevansen og påliteligheten av virkelig verdi avtar, når vi beveger oss fra inndata på nivå 1 til inndata på nivå 3. På nivå 3 kan påliteligheten bli så lav at informasjonen mister sin relevans. I slike tilfeller vil historisk kost være å foretrekke (Penman, 2007).

2.4 Markedsverdi prinsippet - en tilnærming til virkelig verdi

Regnskapsloven fra 1998 ble utarbeidet med bakgrunn i EØS-selskapsdirektiv 4, artikkel 32. Innføringen av markedsverdi prinsippet på enkelte finansielle omløpsmidler i Regnskapsloven § 5-8 var en klar overstyring av EØS-direktivet, som fastslo at eiendeler skulle verdsettes etter en historisk kost-modell, nærmere definert i artikkel 34-42 (78/660/EØF, 1978; NOU 1995:30, s. 214). Lovutvalget argumenterte for at observerbar markedsverdi i effisiente markeder er beste estimat på virkelig verdi. Utvalget mente derfor at visse finansielle omløpsmidler skulle fravike den generelle verdsettelsen etter laveste verdis prinsipp. Finansdepartementet støttet forslaget og forsvarte den regulerte overstyringen med henvisning

⁶ En transaksjon der det reelt sett ikke foreligger en overgang av risiko og kontroll. Salg og gjenkjøp innen kort tid kan være et eksempel.

til direktivbestemmelsen i fjerde direktiv artikkel 2 nr.5. Denne bestemmelsen tillot alternativ verdsettelse, dersom dette klart vil gi regnskapet et mer rettvise og pålitelig bilde⁷ (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 21).

Lovutvalgets argumenter bak markedsverdiprinsippet var at, finansielle instrumenter i et velfungerende marked omsettes hurtig med minimale transaksjonskostnader. Dermed kan de anses som nære substitutter til penger. Utvalget hevdet derfor at skillet mellom realisert og urealisert gevinst ble irrelevant, og således at markedsverdiprinsippet var «eneste meningsfylte vurderingsprinsipp for pengesubstitutter» (NOU 1995:30, s. 214). Lovutvalget likestilte virkelig verdi for markedsbaserte finansielle instrumenter med børskurs eller tilsvarende observerbar markedsverdi i perfekte eller effisiente markeder. I perfekte eller effisiente markeder finnes det kun «én pris, og ingen aktør antar at ens egne beslutninger eller adferd vil påvirke prisen» (NOU 1995:30, s. 197). Videre hevdet lovutvalget at organiserte markeder⁸ for standardiserte finansielle instrumenter antas å ha innslag av slike egenskaper (NOU 1995:30, s. 197). I lys av dette kan det stilles spørsmål om utvalget hensyntok at det norske finansmarkedet er relativt lite i internasjonal sammenheng. Særlig med tanke på at dette også i større grad var tilfellet i perioden 1995 til 1998 (The GlobalEconomy, 2018).

Høyesterettsdommen mot Norway Seafoods Holding AS (NWSH) fra 2003, illustrerer risikoen ved å ukritisk likestille organiserte markeder med effisiente og velfungerende markeder. Kjernen i rettsaken var hvilket verdsettelsesprinsipp som skulle anvendes ved tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærenes eierandel. Hovedspørsmålet var om løsningssummen kunne fastsettes med utgangspunkt i børskurs, eller om den skulle ta utgangspunkt i aksjenes virkelige verdi. Der hver aksjes virkelige verdi gjenspeiler dens forholdsmessige andel av selskapets underliggende verdier.

Borgarting Lagmannsrett hadde tidligere i prosessen påpekt at løsningssummen kan tilsvare aksjenes børsverdi ved tilstrekkelig likviditet. I denne saken var ikke likviditeten i aksjene tilstrekkelig, lagmannsretten måtte derfor finne frem til en anslått omsetningsverdi (Rt. 2003 s. 713 premiss 28). Høyesterett fastslo følgende vedrørende løsningssum ved

⁷ Dette på tross av at medlemslandopsjonen i artikkel 33 ikke tillot alternative vurderingsprinsipper på finansielle omløpsmidler.

⁸ Begrepet «organiserte markeder» er erstattet av begrepet «regulerte markeder».

tvangsinnløsning:

Løsningssummen må ved tvangsinnløsning tilsvare aksjenes virkelige verdi i selskapet på det tidspunktet selskapets beslutning om tvungen overtakelse er satt fram. Denne verdien skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdiene i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi. Hvilken verdsettelsesmetode – substansverdi, avkastningsverdi, børskurs osv. – som i den enkelte saken er best egnet til å fastslå denne verdien må, som skjønnspraksis viser, avgjøres konkret. (Rt. 2003 s. 713 premiss 74).

Høyesterett ga minoritetsaksjonærene medhold og NWSH betalte minoritetsaksjonærene NOK 34,50 pr. aksje. Det opprinnelige tilbudet fra NWSH var NOK 16,00 pr. aksje og børskursen i forkant av kunngjøringen var 14,80 (Rt. 2003 s. 713 premiss 13 & 22). Dommen illustrerer viktigheten av å vurdere markedets virkemåte, herunder likviditet, før børskursen anses som eneste alternativ til virkelig verdi.

Tilsvarende finnes det tilfeller der midtpunktspisen, ikke sluttkurs, er ansett for å være et bedre estimat på instrumentets virkelige verdi (Næs et al., 2008). Dette gjelder særlig for instrumenter med lav likviditet og tilsvarende høye transaksjonskostnader. Som en konsekvens vil prising innenfor *spread* kunne gi et mer representativt bilde på instrumentets reelle markedsverdi. For en nærmere og grundig gjennomgang av sammenhengen mellom likviditet og markedsprising viser vi til Amihud et al. (2006).

Bruk av midtpunktpriser, også kalt middelkurser, er tillatt etter IFRS når disse er mer representative for den virkelige verdien (IFRS 13, 2008, pkt. 70 og 71). Dog presiseres det i IFRS 13 (2008, pkt. 76 og 77) at noterte priser i aktive markeder gir mest pålitelig dokumentasjon av virkelig verdi, og derfor skal benyttes når de er tilgjengelige. Markedsverdi er med andre ord kun en god tilnærming til virkelig verdi for aktivt handlede instrumenter, der handlene er reelle og foregår på armlengdes avstand.

2.5 Nærmere om Regnskapsloven § 5-8

I de neste delkapitlene vil vi gå grundigere gjennom bakgrunnen for hvert av vilkårene i Regnskapsloven § 5-8. Drøftingen foregår i lys av lovforarbeidene, faglitteratur og internasjonal forskning.

2.5.1 Vilkår 1 – Klassifisering som omløpsmiddel

Regnskapsmessig klassifisering som omløpsmiddel er første forutsetning for måling til virkelig verdi etter markedsverdi prinsippet. Korrekt klassifisering av finansielle investeringer i anleggsmidler og omløpsmidler er derfor av essensiell betydning. Klassifiseringen av finansielle investeringer i anleggsmidler og omløpsmidler følger de samme kriteriene som øvrige anskaffelser jf. NRS 8 pkt. 4 og (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 109). Regnskapsmessig klassifisering etter norsk regnskapsrett, følger videre EØS-avtalens fjerde direktiv artikkel 15 nr. 1 og 2. Her beskriver skillet mellom anleggsmidler og omløpsmiddel på følgende måte:

- «1. Hvorvidt spesielle aktiva skal oppføres som anleggsmidler eller omløpsmidler skal avgjøres ut fra formålet de er bestemt for.
2. Anleggsmidlene skal omfatte de aktiva som er bestemt for varig bruk i foretakets virksomhet.» (NOU 1995:30, s. 181).

Det er dermed foretakets formål med anskaffelsen av den enkelte eiendelen som styrer klassifiseringen. Inngår anskaffelsen i foretakets ordinære varekretsløp skal den klassifiseres som omløpsmiddel. Anskaffelser av eiendeler utenfor varekretsløpet skal klassifiseres i tråd med Regnskapsloven § 5-1, der det må vurderes om eiendelen er bestemt til varig eie eller bruk - i så fall er de anleggsmidler. Dersom hensikten med anskaffelsen er å oppnå en gevinst ved å selge eiendelen, vil den ikke anses som varig og dermed ikke kunne klassifiseres som anleggsmiddel jf. NRS 8 pkt. 4. Grensedragningen blir krevende for de eiendelene som er anskaffet for varig eie eller bruk, men som også vil være aktuelle å selge dersom tilbudet er godt nok. For sistnevnte anskaffelser blir tidsperspektivet på anskaffelsestidspunktet avgjørende for klassifiseringen (NOU 1995:30, s. 182).

Norsk lovkommentar til Regnskapsloven § 5-1 henviser til IAS 1 pkt. 66 c) der tidsperspektivets grense for klassifisering som omløpsmiddel, er planlagt realisasjon innen et

år etter balansedagen. Det bør legges til grunn at denne tilnærmingen kan være aktuell også etter GRS (Handeland et al., 2020, s. 219).

Lovutvalgets opprinnelige forslag var strengere klassifiseringsregler for lettomsettelige finansielle investeringer, enn for øvrige investeringer. De hevdet at «aksjer og andre verdipapirer som er lett omsettelige, er omløpsmidler hvis det ikke foreligger særlige forhold som tilsier at de er ervervet for varig eier eller bruk» (NOU 1995:30, s. 182).

Norges statsautoriserte revisor forening (NSRF) stilte seg kritisk til hensikten med ulik håndteringen av klassifiseringsreglene (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 139). Oslo Børs stilte seg også kritiske til de foreslåtte klassifiseringsreglene. Kritikken gikk ut på at det er mulig å ha intensjon om langsiktig bruk av aksjen, selv om aksjen vil være til salgs dersom markedsprisen blir tilstrekkelig attraktiv. Lovutvalgets skjerpede klassifiseringsvilkår på lettomsettelige verdipapirer ville i praksis hindre slike investeringer i å bli klassifisert som anleggsmidler. Finansdepartementet tilbakeviste NSRFs og Oslo Børs bekymring, og la til grunn at det ikke skal stilles andre eller «strengere» krav til klassifisering av aksjer og andre verdipapirer, enn det som skulle gjelde for andre eiendeler (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 139).

Det er derfor interessant at den eksakt samme formuleringen fra lovutvalget er å finne igjen i NRS 8 pkt. 4. Det tilsier at ukritisk klassifisering i tråd med NRS 8, vil medføre den samme forskjellsbehandlingen ved klassifiseringen av finansielle eiendeler som NSRF og Oslo Børs stilte seg kritiske til, og som Finansdepartementet avviste i sitt tilsvarende svar. Norsk lovkommentar til Regnskapsloven § 5-1 påpeker videre at de generelle klassifiseringsreglene skal gjelde også for børsnoterte verdipapirer (Handeland et al., 2020, s. 218).

2.5.2 Vilkår 2 - Inngå i en handelsportefølje med henblikk på videresalg

Lovparagrafens andre vilkår for bruk av markedsverdiprinsippet på finansielle omløpsmidler, er at investeringen må inngå i en handelsportefølje med henblikk på videresalg.

Innholdet i begrepet *handelsportefølje*, og ikke minst tolkningen av begrepet, ble omfattende diskutert i forarbeidene til Regnskapsloven. Schwencke et al. (2020, s. 446) hevder videre at dette vilkåret var det mest omdiskuterte vilkåret i Regnskapsloven § 5-8. Flere av høringsinstansene etterspurte en nærmere definisjon av begrepet handelsportefølje og fortrinnsvis at begrepet skulle defineres i lov eller tilhørende regnskapsstandard (Ot.prp. 42

(1997-1998), s. 168-169).

Lovutvalget viste i forarbeidene til regnskapspråket U.S. GAAP som tillot regnskapsmessig måling til markedspris for aksjer som inngikk i en handelsportefølje⁹ (NOU 1995:30, s. 214). Måling til markedspris i U.S. GAAP fulgte på den tiden regnskapsstandarden FAS 115, utarbeidet av Financial Accounting Standards Board (FASB). Standarden stilte krav til aktiv forvaltning av handelskontoen for å kunne benytte markedskurs som måleattributt. Kravet om aktiv forvaltning innebar at selskapets intensjon med verdipapiret ble bestemmende for klassifiseringen innenfor og utenfor handelskontoen jf. FAS 115 pkt. 6 flg. Handelskontoen skulle utelukkende inneholde *trading securities*, det vil si, verdipapirer der formålet var å oppnå avkastning på små prisforskjeller (Board, 1993, s. 8).

I U.S. GAAP ble det praktisert et skille mellom; verdipapirer holdt til forfall, verdipapirer tilgjengelig for salg og verdipapirer til handelsformål. Formålet med å dele inn verdipapirer i tre «kategorier», var å ha ulik verdsettelse og ulik regnskapsføring av urealisert gevinst og tap (Board, 1993, s. 4-5). Noen uspesifiserte høringsinstanser mente at kriteriene i den tradisjonelle klassifiseringen av OM og AM skulle være styrende for inndeling av verdipapirer tilgjengelig for salg, og verdipapir holdt for handelsformål. FASB stilte seg kritiske til dette inndelingskriteriet. FASB hevdet på sin side at den tradisjonelle regnskapsmessige klassifiseringen av eiendeler ikke fanger opp den grunnleggende intensjonen med handelsformål, det vil si oppnå gevinst på kortsiktige kurssvingninger. Andre høringsinstanser ønsket en enklere regel og foreslo at alle verdipapirer klassifisert som omløpsmiddel skulle klassifiseres som verdipapir holdt for handelsformål. FASB var kritisk til forslaget, og hevdet at tidsperspektivet ikke skulle spille en avgjørende rolle for verdipapirets intensjon, hvorvidt det er til handelsformål eller holdt tilgjengelig for salg (Board, 1993, s. 18).

Det var uenighet blant medlemmene i FASB om hvorvidt virkelig verdi på verdipapirer gir relevant informasjon. Noen styremedlemmer hevdet at virkelig verdi gir mest beslutningsnyttig informasjon for investorer, kreditorer og andre interessenter. De

⁹ Terminologien i regnskapsstandarden FAS 115 tilsier en ordrett oversettelse til handelskonto. Lovutvalget refererte begrepet handelsportefølje til US GAAP. Vi legger derfor til grunn at begrepene handelskonto og handelsportefølje er synonyme.

argumenterte for at virkelig verdi hjelper regnskapets interessenter med å evaluere selskapets investeringsstrategier (Board, 1993, s. 12). Andre styremedlemmer argumenterte for at virkelig verdi gir mindre relevant informasjon i forhold til amortisert kost. De hevdet at amortisert kost i større grad får frem selskapets beslutningsprosesser, den tilhørende inntjeningseffekten og dermed den ultimate gjenvinnbare verdien på eiendelen. Måling til virkelig verdi kan påvirkes av ulike faktorer som ligger utenfor ledelsens kontroll. Således gir ikke måling til virkelig verdi alltid relevant informasjon for å kunne bedømme selskapets drift. Derfor hevdet de at urealisert gevinst ikke bør innregnes før verdipapiret realiseres (Board, 1993, s. 12).

Til tross for uenighetene innad i FASB, innførte de verdsettelse til virkelig verdi på verdipapirer holdt tilgjengelig for salg og verdipapirer holdt for handelsformål. Hovedforskjellen mellom disse verdipapirklassene er at urealiserte gevinster kun tas over resultatet for verdipapirer holdt for handelsformål. Urealisert gevinst på verdipapirer holdt tilgjengelig for salg tas derimot over OCI¹⁰ (Board, 1993, s. 5).

Argumentene i lovutvalgets referanser til U.S. GAAP, samsvarer med Finansdepartementets tilsvarende. I tilsvaret viste Finansdepartementet videre til dansk årsregnskapslov fra 1981 og den foreløpige britiske regnskapsstandarden ED 55 fra 1990. Av disse fremgikk det at handelsporteføljer benyttes av finansforetak som hyppig omsetter aksjer og andre verdipapirer. Legges disse tolkningene til grunn, skal handelsporteføljen i GRS kun inneholde verdipapirer som regelmessig omsettes for å skape avkastning på prisforskjeller. Begrepet *trading* står sentralt i denne tolkingen. Dette underbygges videre av lovutvalgets innstilling: «bruk av markedsverdi skal begrenses til markedsbaserte finansielle omløpsmidler som kjøpes og selges løpende» (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 166). Finansdepartementets tilsvarende legger til grunn at handelsporteføljen må bestå av verdipapirer som utelukkende kjøpes og selges regelmessig. Herunder også at handelsporteføljen «er en undermengde av omløpsmidler» (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 170).

¹⁰ *Other comprehensive income* (OCI) eller «andre inntekter og kostnader». OCI benyttes også i IFRS og består av omklassifiseringsjusteringer og andre inntekts- og kostnadsposter som ikke innregnes over resultatet jf. IAS 1.7.

I praksis legger tolkningen ovenfor til grunn at markedsbaserte finansielle eiendeler må gjennom to klassifiseringsrunder før de kan vurderes for verdsettelse i tråd med Regnskapsloven § 5-8. Konkret vil det si at finansielle eiendeler, først må oppfylle det ordinære klassifiseringsvilkåret som omløpsmiddel, deretter også de spesifikke klassifiseringsvilkårene for å inngå i en handelsportefølje. Det medfører videre at tredelingen av finansielle investeringer fra U.S. GAAP er å kjenne igjen i GRS; varianter av *held for maturity* som finansielle anleggsmidler med et langsiktig overordnet formål, *trading securities* som verdipapirer i handelsporteføljen og *securities held for sale* som både kan være anleggsmidler og omløpsmidler etter norske klassifiseringsregler. Sistnevnte kategori kjennetegnes ved at de ikke oppfyller kravene til å inngå i handelsporteføljen.

Det er uheldig at vilkårene som må oppfylles for å inngå i en handelsportefølje, ikke er omtalt nærmere. Ikke minst fordi begrepet handelsportefølje mangler referanser i norsk regnskapsrett. I tillegg er portefølje et flertallsord, og basert på denne ordlyden er det ikke veldig treffende å hevde at én aksje kan utgjøre en portefølje. Det er derfor nærliggende å anta at begrepet handelsportefølje kan skape assosiasjoner med finansiellitteraturens porteføljebegrep.

Fra finansiellitteraturen er en portefølje en beholdning av verdipapirer. Eksempelvis en beholdning av flere ulike aksjer (Persvold, 2019). I forarbeidene stilte verken Finansdepartementet eller utvalget krav til antall aksjer i handelsporteføljen. I praksis synes det å være noe usikkerhet knyttet rundt dette. Schwencke et al. (2020) presiserer at begrepet portefølje i denne sammenheng, ikke kan ses i sammenheng med den allmenne oppfattelsen av definisjonen. Det vil si, en beholdning av ulike aksjer. Oppfatningen til Schwencke et al. (2020) er at det ikke stilles krav til omfang på handelsporteføljen. Begrepet handelsportefølje kan også tenkes å gi assosiasjoner med begrepet diversifisert¹¹ portefølje. En slik tolkning vil være strengere enn det argumentasjonen i lovforarbeidene tilsier. I de kvalitative intervjuene undersøke vi om det er grunnlag for disse antagelsene, da de inngår i vår hypotese om upresis begrepsbruk i Regnskapsloven § 5-8.

¹¹ Diversifisert portefølje er en portefølje bestående av flere verdipapirer med ulik risikoprofil og markedskorrelasjon beta. I en perfekt diversifisert portefølje vil verdipapirenes usystematiske risiko være nøytralisert.

Vilkår 2 omfatter også formuleringen «med henblikk på videresalg». Hensyntatt de vurderte momentene i de doble klassifiseringsvilkårene jf. Vilkår 1 og tolkningen av begrepet handelsportefølje, vil denne formuleringen fremstå skjerpene. Formuleringen antyder å sikre at formålet med investeringene i handelsporteføljen er kortsiktige, og videre at hensikten er å utnytte kortsiktige kurssvingninger. Oslo Børs legger i tidsskriftet Børssirkulære til grunn at:

Det er intensjonen på anskaffelsestidspunktet som er avgjørende, og instrumentet vil ikke automatisk falle utenfor handelsporteføljen dersom det ikke skulle bli videresolgt på kort sikt. Mangel på videresalg vil imidlertid kunne gi informasjon om hvorvidt foretakets intensjon er reell eller har endret seg. Et selskaps uttrykte intensjon om at instrumentet er anskaffet med henblikk på videresalg vil gradvis miste sin troverdighet jo lengre instrumentet er i selskapets eie. (Børs, 1999)¹²

Denne tolkningen tilsier at intensjon om videresalg trumfer handling, men pålegger likevel at kravet om videresalg ikke kan neglisjeres. Det er det verdt å påpeke at en streng praktisering av kravet om videresalg vil kunne undergrave hensikten med Regnskapsloven § 5-8, som nettopp er å fjerne realisasjonskravet for resultatføring av urealisert gevinst på de omløpsmidlene som oppfyller vilkårene.

2.5.3 Vilkår 3 - Omsettes på børs, autorisert markedsplass eller tilsvarende regulert marked i utlandet

Lovparagrafens tredje vilkår for bruk av markedsverdiprinsippet på finansielle omløpsmidler, er at instrumentet må omsettes på børs, autorisert markedsplass eller tilsvarende regulert marked i utlandet. Vilkåret begrenser dermed anvendelsesområdet av virkelig verdi til instrumenter som er oppført på en av de nevnte typene av markedsplasser. Vilkår 3 er flere ganger endret i loven, i takt med underliggende endringer i verdipapirlovgivningen. I norsk lovkommentar note 269b til Regnskapsloven er det kommentert at: «Begrepet 'børs' er erstattet med det noe videre begrepet *regulert marked*» (Handeland et al., 2020, s. 255; Verdipapirhandelloven, 2007, § 2-7 (4)). Begrepet *børs* er fremdeles definert i verdipapirhandelloven § 2-7 (7) som et regulert marked med tillatelse etter § 13-1. Derimot er begrepet *autorisert markedsplass* ikke lenger definert eller omtalt i verdipapirloven, således

¹² Kilden er opphevet grunnet at Regnskapsloven § 5-8 (3) er endret.

forutsetter vi at det er begrepet *autorisert markedsplass* som er erstattet med begrepet *regulert marked*. Lovkommentaren avslutter med at manglende oppdatering av begrep ikke har betydning for bestemmelsens innhold (Handeland et al. 2020, s. 255).

I forarbeidene argumenterte lovutvalget for at markedsverdiprinsippet kun skulle benyttes på *markedsbaserte finansielle omløpsmidler*. Disse er definert som: «verdipapirer og andre finansielle instrumenter som omsettes på børs eller i et tilsvarende organisert marked, og som har god eierspredning og likviditet.» (NOU 1995:30, s. 197). Videre fremgår det av forarbeidene at organiserte markeder antas å ha innslag av elementene fra perfekte eller effisiente markeder. I organiserte markeder foreligger det kun én pris, og ingen aktør antas å kunne påvirke prisene (NOU 1995:30, s. 197). Herfra kan formålet med vilkår 3 og 4 utledes til å sikre at markedsbasert verdsettelse foretas til pålitelige priser, fastsatt i effisiente markeder.

Vilkår 3 fremstår skjerpene, fordi vilkåret kan ekskludere instrumenter som oppfyller vilkår 4 om god eierspredning og likviditet på markedsplasser som faller utenfor ordlyden i vilkåret. Det kan derfor diskuteres i hvilken grad vilkår 3 er formålstjenlig med det overordnede formålet fra forarbeidene. Uavhengig av det, stiller vilkåret krav til markedsplassen og begrenser dermed anvendelsesområdet av virkelig verdi i GRS.

Vi vil under kort belyse vilkåret i lys av de tre norske handelsplattformene på Oslo Børs; Euronext Oslo (tidligere Oslo Børs), Euronext Expand (tidligere Oslo Axess) og Euronext Growth (tidligere Merkur Markets).

Euronext Oslo er et regulert marked jf. verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (4)) og så vel børs jf. verdipapirhandelloven (2007, §§ 2-7 (7) og 13-1 (1)). Det betyr at markedsplassen oppfyller kravet i vilkår 3 på ordlyd børs, så vel som regulert marked – forutsatt argumentasjonen i tilknytning til det nå utgåtte begrepet autorisert markedsplass. Instrumenter på Euronext Oslo oppfyller derfor kravene i vilkår 3.

Euronext Expand er et regulert marked jf. verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (4)), men ikke børs jf. verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (7)). Forutsatt at regulert marked erstatter begrepet autorisert markedsplass, oppfyller instrumenter på Euronext Expand vilkår 3.

Euronext Growth er et kontrollert marked, men ikke et regulert marked jf. verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (4)) eller EU-direktivet MiFID (Euronext, 2021). Fordi Euronext Growth ikke er et regulert marked, kan markedsplassen heller ikke være en børs jf. verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (7)) og faller dermed utenfor vilkår 3 i Regnskapsloven § 5-8. Det betyr at instrumenter notert på Euronext Growth ikke oppfyller kravene i vilkår 3 og er derfor ekskludert fra verdsettelse til virkelig verdi.

Sett utenfor landegrensene vil instrumenter på tilsvarende regulerte markeder i utlandet også være aktuelle for verdsettelse i tråd med markedsverdiprinsippet. De konkrete vurderingene hvorvidt en markedsplass oppfyller kravene i EU-direktivet MiFID, kan være krevende. Derfor begrenses oppgaven til det norske markedet. Denne beslutningen begrunnes også med at oppgaven i utgangspunktet er rettet mot brukere av GRS, som trolig vil være mest interessert i håndteringen av de norske handelsplassene. Vi viser her til fenomenet *equity home bias* (French & Poterba, 1991). For spesielt interesserte viser vi til EU-direktivet MiFID for en nærmere omtale av kravene til regulerte markedsplasser.

2.5.4 Vilkår 4 – God eierspredning og likviditet

Det samlede vilkåret om god eierspredning og likviditet er nærmere forklart i lovkommentar note 270, der det vises til lovforarbeidene i Ot.prp.nr. 42 (1997-98). Proposisjonen fremhevet spesielt betydningen av at et foretaks beslutning om salg, ikke skal kunne påvirke markedskursen. Det ble videre påpekt at denne betingelsen antas å ha større betydning i det norske finansmarkedet som er relativt lite sammenlignet med større markeder internasjonalt. I samme omgang nevnes det også i NOU 1995:30 (1995, s. 214) at markedsverdiprinsippet krever et effisient marked der «ingen aktør antar at ens egne beslutninger eller adferd vil påvirke prisen». Sistnevnte underbygger kravet om god eierspredningen, da en stor eier må forvente å ha en påvirkningsmakt på prisingen - særlig på kort sikt. Videre indikerer kombinasjonen av store eiere og store transaksjoner at det foreligger en informasjonsasymmetri som svekker instrumentets likviditet i sin helhet (Rubin, 2007). Vurderingen om hvorvidt det foreligger god eierspredning og likviditet bør derfor gjøres relativt til aktørens egen påvirkningsmakt og størrelsen på investeringen.

Eierspredning som isolert fenomen, kompliserer likviditetsvurderingene. Store passive eiere, eksempelvis staten, reduserer instrumentets likviditet gjennom høyere eierkonsentrasjon. For

institusjonelle investorer som, for eksempel fondsforvaltere og pensjonskasser, er likviditetspåvirkningen mer kompleks. Institusjonelle investorer bidrar til dels med økt handelsaktivitet, det resulterer i lavere transaksjonskostnader og dermed bedret likviditet. Likviditetseffekten av handelsaktiviteten motvirkes av økende eierkonsentrasjon og den implisitte informasjonsasymmetrien som øker transaksjonskostnadene og reduserer likviditeten (Ginglinger & Hamon, 2012; Rubin, 2007). Når det empiriske sammenholdes med ordlyden i forarbeidene og loven, kan det diskuteres i hvilken grad eierspredning skal vurderes som isolert fenomen.

Vi argumenterer for at så lenge likviditeten i instrumentet til enhver tid er god, relativt til aksjepostens størrelse, vil det strenge kravet til likviditet implisitt medføre en god nok eierspredning. Konsekvensene av redusert eierspredning kan isolert sett være positive, så vel som negative, for likviditeten. Det blir dermed den faktiske endringen i likviditet - uavhengig om den skyldes endringer i eierstruktur, eller andre forhold som blir styrende for vilkår 4. På den andre siden kan det være enkelte situasjoner der en slik tilnærming ikke vil være forsvarlig. Et konkret eksempel vil være et instrument der likviditeten tilsynelatende er god, men er et resultat av handel mellom nærstående parter.

Videre fremgår det fra forarbeidene at markedsverdiprinsippet er tiltenkt brukt på finansielle investeringer som er nære substitutter til penger. For å kunne opprettholde kravet om å være et nært pengesubstitutt, er det rimelig å sette en relativt høy terskel for eierspredning og likviditet på de finansielle omløpsmidlene som ellers oppfyller kravene i Regnskapsloven § 5-8. Sistnevnte argument styrkes av at mindre likvide instrumenter i gjennomsnitt har større relative prisutslag i transaksjoner sammenlignet med mer likvide instrumenter (Black, 1971; Næs et al., 2008). Dersom kravet til likviditet undervurderes, vil det i verste fall kunne medføre at måling til observerbar markedspris, eksempelvis sluttkurs på balansedagen, ikke gir et rettvise bilde av den virkelige verdien. Dette må i seg selv sies å være i strid med Regnskapsloven §§ 5-8 og 3-2a.

Vi legger derfor til grunn at god eierspredning og likviditet er ivaretatt når aktørens egne beslutninger eller atferd ikke påvirker prisen, samtidig som kontantekvivalensen opprettholdes. Det vil si at instrumentet kan realiseres nærmest umiddelbart.

Oslo Børs, Norske Finansanalytikerens Forening og NSRF mente at lovutvalgets forslag til kriterier for anvendelse av markedsverdiprinsippet var for lite konkrete. Høringsinstansene presiserte likevel at en slik utdypning og presisering også bør kunne skje gjennom utvikling av tilhørende regnskapsstandard (Ot.prp. 42 (1997-1998), s. 130).

Mer enn 20 år senere gis det verken i lov, tilhørende forskrift eller standard, konkrete føringer på hva som anses som tilstrekkelig god eierspredning og likviditet. Det gis heller ikke føringer på hvordan disse vilkårene kan måles. Det må kunne sies å være uheldig at en slik etterspurt standard, eller annen form for presisering, ikke har blitt utarbeidet. Vi presenterer i den anledning følgende hypotese: «Mangelen på entydige krav til god eierspredning og likviditet, samt hvordan dette skal måles, resulterer i varierende tolkning av vilkåret og dermed variasjon i anvendelse av Regnskapsloven § 5-8.»

2.6 Likviditet og eierspredning - i finansiellitteraturens kontekst

Likviditet og eierspredning er populære forskningsområder innenfor finansfaget. Det vil derfor være relevant å tolke disse begrepene i lys av den finansielle forskningen. Av hensyn til oppgavens omfang vil vi dog begrense oss til forskning på aksjer. Vi antar det er den gruppen av finansielle instrumenter som er mest vanlig blant norske selskaper som bruker Regnskapsloven § 5-8. Uavhengig av det, vil deler av argumentasjonen og prinsippene være overførbare til flere av instrumenttypene nevnt i Regnskapsloven § 5-8. Herunder særlig varederivater som ikke er til sikringsformål jf. Regnskapsloven (1998, § 7-17), markedsbaserte obligasjoner og opsjoner.

Likviditet er et vidt begrep i finansiellitteraturen. I konteksten av finansielle instrumenter er markedslikviditet et mål på en sentral transaksjonskostnad og et destillat av risikobegrepet - *liquidity risk*. Liquidity risk er en risikokomponent som omhandler risikoen tilknyttet manglende mulighet til å kjøpe eller selge til en forutsigbar pris - når aktøren ønsker det. Likviditet kan defineres som evnen til å konvertere kontanter til aksjer - og vice versa, uten prisutslag¹³ (Amihud et al., 2005). Likviditet er dermed et mål på hvor lett omsettelig et

¹³ Definisjonen til Amihud, Mendelson og Pedersen nevner aksjer spesifikt, men definisjonen holder også for andre finansielle instrumenter som obligasjoner, opsjoner og de fleste derivater. Se også (Fisher, 1959).

finansielt instrument er. Likviditet er indirekte observerbart, men er krevende å måle, fordi likviditet består av flere observerbare dimensjoner i markedet.

Kyle (1985) dekomponerer likvidetsbegrepet i tre dimensjoner *tightness*, *depth* og *resilency*:

- *Tightness*: Et mål på spredningen mellom beste kjøper- og selgerkurs, heretter omtalt som *bid-ask spread* eller bare *spread*.
- *Depth*: Et mål på transaksjonsvolumet som er nødvendig for å påvirke prisene.
- *Resilency*: Et mål på tiden det tar før prisene på nytt når en ny likevektspris etterfulgt av en stor handel.

Andre argumenterer for en ytterligere dimensjonsinndeling av likviditet, herunder Von Wyss (2004, s. 5), som i sin doktorgradsavhandling omtaler en fjerde dimensjon - *trading time*. Han definerer tidsdimensjonen som et mål på muligheten til å gjennomføre en transaksjon umiddelbart til en gjeldende pris. Dette fenomenet omtales gjerne også som *immediacy*. *Trading time* ble utledet av Hirshleifer (1971), og ytterligere av Lippman og McCall (1986), som argumenterte for tidsdimensjonen i konteksten av *forhastede salg*. Der fraværet av tilstrekkelig budfrekvens - *et tynt marked*, kan fremtvinge nødvendige salg til under faktisk markedspris. Næs et al. (2008) trekker en lignende konklusjon som von Wyss om at likviditet består av en kostnadsdimensjon, en kvantumsdimensjon, en tidsdimensjon og en elastisitetsdimensjon.

Det foreligger ytterligere en viss konsensus for å måle likviditet i fem dimensjoner, se herunder studier fra Bernstein (1987) og Sarr og Lybek (2006). Den femte dimensjonen oppnås ved å dele dimensjonen *depth* i to separate dimensjoner; *depth* og *breadth*. *Depth* måler volumet av kjøps- og salgsordre nær likevektsprisen. I et dypt marked vil det være et rikelig ordrevolum rundt likevektsprisen. *Breadth* måler ordrevolumet i sin helhet, og følgelig vil det i et bredt marked være et rikelig ordrevolum til varierende priser (Díaz & Escibano, 2020). Selv om dimensjonene måler ulike egenskaper av likviditet, er de til dels sammenhengende. Særlig gjelder det for nettopp *depth* og *breadth*, som begge avhenger av verdipapirets ordrebok. En omfattende ordrebok, eller fraværet av det, vil videre korrelere med dimensjonen *immediacy* som også vil indikere graden av verdipapirets *resilency* (Díaz & Escibano, 2020).

Uavhengig av dimensjonsinndelingen av likviditet i tre, fire eller fem dimensjoner, har det empirisk vist seg å være svært krevende å finne et likviditetsmål som fanger opp alle dimensjonene på en tilfredsstillende måte (Næs et al., 2008). Dagens empiriske likviditetsmål deles i to kategorier; *høyfrekvente likviditetsmål* basert på intradagsdata og *lavfrekvente likviditetsmål*¹⁴ basert på daglige, ukentlige eller månedlige data. Videre deles likviditetsmålene inn i endimensjonale- og multidimensjonale mål, avhengig av hvor mange likviditetsdimensjoner målet er ment å måle (Fong et al., 2017).

Utfordringene med å finne et godt og standardisert likviditetsmål har hovedsakelig blitt begrunnet med den historiske mangelen på høyfrekvente intradags- og individuell handelsdata (Díaz & Escribano, 2020). Selv om høyfrekvente data har blitt mer tilgjengelige de siste årene, er de fremdeles relativt utilgjengelige og kostbare. Arbeidet med analysen og utviklingen av standardiserte likviditetsmål blir videre komplisert av en svært omfattende og eksponentielt voksende datamengde (Fong et al., 2017). Nyere empirisk forskning fra blant annet Schestag et al. (2016) og nevnte Fong et al. (2017) finner dog at visse lavfrekvente likviditetsmål evner å måle likviditet like nøyaktig som mer moderne likviditetsmål, basert på intradags- og individuell handelsdata.

Under følger et utvalg av de mest utbredte likviditetsmålene. Blant disse likviditetsmålene finner vi både endimensjonale og multidimensjonale likviditetsmål. For en mer omfattende gjennomgang av likviditetsmål viser vi til doktorgradsavhandlingen til Von Wyss (2004) for en introduksjon, og Díaz og Escribano (2020) for en oppdatert oversikt.

- *Turnover* og andre varianter av omsetningsbaserte likviditetsmål. Måler primært *depth*.
- Spreadbaserte likviditetsmål, som *Quoted Spread* (Stoll, 1989) og *Effective Spread* (Lee, 1993). Likviditetsmål basert på spread måler primært *tightness*.
- *Roll* (Roll, 1984).
- *Amivest* (Kerry Cooper et al., 1985).
- *ILLIQ* eller *Amihud* (Amihud, 2002).

¹⁴ Lavfrekvente likviditetsmål omtales i litteraturen som *liquidity proxies*, mens de høyfrekvente likviditetsmålene omtales som *liquidity measures*. For å unngå misforståelser omtaler vi begge kategoriene som likviditetsmål.

- *LOT* (Lesmond et al., 1999).

Goyenko et al. (2009) undersøkte de mest brukte likviditetsmålene opp mot 400 tilfeldig valgte aksjer fra NYSE i perioden 1993 til 2005. De konkluderer med at Amihud og varianter av effektiv spread korrelerer høyest med større prisutslag. Funnene til Goyenko et al. (2009) samsvarer i høy grad med nyere funn fra Fong et al. (2017), der særlig de daglige variantene av likviditetsmålene Amihud og *Closing Percent Quoted Spread* fremheves. Korrelasjonen med høye prisutslag antyder at disse likviditetsmålene kan være hensiktsmessige indikatorer for illikvide aksjer. Det er nettopp denne egenskapen som gjør de attraktive i konteksten av Regnskapsloven § 5-8. Der hensiktsmessige likviditetsmål må være egnet til å fange opp instrumenter med lav eierspredning og likviditet. Samtidig er det en forutsetning at relevante likviditetsmål ikke er for komplekse. Dette fordi komplekse likviditetsmål ofte krever et avansert datagrunnlag og er ressurskrevende å beregne og analysere. Slike likviditetsmål vil derfor i mange situasjoner være økonomisk uforvarlige i et regnskapsmessig kost-nytte perspektiv.

Kost-nytte er særlig avgjørende for de minste aktørene blant store og øvrige foretak, der vurderingene er pliktige. På den andre siden er ikke kost-nytte et tilsvarende argument for små foretak jf. Regnskapsloven (1998, § 1-6), som benytter seg av valgadgangen i Regnskapsloven § 5-8. Fordi unntaksregelen er et frivillig prinsippvalg for små foretak, blir vurderingskravene i Regnskapsloven § 5-8 en frivillig konsekvens som må veies opp mot nytten av å bruke markedsverdi prinsippet. Små foretak som velger å benytte seg av unntaksregelen, men ikke gjør tilstrekkelig vurderinger opp mot vilkårene, har indirekte valgt å bryte loven. Frivilligheten kan dermed fremstå som et skjerpene aktsomhetsmoment.

2.7 Likviditet og eierspredning - en tilnærming til norsk regnskapsveiledning

Oslo Børs utga i 1999 en veiledning om bruk av Regnskapsloven § 5-8, som ble publisert i Børssirkulære nr. 17. Veiledningen omhandler hvordan de mente selskaper underlagt norsk regnskapslovgivning skulle forholde seg til unntaksregelen. Veiledningen har senere blitt opphevet, likevel er det interessant å undersøke hvilke vurderinger Oslo Børs vektla i Regnskapsloven § 5-8. Oslo Børs delte kravet om eierspredning og likviditet i to separate, men relaterte vurderingsmomenter.

Angående begrepet eierspredning fremhevet Oslo Børs at det i tillegg til kravet om god eierspredning og likviditet i instrumentet, også må vurderes andre forhold. Herunder eksempelvis, at aksjeposter som resulterer i en eierandel over en viss størrelse vil utelukkes fra vurdering etter markedsverdiprinsippet (Børs, 1999, s. 3). Dette argumentet tilsier en streng tolkning av kravet om god eierspredning og likviditet. Argumentet ble fulgt opp med følgende konklusjon: «Kravet om god eierspredning og likviditet vil kunne utelukke flere av verdipapirene på Oslo Børs, og andre børser fra å vurderes til markedsverdi» (Børs, 1999, s. 3).

Vedrørende delkravet god likviditet foreslo Oslo Børs at det vil være nødvendig å vurdere likviditetsmål som: «spread, omsetningshastighet, antall dager omsatt eller lignende» (Børs, 1999, s. 3). Veiledningen fra Oslo Børs gir ingen entydig konklusjon på hvilke av disse målene som er best egnet. Likevel skyter de inn at *spread*, empirisk har vist seg å kunne være en god indikator for likviditet. Dette samsvarer med nyere funn fra Næs et al. (2008), Goyenko et al. (2009) og Fong et al. (2017). Oslo Børs legger til, at en grundig vurdering vil omfatte alle målene, samt øvrige forhold ved det enkelte verdipapir (Børs, 1999, s. 3).

Oslo Børs (1999) argumenterte med andre ord for en omfattende og helhetlig vurdering av hvert enkelt finansielt instrument som skulle vurderes etter markedsverdiprinsippet jf. Regnskapsloven (1998, § 5-8). Videre er det interessant at det i avsnittet om omklassifisering, fremheves særskilt at aksjer som ikke lenger har god eierspredning og likviditet, må omklassifiseres - fordi de har havnet utenfor handelsporteføljen (Børs, 1999, s. 4). En slik tilnærming om likviditet som «ferskvarer», vil implisitt medføre etterfølgende vurderingskrav

ved hver relevant rapporteringstermin, særlig når det foreligger indikasjoner på at likviditetsforholdene kan være endret.

Revurderingskravet i forrige avsnitt vil være i tråd med forventningene fra finanslitteraturen. Likviditet er på ingen måte et statisk konsept. Likviditet varierer over tid både for det individuelle verdipapiret, men også for markedene som helhet (Díaz & Escribano, 2020). Flere studier viser at det foreligger en viss kovarians i likviditeten på tvers av verdipapirer, i et fenomen omtalt som *liquidity commonality* (Brockman et al., 2009; Chordia et al., 2000). Vi viser også til fenomenene *flight to quality* og *flight to liquidity* som interessante likviditetsfenomener. *Flight to liquidity* oppstår i økonomisk usikre tider og beskriver fenomenet når investorer selger mindre likvide verdipapirer til fordel for mer likvide verdipapirer. Fenomenet kan medføre en rask og ofte kraftig økning i risikopremien tilknyttet illikviditet (Vayanos, 2004). Likviditetspremien investorene krever vil derfor varierer mye over tid, særlig i økonomiske nedgangstider (Vayanos, 2004). Fenomenet *flight to quality* er beslektet og omtaler investorenes flukt til investeringer med lavere kredittrisiko, på bekostning av forventet avkastning. Fenomenene opptrer ofte sammen, grunnet korrelasjonen mellom høyere likviditet og lavere risiko. Vi viser til Beber et al. (2008) for en mer inngående omtale.

2.8 Oppsummering vilkår 4 – god eierspredning og likviditet

For store og øvrige foretak medfører kravet om god eierspredning og likviditet en plikt til å vurdere eierspredningen og likviditeten på de instrumentene som ellers oppfyller kravene i Regnskapsloven § 5-8. Omtalen av vilkår 4 ovenfor, i lys av den finansielle empiriske forskningen, samt høringsinstansene til regnskapslovsutvalget, viser at likviditet er et komplekst fenomen. Fraværet av veiledning på hvordan likviditeten skal måles, og tilhørende terskelverdier, kompliserer denne pliktige vurderingen. Mangelen på veiledning overfører derfor i praksis hele vurderingsansvaret til brukeren. Det er opp til brukeren å avgjøre hvordan egenskapene eierspredning og likviditet skal vurderes, og hvilken vekt de tillegges. Konsekvensen av dette kan være at kriteriene vurderes ulikt. Sistnevnte vil være uheldig og kan være utslagsgivende for avgjørelsen om hvilket verdsettelsesprinsipp som blir anvendt i regnskapet. Feil verdsettelsesprinsipp vil kunne være vesentlig for regnskapets resultat og balanse, og i ytterste konsekvens lovstridig.

Det indikeres i Børssirkulære nr. 17 at ikke alle aksjer på Oslo Børs, og andre børser vil være tilstrekkelige likvide, eller ha tilstrekkelig god eierspredning (Børs, 1999). Vi vil i neste del av masteroppgaven se nærmere på likviditetsfenomenet, og foreta en analyse av likviditeten på Oslo Børs.

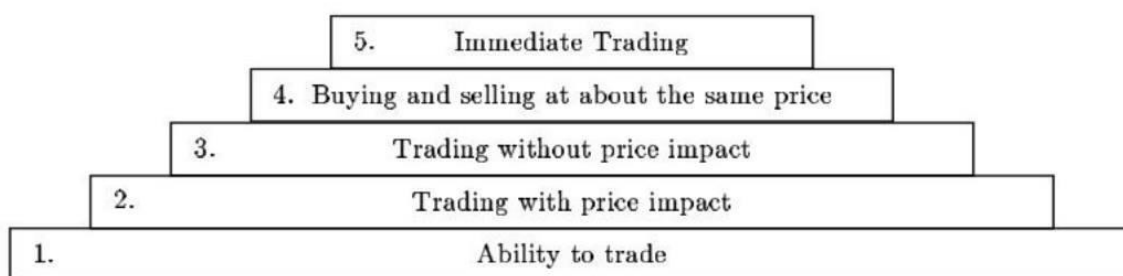
3. Likviditetsstudie - Likviditet og eierspredning på Oslo Børs

Hvor variabel er likviditeten på Oslo Børs, og er det hensiktsmessig å måle den? Hvor mye har eierspredning og likviditet å si, og er det hensiktsmessig med konkrete terskelverdier på disse egenskapene? I hvilken grad kan likviditeten på Oslo Børs generaliseres? Dette er spørsmålene vi ønsker å undersøke nærmere gjennom likviditetsstudien i kapittel 3 og 4. Basert på funnene vil vi foreslå et rammeverk for vurdering av eierspredning og likviditet i kontekst av Regnskapsloven § 5-8.

3.1 Likviditet i kontekst av kontantekvivalenter

Bakgrunnen for å vurdere instrumentenes eierspredning og likviditet følger av lovforarbeidene til Regnskapsloven. Lovutvalgets oppfatning var at markedsverdiprinsippet var eneste meningsfylte vurderingsform for markedsbaserte finansielle omløpsmidler, fordi instrumenter i et effisient marked er ekvivalent med kontanter (NOU 1995:30, s. 197). For at et finansielt instrument skal kunne sies å være kontantekvivalent, må det være lett omsettelig, det vil si likvid. Som nevnt i omtalen av vilkår 4 tidligere, tilsier det i utgangspunktet en høy terskel på kravene til eierspredning og likviditet.

Når likviditeten avtar, introduseres det gradvis faktorer som påvirker rasjonelle investorer. Disse faktorene resulterer i en høyere risikopremie gjennom fenomenet *illiquidity premium* (Amihud, 2002). Figuren under hentet fra Von Wyss (2004) illustrerer likviditetsrisikoen i fem ulike nivåer. Tabellen er satt opp slik at de høyere nivåene, inkluderer alle egenskapene fra nivåene under. Likviditetsrisikoen er fraværende på nivå 5, og introduseres gradvis fra nivå 4 til 1.



Figur 1: Likviditetspyramiden hentet fra Von Wyss (2004, s. 8).

- Nivå 5 representerer likviditet på et nivå der handler kan utføres umiddelbart uten prispåvirkning.
- Nivå 4 representerer likviditet på et nivå som muliggjør handler til tilnærmet like priser (lav spread).
- Nivå 3 representerer likviditet på et nivå der handler av en viss størrelse kan foretas uten å påvirke prisingen.
- Nivå 2 representerer likviditet på et nivå der handler av en viss størrelse kan foretas, men prisene vil påvirkes (høy spread).
- Nivå 1 representerer likviditet på et nivå der en handel kan foretas, det vil si, det foreligger minst en salgs- og en kjøpskurs.

Nivå 1 indikerer indirekte at det foreligger et nivå 0, utenfor pyramiden, der instrumenter kun har enten en salgs- eller kjøpskurs eller ingen etterspørsel.

I forarbeidene til Regnskapsloven § 5-8 fremgår det, som nevnt tidligere, at en aktør ikke skal kunne påvirke prisene gjennom egne beslutninger om kjøp eller salg. Dette samsvarer i høy grad med nivå 3 til 5 i likviditetspyramiden. Legges denne tolkningen til grunn, vil instrumenter som ikke oppfyller kravene til nivå 3, heller ikke kunne måles etter markedsverdi prinsippet jf. Regnskapsloven (1998, § 5-8).

Måling til markedsverdi på instrumenter av nivå 2 vil være i strid med lovutvalgets krav til at brukerens egne beslutninger om kjøp eller salg ikke skal påvirke prisene (NOU 1995:30, s. 214). Måling til markedsverdi for instrumenter på nivå 1 og 0 vil i tillegg medføre usikkerhet om posten kan realiseres.

3.2 Tilgjengelig data og strukturering

Databasen *Titlon* inneholder handelsdata fra Oslo Børs i tidsperioden 1980 til og med 27.11.2019. I tillegg lastes nyere data opp fortløpende hver 6. måned (Titlon, 2021). Titlon er tilgjengelig for medlemsinstitusjonene og ellers mot betaling. Alternativt kunne andre databaser som Thomson Reuters Eikon, Yahoo Finance og Bloomberg gi data av tilsvarende omfang og detaljgrad. Selv om likviditetsmålene vi presenterer under kan beregnes med offentlig tilgjengelig børldata, er det svært tidkrevende å bygge opp en egen database basert på import av daglige data. Sistnevnte, sammen med databasenes prisnivå, er naturligvis momenter som taler imot den praktiske gjennomførbarheten av likviditetsanalyser for regnskapsformål jf. Regnskapsloven (1998, § 5-8).

Titlons database er kategorisert. Det er derfor mulig å hente ut en rekke nøkkeltall for aksjer, opsjoner, obligasjoner og andre derivater som warrants og futures. Vi har dog begrenset vår studie til aksjer. Avgrensningen begrunnes hovedsakelig med at prinsippene for likviditet i det store og hele er like for instrumenttypene, men vil kunne være mer kompliserte for enkelte av de andre instrumenttypene som inngår i Regnskapsloven § 5-8. Konkret har vi benyttet data fra kategorien «Stocks Advanced» som gir tilgang til 53 ulike data pr. handelsdag. For de dagene det ikke har vært omsetning på aksjene (*zero trade days*) finnes det ikke data i Titlons database. Dette kan være en utfordring for enkelte av likviditetsmålene¹⁵. Det er verdt å presisere at såkalte *zero trade days* kan benyttes som en indikator for likviditet, eller snarere mangel på likviditet. Forklaringen er at i et instrument med høy likviditet, vil det være enkelt å åpne og lukke posisjoner til enhver tid. Videre kan en lukket posisjon gjenåpnes nærmest umiddelbart til en tilnærmet lik pris, og således uten store transaksjonskostnader. Sistnevnte vil åpenbart ikke være mulig for instrumenter som ikke omsettes regelmessig. Forekomsten av *zero trade days* er dermed en sterk indikator for illikviditet.

Begrunnet ut fra et regnskapsmessig kost-nytte perspektiv, vil det være hensiktsmessig å forenkle likviditetsvurderingene så langt det er praktisk mulig. Forenkling av likviditetsvurderingene vil være hensiktsmessig dersom forenklingen på en forsvarlig måte

¹⁵ Selv om Titlon ikke har data for *zero trade days*, vil det være mulig å estimere disse ved å sammenligne antall handelsdager med antall datapunkter. Fravær av datapunkt på en handelsdag indikerer dermed en *zero trade day*. Ulempen med denne metodikken er at det ikke vil fange opp *zero trade days* som skyldes regulatoriske grunner.

dekker vilkårets hensikt - kontantekvivalens. Forenklinger som ikke tar høyde for vilkårets formål, vil være uaktsomme.

I kontekst av det norske finansmarkedet, er det flere forenklede tilnærminger som kan være aktuelle. For eksempel vil likviditet kunne generaliseres for de ulike markedsplassene. Mer sofistikerte generaliseringstilnærminger vil inndeles ytterligere for å hensynta markedsplassens iboende variasjon i likviditet. Slike tilnærminger kan være indeksbaserte eller foretatt på bakgrunn av andre parametere som for eksempel markedskapitalisering og omsetning.

For å undersøke i hvilken grad det er hensiktsmessig å forenkle likviditetsvurderingene på Oslo Børs, foretar vi en analyse med fokus på den iboende variasjonen på handelsplassen. Som en praktisk tilnærming har vi valgt å gruppere aksjeinstrumentene i fem kvintiler, sortert etter synkende markedskapitalisering på underliggende selskap pr 31.12.2019. Kvintil 1 består av de 20 % største instrumentene med høyest markedskapitalisering ved årsslutt 2019. Tilsvarende består kvintil 5 av de 20 % med lavest markedskapitalisering på Oslo Børs i samme periode. Inndelingen er foretatt ved å multiplisere utestående aksjer (Outstanding shares) pr 31.12.2019, med tilhørende sluttkurs (Close). Vi viser til appendiks I for en nærmere oversikt over gruppeinndelingen.

Liten grad av variasjon mellom kvintilene, vil indikere at det kan være hensiktsmessig å generalisere. Derimot vil stor variasjon mellom kvintilene, indikere at det ikke er hensiktsmessig å generalisere likviditeten på Oslo Børs som en enhet. Hvis det i tillegg foreligger variasjon innad i kvintilene, kan det indikere at generalisering basert på markedskapitalisering ikke er forsvarlig. Avtagende grad av generaliserbarhet vil gradvis introdusere økt behov for individuelle vurderinger som vil kunne være ressurs- og tidkrevende.

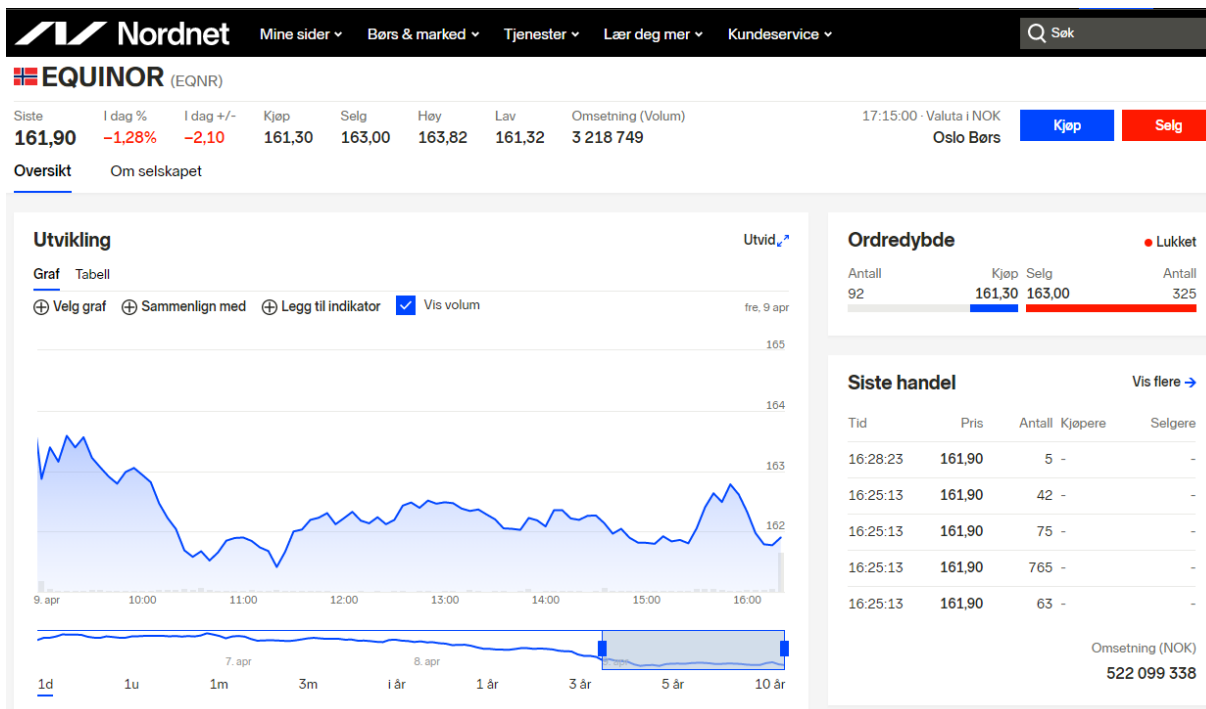
3.3 Egnede likviditetsmål

Vurderingen av egnede likviditetsmål i den regnskapsmessige konteksten av Regnskapsloven § 5-8 bør hensynta følgende momenter:

1. Den iboende kompleksiteten i å estimere likviditet pålitelig.
2. Kost-nytte der informasjonsverdien må avveies mot kostnadene ved å innhente informasjonen.
3. Fraværet av absolutte terskelverdier for hva som anses som god eierspredning og likviditet.

På bakgrunn av den empiriske gjennomgangen av likviditetsmål i delkapittel 2.6, har vi valgt å fokusere på likviditetsmålene ILLIQ, også kalt *Amihud* samt effektiv spread. Det er i all hovedsak to grunner til det. Først og fremst har begge en viss grad for empirisk støtte for å være gode likviditetsmål. Samtidig krever de ikke særlig avansert likviditetsdata for å kunne beregnes. Vi vil også sammenligne ILLIQ og effektiv spread med de aktivitetsbaserte likviditetsmålene; omsetning og turnover. Hovedsakelig fordi de sistnevnte er intuitive, svært tilgjengelige og dermed antageligvis de mest kjente likviditetsmålene.

Omsetning er som nevnt et aktivitetsbasert likviditetsmål. Tanken bak de aktivitetsbaserte likviditetsmålene er at instrumenter med høy handelsaktivitet anses å være likvide (Næs et al., 2008). Omsetning oppgis på de fleste handelsplattformer direkte og er dermed blant de mest tilgjengelige likviditetsmålene. Vanligvis oppgis omsetning akkumulert, og ofte løpende som intradagsdata. Mer sofistikerte handelsplattformer skiller videre på omsetning i volum (antall aksjer omsatt) og i beløp (antall aksjer omsatt multiplisert med tilhørende pris). Utklippet under fra Nordnet.no viser de to ulike formene for omsetning for Equinor-aksjen den 09.04.2021, da det ble omsatt totalt 3 218 749 aksjer for til sammen 522 099 338 NOK:



Figur 2 - Omsetning i Equinor-aksjen fra Nordnet.no den 09.04.2021.

Både omsetning i antall aksjer og i totalbeløp er relativt intuitive likviditetsmål med enkle fortolkninger. Likviditetsanalyser basert på likviditetsmålet omsetning, vil derfor gjerne være overfladiske, men kan gi et raskt overordnet bilde over instrumentets likviditet. En likviditetsanalyse basert på omsetning bør som et minimum sees relativt til aksjeposten som vurderes verdsatt etter markedsverdi prinsippet. Omsetning bør videre vurderes over en lengre periode der forekomst av dager med lave omsetningstall eller zero-trade-days kan være indikatorer på lav likviditet i instrumentet. Fraværet av terskelverdier i lov, tilhørende forarbeid og standard, gjør det naturligvis vanskelig å sette en grense på hvor stor omsetningen bør være i forhold til aksjeposten. Derimot er det rimelig å forsvare at gjennomsnittlig daglig omsetning bør være flere ganger aksjepostens størrelse, for å sikre at posten er kontantekvivalent og at aktørens beslutning om salg ikke utløser et prissjokk (NOU 1995:30, s. 197).

I de tilfellene der omsetningen er høy over tid og aksjeposten utgjør en liten eierandel, vil det kunne tenkes at en analyse utover likviditetsmålet omsetning ikke nødvendigvis vil være hensiktsmessig i et kost-nytte perspektiv.

Likviditetsmålet turnover er et aktivitetsbasert forholdstall der omsetningen ses relativt til markedskapitaliseringen:

$$\text{Turnover} = \text{TVol} / \text{nOS}$$

Der *TVol* er handelsvolum i antall aksjer og *nOS* er antall utestående aksjer.

Likviditetsmålet turnover gir uttrykk for om omsetningen er høy i forhold til den totale markedskapitaliseringen. Derfor vil turnover være egnet til å underbygge analyser på bakgrunn av omsetning. Forholdsmessige likviditetsmål som turnover er videre enklere å sammenligne på tvers av selskaper, enn mer absolutte likviditetsmål som omsetning. Empirisk er dog nytten av turnover som et likviditetsmål omdiskutert der enkelte mener at likviditetsmålet snarere måler selskapsspesifikk usikkerhet (Barinov, 2014).

Et annet mye brukt likviditetsmål er kostnadsbaserte likviditetsmål som spread.

Bakgrunnen for de kostnadsbaserte likviditetsmålene er måling av likviditet som en transaksjonskostnad. Likviditeten er god når transaksjonskostnadene er lave, det er dermed en negativ sammenheng mellom transaksjonskostnader og likviditet. Det innebærer videre at når aktivitetsbaserte og kostnadsbaserte likviditetsmål ses i sammenheng, så forventes det å være en negativ korrelasjon. Det vil si at høy handelsaktivitet kombinert med lave transaksjonskostnader begge indikerer god likviditet i instrumentet (Næs et al., 2008). I situasjoner med likviditetssjokk eller *flight to liquidity/flight to quality* vil korrelasjonen mellom aktivitetsbaserte og kostnadsbaserte likviditetsmål dog kunne være positiv (Aitken, Forde, 2003). Grunnen er at investorer i slike situasjoner ofte vil være mer villige til å ta store kostnader for å lukke sine posisjoner (Næs et al., 2008).

Konkret er ikke spread i seg selv et likviditetsmål, det er snarere en fellesbetegnelse for en kategori av ulike likviditetsmål som tar utgangspunkt i instrumentets kursspredning i ordreboken. *Quoted spread* (s) er eksempelvis differansen mellom beste salgs- og kjøpskurs:

$$s = P_{ask}^1 - P_{bid}^1$$

Der P_{ask}^1 er beste salgskurs og P_{bid}^1 er beste kjøpskurs. I et såkalt *limit order market* som Oslo Børs, foreligger det ofte flere kjøps- og salgskurser. Det medfører at s kan utvides ved å inkludere disse i beregningen. Eksempelvis vil nest beste salgskurs annoteres som P_{ask}^2 , og så videre (Næs et al., 2008). Det mest vanlige er dog å begrense *Quoted Spread* til å kun gjelde beste kjøps- og salgskurs.

Midtpunktsprisen (\bar{p}) er prisen mellom beste salgs- og kjøpskurs. I de tilfellene det foreligger stor spread i prisingen, er \bar{p} et mye brukt anslag for instrumentets virkelige verdi (Næs et al., 2008). Midtpunktsprisen er særlig aktuell når kursene i tillegg er symmetrisk fordelt og det antas å ikke foreligge noen informasjonsasymmetri. Tanken er da at en kjøper vil måtte kjøpe for en kurs som er en halv spread over virkelig verdi, mens en selger vil måtte kjøpe for en kurs som er en halv spread under den virkelige verdien (Næs et al., 2008):

$$\bar{p} = \frac{P_{ask}^1 + P_{bid}^1}{2}$$

Strengt tatt kan handler foretas til andre priser enn de gjeldende prisene fra ordreboken. Et mål som fanger opp dette og dermed er ansett for å være bedre egnet til å måle transaksjonskostnader er *effective spread* (s_{eff}). Effektiv spread er definert som den absolutte differansen mellom gjeldende markedspris (p) og midtpunktsprisen \bar{p} :

$$s_{eff} = |p - \bar{p}|$$

For ordens skyld presenteres også likviditetsmålet *Closing Percent Quoted Spread* ($CPQS$) som ble omtalt i kapittel 2.6. Målet vil ikke bli benyttet i vår likviditetsanalyse fordi Titlon ikke inneholder detaljert kursdata om closing ask og closing bid:

$$CPQS = \frac{(Closing Ask_t - Closing Bid_t)}{(Closing Ask_t - Closing Bid_t)/2}$$

Likviditetsmålet *relative quoted spread* (s_{rel}) er et nært beslektet alternativ til $CPQS$, der forskjellen er at s_{rel} baserer seg på forholdet mellom *quoted spread* s og midtpunktsprisen \bar{p} .

$$s_{rel} = \frac{s}{\bar{p}}$$

Den siste kategorien av likviditetsmål vi vil presentere er elastisitetsmål. Her finner vi likviditetsmål som *Amihud*, heretter *ILLIQ*, og det inverse likviditetsmålet *Amivest*. Elastisitetmålene tar sikte på å måle instrumentets prisutslag i forhold til omsetningsvolum. De er dermed gode kandidater til å vurdere likviditet i lys av formålet med vilkårene i Regnskapsloven § 5-8. *ILLIQ* defineres som:

$$ILLIQ_{i,T} = \frac{1}{D_T} \sum_{t=1}^T \frac{|R_{i,t}|}{NOKVOL_{i,t}}$$

Der D_T er antall handelsdager i analysetidsrommet T , $|R_{i,t}|$ er absoluttverdien av avkastning på dag t for instrument i , og $NOKVOL_{i,t}$ er instrumentets samlede handelsvolum i NOK på dag t . Det er naturligvis avgjørende at $|R_{i,t}|$ og volum måles i samme valuta. Som formelen ovenfor indikerer, foretar vi derfor samtlige beregninger i NOK. Hver enhet av $ILLIQ$ måler prispåvirkningen av hver krone handlet. Et høyt nivå av $ILLIQ$ betyr en stor prispåvirkning pr handel og indikerer dermed lavere likviditet.

Fordi enheten $ILLIQ$ blir svært lav, er det etablert praksis å multiplisere $ILLIQ$ med 10^6 , dette endrer målets skala til å være i millioner NOK pr million handlet (Næs et al., 2008).

For *zero-trade-days* er $ILLIQ$ udefinert, fordi nevneren $NOKVOL_{i,t}$, vil være lik 0. Dette er dog et bedre alternativ enn det inverse likviditetsmålet *Amivest*, som er udefinert for *zero-return days* - som det er langt flere av (Næs et al., 2008). Argumentet underbygges ytterligere ved at en betydelig mengde dager uten omsetning, i seg selv, vil være et argument for mangel av tilstrekkelig likviditet i instrumentet.

Fraværet av et empirisk dominerende og tilgjengelig likviditetsmål, gjør det krevende å finne ett likviditetsmål som er best egnet for likviditetsvurderingene i kontekst av Regnskapsloven § 5-8. Lovforarbeidene antyder at formålet med vilkår 4 er å avgrense bruk av virkelig verdi til finansielle instrumenter som er kontantekvivalente. Kontantekvivalens stiller et høyt krav til likviditet. Prisen må være pålitelig og etterspørselen omfattende nok til å dekke hele posisjonen på kort sikt. Nettopp det, kombinert med fraværet av terskelverdier for eierspredning og likviditet, antyder at kravet om *god eierspredning og likviditet* må ses relativt til den aktuelle investeringsposten. Det medfører at små investeringsposter tillater relativt sett mindre *god* likviditet i instrumentet.

Videre vil en kost-nytte tilnærming kunne være forsvarlig, der enkle likviditetsmål som omsetning, dager uten omsetning og spread vil kunne gi raske indikasjoner på om likviditeten er god eller ikke. Mer helhetlige vurderinger vil i tillegg undersøke mer avanserte likviditetsmål som varianter av spread eller *ILLIQ*. På den andre siden kan det argumenteres

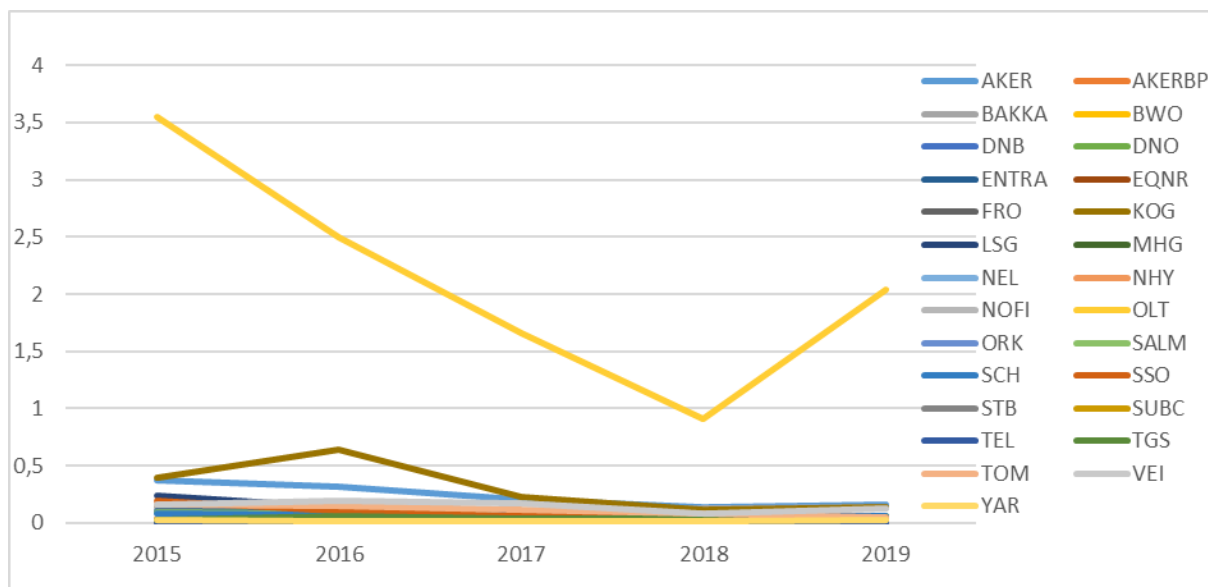
for at kravet om *god eierspredning og likviditet*, i kontekst av kontantekvivalens, ikke gir særlig rom for tvil i vurderingene. Dette er i tillegg et indirekte argument mot behovet for dyptgående analyser, da en restriktiv praktisering vil stille høye krav til den relative likviditeten og dermed øke marginene i de initielle vurderingene. Risikoen vil da være at poster som skulle vært verdsatt til virkelig verdi, ikke blir det. Fordi Regnskapsloven § 5-8 er en skal-regel, vil både restriktive, så vel som liberale praktiseringer, kunne være lovstridige. Samlet sett taler dette for behovet av mer inngående analyser, der målestokken er tilstrekkelig kontantekvivalens – illustrert ved nivå 3 i likviditetspyramiden.

4. Likviditetsstudie – Analyse av data

Under vil vi presentere et utvalg av funnene fra vår likviditetsstudie, der fokus vil være rettet mot generaliserbarhet av likviditet innad i gruppene. Likviditetsmålene relative spread og ILLIQ er beregnet pr dag og aggregert opp til årlige gjennomsnitt. For analyse av kvintil 4 og 5 viser vi til appendiks II. Det er verdt å presisere at gruppene inneholder relativt mange datapunkter, det medfører at grafene blir uegnet for inngående analyser på instrumentnivå. Formålet med de grafiske fremstillingene er overordnede trendanalyser på gruppenivå.

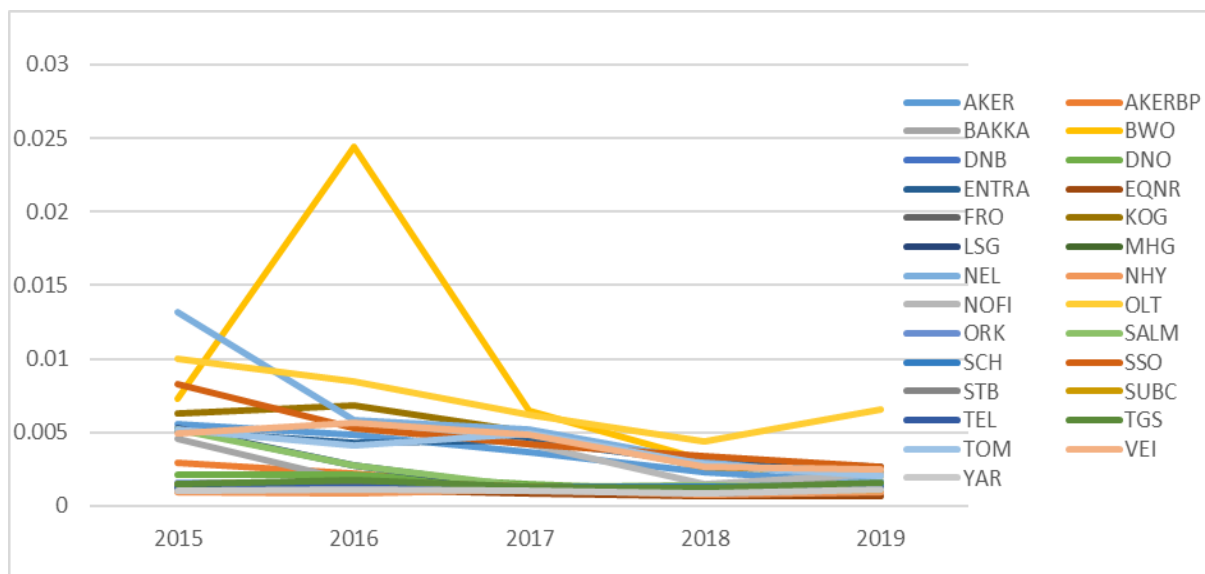
4.1 Likviditetsanalyse av 1. kvintil

For analysen av 1. kvintil er selskapet TietooEvery utelatt. Selskapet er utelatt av analysen fordi det gikk på børs sent i 2019 og dermed har en kort tidsserie som er ytterligere preget av store svingninger. Kombinasjonen av kort tidsrom og store svingninger påvirker særlig gjennomsnitt for gruppen på en uforholdsmessig måte. Det å utelate selskaper fra kvintilet undergraver til en viss grad studien formål om generaliserbarhet.



Figur 3: Gjennomsnittlig ILLIQ for 1. kvintil i perioden 2015-2019.

Figur 3 viser ILLIQ over perioden 2015 til 2019 for selskapene i 1. kvintil. Fra figuren ser vi at alle selskapene i 1. kvintil har ligget stabilt under 0,5 ILLIQ i hele perioden, med unntak av selskapene OLT (Olav Thon Eiendomsselskap) og KOG (Kongsberg Gruppen). Der OLT skiller seg ut som det klart minst likvide selskapet i kvintilet. De resterende selskapene er svært tett samlet i perioden 2017 til 2019 på et svært lavt ILLIQ-nivå, godt under 0,25. Det antyder at realisasjon av kortsiktige investeringsposter trolig kan gjennomføres på kort varsel – uten særlig prispåvirkning. Naturligvis vil situasjonen kunne være annerledes for betydelige eierandeler.



Figur 4: Gjennomsnittlig s_{rel} for 1. kvintil i perioden 2015-2019.

Figur 4 viser gjennomsnittlig s_{rel} for selskapene i 1. kvintil fra 2015 til 2019. Av figuren ser vi at det er noe mer variasjon mellom selskapene, målt etter s_{rel} sammenlignet med ILLIQ. Her skiller selskapene BWO (BW Offshore Limited) og OLT seg ut som de minst likvide selskapene i kvintilet. Også her ser vi en tett konvergens i perioden 2017 til 2019 som indikerer bedret likviditet for kvintilet i sin helhet, OLT skiller seg fra resten av kvintilet i siste halvdel av perioden 2015 til 2019.

For den årlige tidsserien er korrelasjonen mellom ILLIQ og s_{rel} 0,94 for gruppe 1, gjengitt i tabellen under:

	ILLIQ	Srel
2015	0.2186	0.0040
2016	0.1847	0.0039
2017	0.1167	0.0026
2018	0.0736	0.0017
2019	0.1173	0.0018
Correlation	0.9385	

Tabell 1: Korrelasjonstabell årlig ILLIQ og s_{rel} – 1. kvintil.

Korrelasjonen mellom ILLIQ og s_{rel} , kombinert med den relativt lave variasjonen mellom instrumentene innad i kvintilet indikerer at likviditetsvurderingene kan generaliseres som god for 1. kvintil. Vi har dog utelatt TietooEvery og vil derfor presisere at likviditen for de 20%

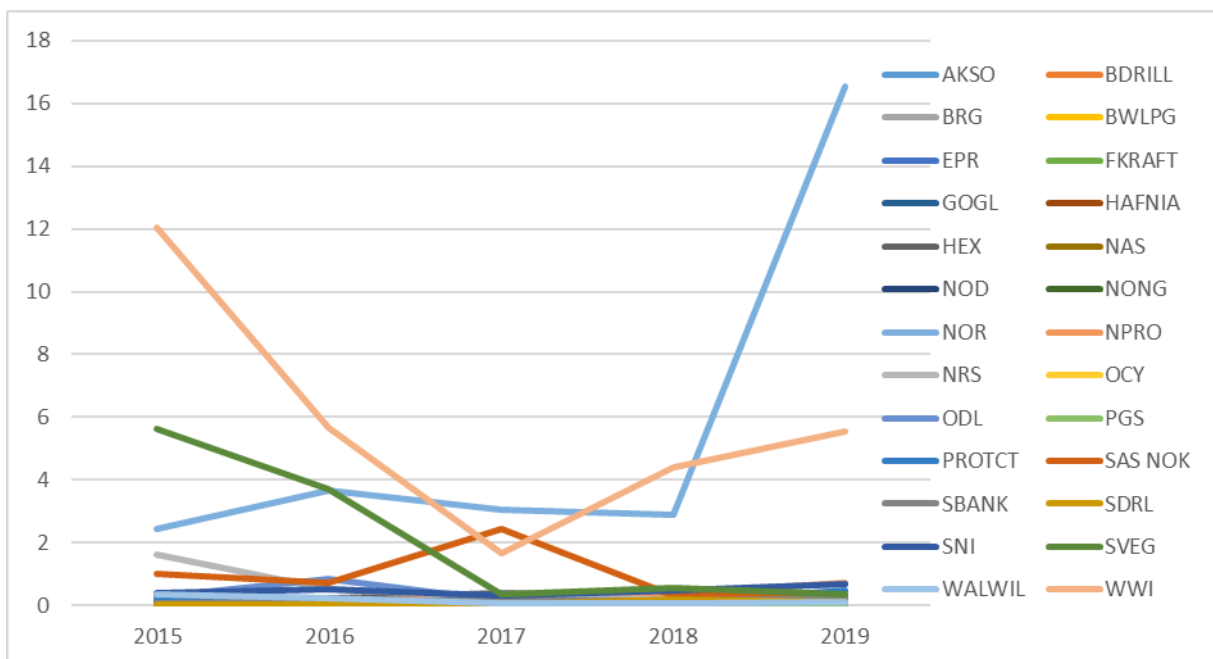
største selskapene på Oslo Børs ser ut til å være god nok til å generaliseres, men at individuelle betraktninger på instrumentnivå uansett må vurderes i hvert enkelt tilfelle.

4.2 Likviditetsanalyse av 2. kvintil

For analysen av 2. kvintil ekskluderes følgende instrumenter fordi de skiller seg vesentlig fra kvintilet målt i ILLIQ, variasjon over tid og eller med kort tidsserie:

	AFK	BON	FLNG	NTS	SALMON	SBO	WWIB
2015	1 060,6		360,7	81,2		60,7	8,0
2016	1 962,5		30,7	311,0		0,3	6,1
2017	1 013,4		5,2	72,9		0,3	3,0
2018	490,7	10,0	0,0	179,1	27,7	0,1	23,3
2019	676,9	5,4	0,1	96,3	58,4	0,3	332,7
Avg:	1 040,8	7,7	79,4	148,1	43,1	12,3	74,6

Tabell 2: Ekskluderte selskaper i Figur 4 – kvintil 2 (Årlig aggregert ILLIQ).



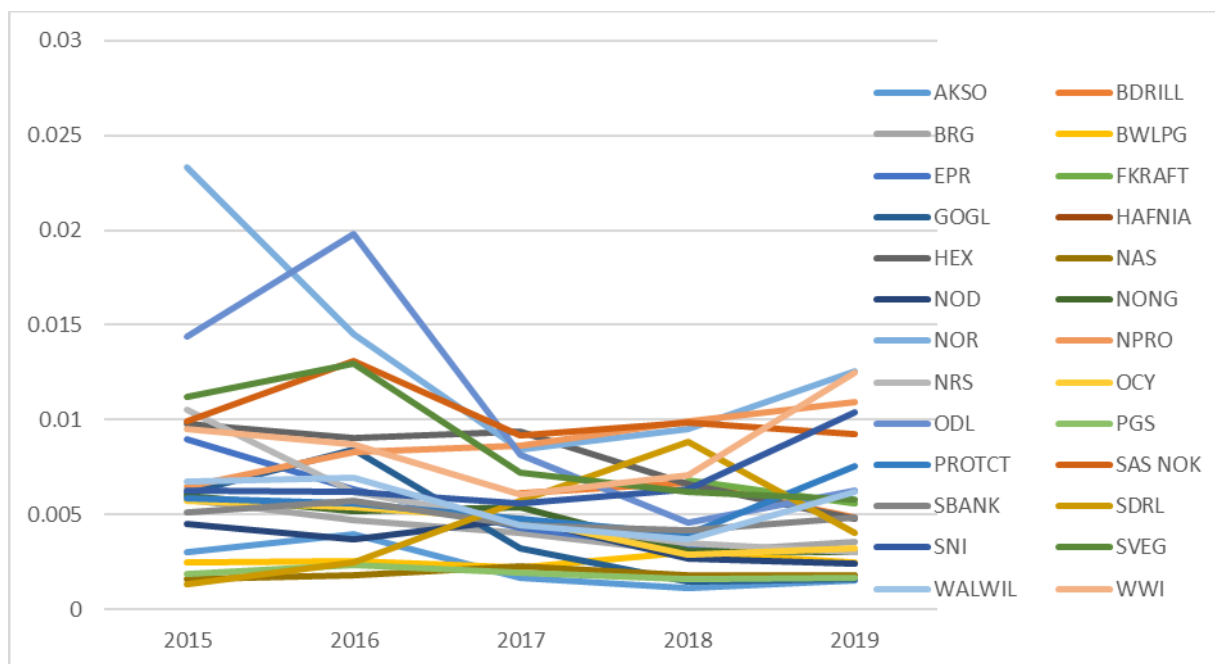
Figur 5: Gjennomsnittlig ILLIQ for inkluderte instrumenter i 2. kvintil i perioden 2015-2019.

Figur 5 viser gjennomsnittlig ILLIQ for selskapene i 2. kvintil fra 2015 til 2019.

Fra Figur 5 ser vi at variasjonen innad i kvintilet er betraktelig økt sammenlignet med 1.kvintil. Videre fremgår det at flere av instrumentene har stor variasjon i likviditet over tid. Særlig skiller instrumentene NOR (NORECO / Norwegian Energy Company ASA) og WWI (Wilh. Wilhelmsen Holding Ser. A) seg ut som de minst likvide og med størst variasjon i kvintilet. For selskapet bak instrumentet WWI er det også viktig å trekke inn at B-aksjene (WWIB) er utelatt fra den grafiske analysen grunnet svært negativ likviditetsutvikling i 2018

og 2019. Dette illustrerer en tilleggs kompleksitet for selskaper som har flere børsnoterte aksjeklasser. NOR (NORECO) har ligget relativt stabilt i perioden 2015-2018, men har blitt betydelig mindre likvid i løpet av 2019.

På den andre siden ligger de fleste selskapene i 2. kvintil tett samlet med ILLIQ-verdi under 1,0 i perioden. Dette er ikke uventet høyere enn for 1. kvintil, men indikerer at de fleste selskapene i 2. kvintil også har god likviditet. Naturligvis tilsier en høyere ILLIQ at aksjepostene relativt sett må være mindre enn i gruppe 1 for å sikre samme grad av likviditet og kontantekvivalens.



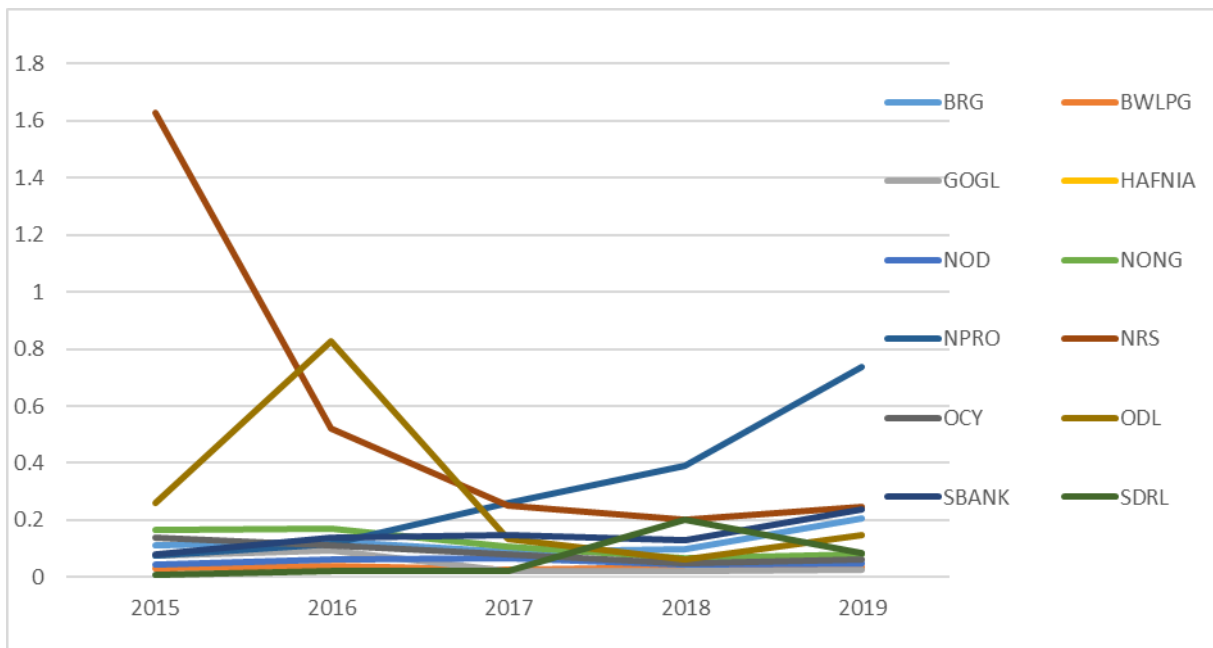
Figur 6: Gjennomsnittlig s_{rel} for 2. kvintil i perioden 2015-2019.

Figur 6 viser gjennomsnittlig s_{rel} for 2. kvintil i perioden 2015-2019. Vi ser fra figur 6 at instrumentene i 2. kvintil stort sett ligger samlet, men med større variasjon enn i 1. kvintil. Etter likviditetsmålet s_{rel} er det fremdeles instrumentene NOR og WWI som ligger i toppsjiktet. 2. kvintil er i betydelig grad tettere samlet etter likviditetsmålet s_{rel} enn ILLIQ. Dette gjenspeiler seg i en lavere korrelasjon for gruppe 2.

	ILLIQ	Srel
2015	1.1399	0.0072
2016	0.7549	0.0071
2017	0.4195	0.0053
2018	0.4309	0.0048
2019	1.0413	0.0053
Correlation	0.5894	

Tabell 3: Korrelasjonstabell årlig ILLIQ og s_{rel} - 2.kvintil.

Likviditeten i 2. kvintil varierer i betydelig grad relativt til 1. kvintil (særlig hvis vi også hensyntar de 7 ekskluderte selskapene). Samlet sett taler dette for en lavere grad av generaliserbarhet for 2. kvintil. På den andre siden er det også i 2. kvintil en andel selskaper som ser ut til å være stabilt likvide. Det kan antyde at gruppeinndelingen i kvintiler ikke fanger opp variasjonsbredden på en optimal måte. For eksempel viser de 50 % største selskapene i 2. kvintil (ekskludert SBO og BON) et betydelig mer stabilt bilde av ILLIQ enn kvintilet i sin helhet. Se figur 7.



Figur 7: Gjennomsnittlig ILLIQ for de 50% største selskapene i 2. kvintil for perioden 2015-2019.

Funnene for 2. kvintil, indikerer at likviditeten er god for ca. halve kvintilet, mens likviditeten er betydelig mer variabel for de resterende. Som antydte tidligere, tilsier stor variasjon innad i gruppene at instrumentene må analyseres på instrumentnivå. På den andre siden indikerer funnene totalt sett, at med unntak av tre instrumenter så har de 30 % største instrumentene på

Oslo Børs en god og stabil likviditet. Dette stemmer overens med funn fra Næs et al. (2008) der størrelsen på underliggende hadde en positiv korrelasjon med likviditet.

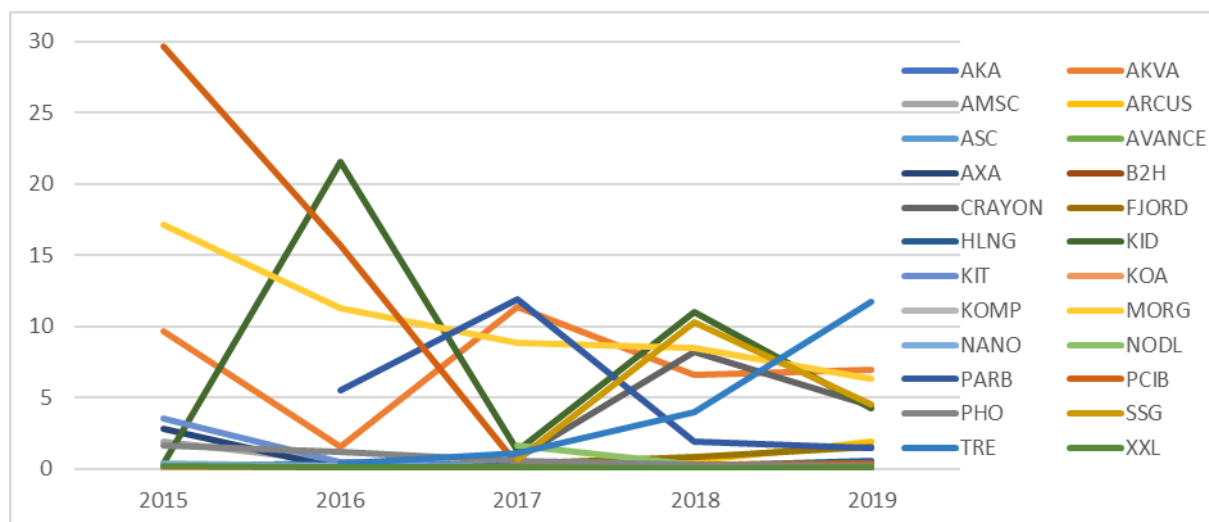
4.3 Likviditetsanalyse av 3. kvintil

I likviditetsanalysen av 3. kvintil, er følgende 9 selskaper utelatt fra den initielle analysen:

	BOUVET	MEDI	MULTI	RAKP	RING	SBVG	SHLF	NSKOG	SATS
2015	54.2	209.0	2.7	73.7	100.9	90.5			
2016	45.1	41.4	96.8	83.3	142.3	6.6			
2017	43.8	34.1	17.3	233.4	231.4	64.5			
2018	22.3	32.5	9.5	11.3	252.6	1.3	1.1		
2019	26.4	5.0	127.2	25.4	91.9	1.0	197.7	0.1	0.1
Avg:	38.4	64.4	50.7	85.4	163.8	32.8	99.4	0.1	0.1

Tabell 4: Ekskluderte selskaper i 3. kvintil (Årlig aggregert ILLIQ).

BOUVET til og med SBVG er ekskludert grunnet svært høy eller variabel ILLIQ. SHLF, NSKOG og SATS er utelatt grunnet kort tidsserie. Etter ekskludering gjenstår 24 instrumenter i 3. kvintil.

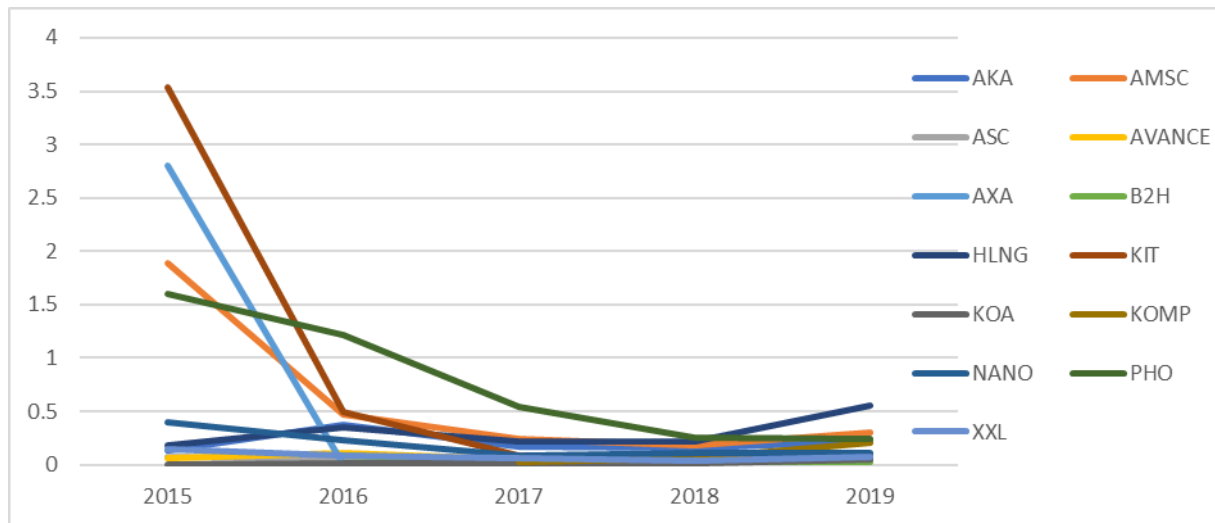


Figur 8: Gjennomsnittlig ILLIQ for 3. kvintil i perioden 2015-2019.

Figur 8 viser gjennomsnittlig ILLIQ for 3. kvintil i perioden 2015 til 2019.

Sammenlignet med 1. og 2. kvintil er 3. kvintil betydelig mer spredt på likviditetsmålet ILLIQ. Samlet sett har selskapene i 3. kvintil hatt en positiv likviditetsutvikling målt ved lavere ILLIQ i perioden. Instrumentet TRE (TREASURE) skiller seg ut med en negativ utvikling fra 2016 til og med 2019. Andre instrumenter som KID har vekselvis hatt lav og høy ILLIQ i hele perioden. Fra figur 8 ser vi også en antydning til en mer stabil gruppering på lav

ILLIQ, disse instrumentene er fremhevet i figur 9 under. Vi gjør oppmerksom på endring i verdi på y-aksen.



Figur 9: Fremhevede instrumenter i 3. kvintil.

Målt ved likviditetsmålet ILLIQ er 13 av selskapene i 3. kvintil like likvide som de 50% største selskapene i 2. kvintil i perioden 2017-2019. Selskapsstørrelse ser ikke ut til å være like avgjørende i 3. kvintil, der eksempelvis ASC (ABG Sundal Collier Holding) er blant de mest likvide selskapene i kvintilet, men også det minste selskapet målt i markedskapitalisering 31.12.19. De 5 største selskapene i kvintilet er; BOUVET, CRAYON, B2H, SATS og FJORD. Av disse inngår kun B2H i figur 9.

Vi finner en sammenheng mellom selskapsstørrelse og likviditet målt ved ILLIQ for de 30 % største selskapene på Oslo Børs. På den andre siden finner vi også flere eksempler på mindre selskaper som er relativt likvide. Dette taler for behovet av individuelle analyser på instrumentnivå, snarere enn generalisering basert på selskapsstørrelse målt ved markedskapitalisering. På bakgrunn av studiens omfang vedrørende generaliseringskriterier, kan vi ikke utelukke at andre generaliseringskriterier enn markedskapitalisering, er bedre egnet for generalisering av likviditeten på Oslo Børs.

4.4 Presentasjon av funn og implikasjoner

Funnene fra likviditetsstudien er todelte, vi finner at de 30 % største selskapene på Oslo Børs stort sett har en stabilt god likviditet i perioden 2015 til 2019. Funnene indikerer at likviditeten kan generaliseres som god for de største selskapene på Oslo Børs. Sammenhengen mellom selskapsstørrelse og likviditet samsvarer med andre empiriske funn fra lignende

studier (Næs et al., 2008). På den andre siden indikerer funnene at generalisering kun basert på selskapsstørrelse vil kunne utelukke selskaper som har god likviditet, og tilsvarende kunne akseptere selskaper med lav likviditet. Samlet sett indikerer funnene at en høy grad av aktsomhet for lovens 4. vilkår vil kreve individuelle analyser. Dermed vil en aktsom praktisering av Regnskapsloven § 5-8 være mer arbeidskrevende, særlig i tvilstilfeller.

5. Semistrukturerte intervjuer

Kapittel 5 beskriver bakgrunnen for den kvalitative tilnærmingen i studien og hvordan de ulike prosessene ble gjennomført. Funnene fra de semistrukturerte intervjuene presenteres i kapittel 6.

5.1 Bakgrunnen for kvalitativ studie

Den faglige gjennomgangen og drøftingen i kapittel 2 og den kvantitative likviditetsstudien i kapittel 3 og 4, har avdekket behovet for å se nærmere på tolkningen av vilkårene i Regnskapsloven § 5-8. Herunder spesielt i hvilken grad vilkårene i Regnskapsloven § 5-8 vurderes før markedsverdi prinsippet anvendes på finansielle investeringer. Vi dekomponerer derfor problemstillingen i følgende syv hypoteser som danner grunnlaget for forskningen presentert i kapittel 6.

- Hypotese 1: Begrepet handelsportefølje er åpent for tolkning og kan skape assosiasjoner med krav til omfang eller diversifisering, snarere enn formålet: intensjon om handelsformål.
- Hypotese 2: Mangelen på entydige krav til god eierspredning og likviditet, samt hvordan dette skal måles, resulterer i varierende tolkning av vilkåret og dermed variasjon i anvendelse av Regnskapsloven § 5-8.
- Hypotese 3: Det er ikke vanlig praksis å benytte likviditetsmål i vurdering av vilkår 4 - god eierspredning og likviditet
- Hypotese 4: Har praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8 blitt påvirket av en mer utstrakt bruk av IFRS.

- Hypotese 5: Det er variasjon i hvilke vilkår som tillegges mest vekt i bruk av § 5-8.
- Hypotese 6: Det er variasjon i praktisering og tilbøyelighet for skjønn på vilkår 3.
- Hypotese 7: Det eksisterer bevisste brukere som aktivt ønsker å øke utbyttegrunnlaget gjennom bruk av markedsverdi prinsippet. Disse utøver også press på regnskapsfører/revisor.

Begrunnelsen for metodevalget følger av intensjonen om hypotesetesting, og dels av tilgangen til respondenter fra en ekspertgruppe. I utgangspunktet tilsier hypotesetesting en kvantitativ tilnærming med eksempelvis spørreskjema, eller en kvalitativ tilnærming med strukturerte intervjuer. Ulempen med disse fremgangsmåtene er at de per definisjon er standardiserte. En standardisert tilnærming vil kunne være en svakhet på et relativt nytt forskningsområde, sammenlignet med en tilnærming som er mer åpen for interaksjon fra respondentene. Nedenfor går vi gjennom fordelene og ulempene med de ulike metodiske tilnærmingene vi anså som mest aktuelle.

Fordelen ved bruk av kvantitative spørreskjemaer er at metoden tilbyr en standardisert og skalerbar form for datainnhenting. Dette muliggjør innhenting av store datamengder på kort tid, som kan generaliseres fra utvalg til populasjon ved hjelp av statistiske verktøy (Johannessen et al., 2010, s. 261). En metodisk tilnærming med kvantitative spørreskjemaer vil i utgangspunktet være forlokkende til å undersøke praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8 hos et større utvalg. Den primære utfordringen i dette tilfellet, er selve grunnlaget for fenomenet vi ønsker å undersøke - formuleringen av vilkårene i § 5-8. Vilråene er ikke entydige og inneholder uvanlige begreper. Dette kompliserer arbeidet med å formulere gode spørsmål til bruk i et spørreskjema. Risikoen for at datagrunnlaget som innhentes har store mangler tilknyttet validitet og reliabilitet er derfor stor.

Det er også verdt å påpeke at valgfriheten for små foretak i praksis deler opp populasjonen i pliktige og frivillige brukere av Regnskapsloven § 5-8. Dette vil komplisere arbeidet med å finne et representativt utvalg. Avslutningsvis foreligger det alltid en risiko for lav svarprosent. Samlet sett mener vi derfor at en metodisk tilnærming med kvantitative spørreskjemaer vil være for risikabelt.

Et annet alternativ vil være å benytte en kvalitativ tilnærming der vi innhenter standardiserte data gjennom strukturerte intervjuer. Strukturerte intervjuer har likheter med spørreskjema fordi tema, spørsmål og rekkefølgen er fastsatt på forhånd (Johannessen et al., 2010).

Avhengig av oppbygning vil strukturerte intervjuer kunne gi standardisert og generaliserbar data. Derimot vil skalerbarheten bli redusert sammenlignet med et tradisjonelt spørreskjema (Johannessen et al., 2010, s. 148). Risikoene omtalt i forrige avsnitt kan reduseres betydelig med strukturerte intervjuer. Dette gjelder særlig tilknyttet dataens validitet. Strukturerte intervjuer fremstår dermed som et hensiktsmessig alternativ. For vår oppgave vil en slik standardisering medføre en mulig svakhet da standardisering i liten grad åpner opp for informantenes perspektiv og erfaringer.

Til tross for at Regnskapsloven § 5-8 har uklare vilkår og manglende veiledning, blir den praktisert innenfor GRS. Det foreligger dermed brukererfaringer fra så vel regnskapsfastsettere som kontrollører. Brukererfaringene kan antas å variere, blant annet basert på ulike faglige- og erfaringsbaserte vurderinger. Videre er en tverrfaglig tilnærming mellom regnskapsteori og finanst teori lite praktisert innenfor norsk regnskapsforskning. Disse momentene taler for en ustrukturert tilnærming der vi ønsker å kartlegge omfanget på ulike brukererfaringer.

Argumentene samlet sett er derfor sterke for å kombinere både kvantitative og kvalitative elementer i et såkalt semistrukturert intervju (Johannessen et al., 2010). Semistrukturerte intervjuer vil muliggjøre det å kombinere hypotesetesting med en åpen tilnærming for faglige innspill på ekspertnivå. Formålet med semistrukturerte intervjuer er å få respondentene til å dele faglig ekspertise og erfaringer om temaet, samtidig som det er spesifikke forhåndsdefinerte spørsmål vi ønsker å få svar på. Kunsten er å få til begge deler på en faglig forsvarlig måte. Derfor er vi avhengig av en metode som er fleksibel og allsidig, noe som semistrukturerte intervjuer anses for å være (Kallio et al., 2016). Semistrukturert intervju stiller ingen krav til spørsmål, tema og rekkefølge, men det må foreligge en overordnet intervjuguide i bunn (Johannessen et al., 2010, s. 148).

Den største fordelen ved bruk av semistrukturert intervju er at det i større grad skapes en gjensidighet mellom respondent og intervjuer. Denne gjensidigheten skaper rom for intervjueren til å improvisere oppfølgingsspørsmål (Kallio et al., 2016). Samtidig er det viktig å påpeke at selv om det foreligger en gjensidighet i samspillet mellom respondent og

intervjuer, så kan ikke forskningsintervjuer betraktes som en fullstendig åpen og fri dialog mellom to likestilte mennesker. Dette fordi intervjueren i utgangspunktet styrer samtalen og det dermed foreligger et asymmetrisk maktforhold mellom forsker og respondent (Kvale et al., 2015, s. 51-52).

5.2 Utvalgsriterier

I utgangspunktet kan praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8 undersøkes hos to ulike grupper. Den første gruppen (1) er regnskapsfastsetterne, typisk regnskapsmedarbeidere eller eksterne regnskapsførere. Den andre gruppen (2) er regnskapskontrollører, eksempelvis revisorer eller finanstilsynet. Det er mange momenter som taler for å undersøke praktiseringen hos begge gruppene, men for de selskapene som er revisjonspliktige og/eller er underlagt annen kontroll av årsregnskapene, vil praktiseringen i gruppe 2 trolig være styrende. Det vil si, hvis regnskapsfastsetteren er av en annen oppfatning enn kontrolløren, så vil ofte kontrollørens oppfatning være den styrende for den endelige håndteringen i regnskapet. Revisors mulighet til å avgi modifiserte revisjonsberetninger er et konkret eksempel. Videre er arbeidsinnsatsen tilknyttet kontroll av regnskapene i de fleste tilfeller mindre enn ved utarbeidelse. Dette tilsier at datainnhenting kan aggregeres i gruppe to. Eller sagt med andre ord, respondenter fra gruppe to påvirker typisk flere selskaper enn respondenter fra gruppe en. På denne måten kan utvalgsriteriet bidra til å gi studien et bredere nedslagsfelt. Hensyntatt studiens primærformål er denne effekten ønskelig.

Gruppene kan videre deles inn i ulike undergrupper basert på målbare og sammenlignbare dimensjoner som eksempelvis erfaringsnivå, og i noe mindre grad stillingsnivå. Gruppeinndelingen kan også foretas etter mindre målbare dimensjoner som kunnskapsnivå, som er det reelle utvalgsriteriet for ekspertintervjuer. Til en viss grad vil erfaringsnivå og stillingsnivå kunne være indikatorer for kunnskapsnivået. Som en praktisk tilnærming velger vi derfor respondenter fra høyeste stillingsnivå i gruppe to, de skal ha minimum 10 års erfaring. Dette vil gi studien brukererfaringer fra et høyt nivå med et bredt nedslagsfelt, som i større grad vil kunne muliggjøre generalisering. Ulempen med tilnærmingen er at praktiseringen hos gruppe 1, og særlig i undergruppen som ikke er revisjonspliktige, kan avvike fra gruppe 2. En annen ulempe med et utvalg basert på revisjonspraksis, er at finansielle instrumenter verdsatt etter Regnskapsloven § 5-8 som faller utenfor vesentlighetsgrensene i revisjonen, kan få mindre oppmerksomhet. De to siste momentene kan vi dog til en viss grad undersøke indirekte.

Konkret vil ønsket utvelgelse av respondenter derfor være revisjonspartnere, hovedsakelig fra de fem største revisjonsselskapene i Norge. Revisjonspartnere representerer høyeste stillingsnivå i gruppe 2. Revisjonspartnere har ofte bred kunnskap og/eller spesialistkunnskap om regnskap, og kan generelt anses som eksperter med lang erfaring. Videre har revisjonspartnere i større grad enn eksempelvis medarbeidere, mulighet til å påvirke mange selskapers regnskap i løpet av et år. Ved å intervjuer relativt få revisjonspartnere vil vi derfor likevel få dekket en relativt stor del av populasjonen.

Den empiriske forskningen rundt nødvendige utvalgsstørrelser i kvalitative intervjuer er varierende. Enkelte studier indikerer at kvaliteten er avgjørende og at høy kvalitet i intervjuene rettferdiggjør et lavere utvalg. Andre studier antyder at datainnsamlingen bør utføres helt til forskeren ikke lenger får inn ny informasjon. Det synes dog å være en viss konsensus rundt utvalgsstørrelser i intervallet 10-25 respondenter (Johannessen et al., 2010, s. 114). Basert på det høye aggregeringsnivået i utvalget, vil vi som utgangspunkt legge oss i nedre del av dette intervallet.

5.3 Semistrukturert intervju

I løpet av de siste årene har semistrukturerte intervjuer blitt en populær datainnsamlingsmetode i empirisk forskning. Likevel er det lite internasjonal litteratur som beskriver hvordan semistrukturerte intervjuguider skal settes opp og gjennomføres (Kallio et al., 2016). Studien til Kallio et al. (2016) foreslår et rammeverk for semistrukturerte intervjuer på fem trinn som sikter på å øke kvaliteten i datainnhenting. De fem trinnene er i hovedsak en flytende prosess der erfaringer fra senere trinn tilbakeføres til tidligere trinn. Under oppsummeres kort de fem trinnene i modellen til (Kallio et al., 2016).

Trinn 1: Består av å identifisere forutsetningene for å anvende semistrukturerte intervjuer.

Målet med trinnet er å sikre at semistrukturerte intervjuer er et hensiktsmessig metodevalg for å undersøke de aktuelle hypotesene.

Trinn 2: Består av å innhente og anvende tidligere kunnskap. Målet med trinnet er å sørge for at det foreligger en tilstrekkelig omfattende grunnkunnskap om emnet som skal undersøkes.

Dette er essensielt i ustrukturerte intervjuer, og dermed naturligvis tilsvarende i den ustrukturerte delen av semistrukturerte tilnæringer.

Trinn 3: Består av å utarbeide en foreløpig intervjuguide. Intervjuguiden er selve datainnhentingsverktøyet. Intervjuguiden bidrar til en systematisk rekkefølge på spørsmålene, samt at det tas høyde for oppfølgingsspørsmål.

Trinn 4: Består av å pilotteste intervjuguiden. Formålet er dels å avdekke eventuelle svakheter i intervjuguiden med tanke på datainnhenting, rekkefølge og kvalitet av spørsmålene. Dels er formålet også å avdekke intervjuerbias, få tilbakemeldinger fra eksperter samt å gjennomføre en «generalprøve». Erfaringene fra trinn 4 benyttes naturligvis i utarbeidelse av den fullstendige intervjuguiden i trinn 5, og for å teste om trinn 2 er tilstrekkelig oppfylt.

Trinn 5: Som nevnt ovenfor, handler dette trinnet om å presentere en ferdig intervjuguide. Formålet er å ha en klar og logisk oppbygget intervjuguide som letter arbeidet med datainnhenting i intervjuene.

5.4 Intervjuguide for semistrukturerte intervjuer

Vi viser til tidligere kapitler for de to første trinnene i femtrinnsmodellen til (Kallio et al., 2016). Videre vil vi gjennomgå trinn 3. Her tar vi kort for oss vesentlige momenter til intervjuguiden. Intervjuguiden i trinn 5 vil bli presentert i appendiks III.

Intervjuguide trinn 3

Intervjuguiden systematiserer intervjuprosessen og bidrar til å sikre forskningsdata av høy kvalitet. Herunder blant annet at relevante temaer berøres og at aktuelle forskningsspørsmål tas opp i intervjuene (Johannessen et al., 2010, s. 149). Nøkkelen og følgelig også utfordringen i et hvert forskningsprosjekt er å innhente forskningsdata som er av høy kvalitet. For å oppnå ønsket kvalitet er det viktig å være bevisst på utfordringer som vil kunne redusere informasjonens objektivitet og nøytralitet.

Intervjuobjektene er uavhengige individer som vil kunne oppfatte og tolke spørsmålene ulikt. Ulik tolkning kan i første rekke føre til at intervjuobjektene ikke svarer på spørsmålet slik de

er tiltenkt, man ender da opp med svar uten tilstrekkelig validitet (Johannessen et al., 2010, s. 66). Ulik tolkning blant intervjuobjektene vil redusere kvaliteten, fordi informasjonen blir vanskeligere å sammenligne (Campion et al., 1997). I slike tilfeller vil det være viktig at intervjueren klarer å styre intervjuet tilbake på riktig kurs, men fremdeles opprettholde intervjuets nøytralitet.

En annen utfordring som også påvirker kvaliteten på informasjonen, er hvor mye struktur man pålegger intervjuet (Campion et al., 1997). Det semistrukturerte intervjuet kjennetegnes ved at det består av både en strukturert del og en ustrukturert del. Den strukturerte delen er forhåndsdefinert og følger intervjuguiden. Det er avgjørende for å sikre forskningens reliabilitet at den strukturerte delen av intervjuene følger intervjuguidens rekkefølge på tematikk og spørsmål. Den ustrukturerte delen av intervjuene inntreer når intervjueren stiller oppfølgingsspørsmål (Johannessen et al., 2010, s. 148).

Det semistrukturerte intervjuet kjennetegnes ved at dialogen er flytende, og det er naturlig å tenke seg at intervjuet kan bevege seg bort fra studiens tematikk (Ryen, 2002, s. 99). Intervjuguiden er et hjelpemiddel som sikrer at studien oppnår en minimumsgrense av informasjon, samt svar på de mest essensielle spørsmålene for studien. Intervjuguiden er et verktøy som benyttes for å redusere risikoene i intervjuprosessen (Ryen, 2002, s. 100). Utarbeidelse av intervjuguiden vil derfor tildeles stor oppmerksomhet.

Ved utarbeidelse av intervjuguiden må det tas særlig hensyn til *question order bias* (Grau, 2018). Rekkefølgen på spørsmålene kan påvirke intervjuobjektens svar og derigjennom svekke oppgavens reliabilitet og validitet. Question order bias er uunngåelig, men for å motvirke en utilsiktet påvirkning vil rekkefølgen på tema og spørsmål i intervjuguiden følge samme rekkefølge som vilkårene i Regnskapsloven § 5-8. Konsistent rekkefølge på spørsmål og tema, vil gi mer konsistente intervjuer og dermed bidra til å øke reliabiliteten (Campion et al., 1997).

Formålet med intervjuene er å innhente informasjon om ekspertenes praksis, erfaring og tolkning av Regnskapsloven § 5-8. Vi viser til tidligere begrunnelse på hvorfor vi mener semistrukturerte intervjuer vil være en passende datainnsamlingsmetode. Semistrukturerte intervjuer stiller indirekte krav om at intervjueren kjenner temaet godt, da dette legger premissene for å stille gode oppfølgingsspørsmål (Kvale & Brinkmann, 2011, s. 159). Det

fordrer at intervjueren arbeider med å fordype seg i temaet, og understreker viktigheten av trinn to. En god forståelse rundt oppgavens tematikk vil bidra til at intervjuguiden inneholder gode forhåndsdefinerte spørsmål som reduserer risikoen for å stille ledende spørsmål. Dette vil bidra til å øke studiens validitet og overførbarhet.

5.5 Faktisk utvalgsprosess

Vi har gjennomført semistrukturerte intervjuer på et strategisk utvalg bestående av åtte respondenter. Alle har lang arbeidserfaring innenfor regnskap- og revisjonsbransjen. I den strategiske utvalgsprosessen vektla vi respondentenes kunnskapsnivå og arbeidserfaring. Fordi kunnskapsnivå er krevende å måle pålitelig, benyttet vi stillingsnivået *partner* som utvalgs-kriterium for kvalifiserte intervjuobjekter (Johannessen et al., 2010).

I forbindelse med utvalgsprosessen ble det sendt ut et informasjonsskriv som inneholdt en presentasjon av oppgavens tematikk, informasjon om ivaretagelse av respondentenes konfidensialitet og en invitasjon om å delta i vårt forskningsprosjekt. Informasjonsskrivet ble sendt ut via e-post til ulike revisjonsselskaper i Norge. For en grundigere gjennomgang av informasjonsskrivet viser vi til appendiks IV.

Rekrutteringsprosessen var på ingen måte enkel. På grunn av den hektiske årsoppgjørperioden, ga store deler av mottakerne tilbakemelding på at de ikke hadde tid til å delta i vårt forskningsprosjekt. De respondentene som ønsket å delta, kan dermed tenkes å ha en større interesse i Regnskapsloven § 5-8 enn populasjonsnormalen. Årsoppgjørperioden har trolig forsterket effekten av selvseleksjon. Selvseleksjon kan medføre at deler av utvalget vårt inneholder respondenter som er spesielt interessert og dermed har et høyt kunnskapsnivå om temaet (Gønmo, 2021).

Vår valgte rekrutteringsstrategi fungerte ikke slik vi hadde sett for oss. Dessverre fikk vi ikke innhentet nok respondenter med den valgte rekrutteringsstrategien. Vi ble derfor nødt til å hente inn respondenter fra eget nettverk. Vi kontaktet personer som har eller har hatt en tilhørighet, eller kobling til selskaper vi ønsker å rekruttere fra. Med denne utvalgsstrategien fikk vi innhentet de siste respondentene, slik at utvalgsstørrelsen ble adekvat.

Våre to utvalgsprosesser vil kunne medføre at utvalget består av respondenter som har mye kunnskap om temaet, og respondenter som ikke har like mye kunnskap om tema. Den faktiske utvalgsprosessen har trolig medført skjevfordelinger i det oppnådde utvalget.

5.6 Kort om intervjuprosessen – etisk ansvar og koding

Intervjuene ble avholdt med bakgrunn i den vedlagte intervjuguiden i appendiks III. Det ble i samsvar med respondentenes samtykke gjort lydopptak av intervjuene. Lydopptakene ble transkribert og deretter kodet opp mot tilhørende hypotese og tema. De kodede transkriberingene ble til slutt strukturert og samlet på hypotesenivå. Dette resulterte i en håndterbar datamengde, som dannet grunnlaget for funnene som presenteres i neste kapittel. I tillegg til de åtte intervjuene hadde vi et personlig intervju med én deltaker fra lovutvalget. Sistnevnte intervju ble avholdt for å innhente informasjon om hvorfor paragraf 5-8 ble innført. Herunder hvilket formål paragrafen skulle tjene, samt hvilke tanker lovutvalget hadde rundt de ulike vilkårene.

Respondentene er aktive partnere innenfor revisjon og regnskap. Oppgaven skal ivareta respondentenes konfidensialitet. Respondentene identifiseres derfor ikke. Videre kan konfidensialitet i større grad bidra til at respondentene svarer ærlig (Bewley, 2002). Respondentene er informert om at de ikke vil bli identifisert i studien, verken på individ- eller selskapsnivå. Derimot omfatter respondentenes samtykke at vurderinger vil kunne publiseres i oppgaven i tilknytning til besvarelse av forskningsspørsmål og andre aktuelle problemstillinger.

Denne oppgaven er meldt til og godkjent av NSD – Norsk senter for forskningsdata. Personopplysningsloven stiller krav til respondenters samtykke, i den forbindelse er det sendt ut informasjonsskriv og samtykkeskjema til alle intervjuobjekter, se appendiks IV. Før hvert intervju har respondentene blitt påminnet retten til å trekke sitt samtykke til enhver tid (Johannessen et al., 2010, s. 86). For de respondentene som ønsket det, har vi gjort ytterligere rede for konfidensialitetstiltakene.

6. Semistrukturerte intervjuer - Presentasjon av funn

Totalt ble det avholdt 8 intervjuer i forbindelse med det kvalitative forskningsarbeidet. Respondentene hadde i gjennomsnitt 20 års erfaring innenfor regnskap og revisjon, med et spenn fra 11,5 til 30 år. Respondentene dekker samlet en kundemasse på ca. 1 650 selskaper, hvorav ca. 190 har finansielle omløpsmidler verdsatt til markedsverdi. 10 av de 1 650 selskapene avlegger regnskapet etter IFRS eller forenklet IFRS. Fordi 8 respondenter representerer 1 650 ulike selskaper, ble den ønskede aggregeringen omtalt i kapittel 5.2, oppnådd. Selv om studien dermed indirekte dekker et relativt stort antall selskaper har vi grunnet et for lite utvalg, og valgt metodikk ikke grunnlag til å bygge på statistiske metoder i konklusjonene. Det er nødvendig å presisere at utvalget på 8 respondenter kan ha skjevheter som ikke er representative for populasjonen. Tilsvarende er det også mulig at utvalget ikke er stort nok til å fange opp hele variasjonsspekteret i populasjonen. Ideelt sett skulle vi derfor hatt flere respondenter, i henhold til omtale i kapittel 5.2.

Tatt i betraktning at utvalget ble mindre enn ønsket, og at vi ikke kan benytte statistiske metoder, mener vi likevel at enkelte av funnene kan indikere en viss overførbarhet og avdekke interesseområder for etterfølgende forskning. Funnene fra intervjuene vil bli kategorisert i tilknytning til de aktuelle hypotesene fra kapittel 5.1. Enkelte av hypotesene er ytterligere dekomponert for å strukturere vurderingene. De mest interessante og overordnede funnene vil bli nærmere diskutert i konklusjonen. Der det er benyttet sitater fra respondentene er sitatene fremhevet i kursiv. Av hensyn til respondentenes konfidensialitet identifiseres ikke sitatene med navn eller intervjunummer.

6.1 Hypotese 1

«Begrepet handelsportefølje er åpent for tolkning og kan skape assosiasjoner mot krav til omfang eller diversifisering, snarere enn formålet: intensjon om handelsformål.»

Hypotesen om handelsportefølje dekomponeres ytterligere inn i dimensjonene;

Tolkning av vilkår, omfang på handelsportefølje og aktivitetskrav.

- Tolkning av vilkår – må inngå i en handelsportefølje med henblikk på videresalg: Et flertall av respondentene knytter begrepet handelsportefølje opp mot en undermengde av omløpsmidler med en skjerpet intensjon når det gjelder formålet og

handelsaktivitet på investeringene. Flere benytter begrep som *trading* og/eller vinkler tolkningen inn mot tidligere IFRS og U.S. GAAP terminologi *securities held for trading*. To av respondentene gir uttrykk for et overordnet historisk krav om diversifisering, men at dette ikke praktiseres. Angående diversifisering sa en respondent at: «*jeg vet at det er et krav, men det er vanskelig å definere hva som er god diversifisering*»¹⁶. Flere av respondentene reagerer på begrepets ordlyd og fremhever at den er åpen for tolkning, særlig når det gjelder antall instrumenter som kreves for å være en portefølje, men også når det gjelder diversifisering. En av respondentene sa at: «*Det er jo sånn passe kryptisk da. Handelsportefølje er jo ikke et definert begrep*». En av respondentene fremhever at rettleidingene som er gitt tilsier at det i praksis skal lite til før noe er å anse som en handelsportefølje. En respondent mente at: «*Det er det vanskeligste kriteriet, men det skal veldig lite til for at du er i en handelsportefølje*»

- Omfang av handelsportefølje – hvor mange poster kreves for å være en handelsportefølje:

Et flertall av respondentene poengterer at begrepet synes å være et flertallsord. En av respondentene utalte: «*Handelsportefølje er jo et flertallsord, men i praksis er ikke dette like strengt*». Videre poengterer samtlige at det fremstår mindre troverdig å ha en handelsportefølje med kun ett instrument, men er kjent med rettleidingen og at det praktiseres. På spørsmål om man kun ha én aksjepost hevdet en av respondentene: «*det strider jo med begrepet handelsportefølje, hvert fall i mitt hode*». To av respondentene fremhever at de stiller særskilte krav til intensjon og likviditet på investeringene for å godta en handelsportefølje med kun ett instrument.

- Aktivitetskrav - krav om handelsaktivitet, eller er intensjonen tilstrekkelig:
Handelsaktivitet gjennom året underbygger investeringenes intensjon, flere av respondentene antyder at det derfor minimum bør være en transaksjon i året: «*Man må se at det er løpende transaksjoner*». På den andre siden diskvalifiserer ikke mangel av handelsaktivitet posten fra å inngå i handelsporteføljen dersom intensjonen om videresalg fornyes. En respondent mente: «*Det avgjørende er at det er produkter som*

¹⁶ Alle sitatene er skrevet om, for å gjøre de mindre muntlige

er lett å gå inn og ut av. Man vil fortsatt oppfylle "handelsportefølje" selv om man ikke kjøper og selger». En av respondentene gir uttrykk for å i mindre grad vektlegge mangel på handelsaktivitet, forutsatt at postene er likvide.

Oppsummerende synes det å være grunnlag for å beholde hypotese 1. Det udefinerte begrepet handelsportefølje er åpent for tolkning. Det kan gi andre assosiasjoner enn det som kommer frem av lovens ordlyd i lys av forarbeidene. Hvorvidt hypotesen om at tolkningsrommet resulterer i varierende praksis, kan beholdes, er mer nyansert. Datamaterialet som ble innhentet i intervjuene indikerer ikke en stor variasjon i praksis på vilkår 2 spesifikt. Trekket derimot respondentenes helhetlige respons inn i bildet, så synes det å være ulik praksis i verdsettelse til virkelig verdi på omløpsmidler. Dette kan skyldes ulik praktisering av vilkår 2, men også andre vilkår. For å undersøke dette nærmere vil en mer kvantitativ og praktisk tilnærming være å foretrekke.

6.2 Hypotese 2

«Mangelen på entydig krav til god eierspredning og likviditet, samt hvordan disse skal måles, resulterer i varierende praksis»

Hypotesen dekomponeres i dimensjonene: tolkning av vilkår, vurderingshorisont og volatilitet.

- Tolkning av vilkår - må ha god eierspredning og likviditet:

Fra intervjuene fremkommer det at to av respondentene ikke har noen inngående formening om likviditet og eierspredning som krav. En respondent sa: *«Forvalterne til kundene gjør den jobben der, og da tenker jeg at de kriteriene blir vurdert av dem».*

Ytterligere to respondenter stiller heller ingen krav til likviditet og eierspredning - utover at instrumentene handles på Oslo Børs: *«Er det fra hovedlisten er de to kravene oppfylt, mulig det er smalsynt».*

Flertallet godtar Oslo Børs som benchmark for likviditet. Fire respondenter definerte begrepene, og knytter vilkåret opp mot forarbeidenes vektleggelse på kontantekvivalens og «nært substitutt til penger». En respondent knytter likviditetskravet opp mot lignende krav i IFRS 13 – aktivt marked. To respondenter aksepterer ikke Oslo Børs i seg selv som

argument på god likviditet og eierspredning. En av de utalte at: «*Hvis posisjonen er så stor at den vil påvirke prisen, vil det være for liten likviditet i plasseringen*».

- Vurderingshorisont – tidsrom for vurdering av god eierspredning og likviditet:
Flertallet krever vurdering ved avleggelse av regnskap, mens to av respondentene synes ikke ha noen formening om dette. To respondenter poengterer at man burde vurdere historikken på mindre likvide selskaper, en av dem sa: «*ser på spread. Veldig stor spread sånn historisk tilsier jo stor usikkerhet*». Datainnsamlingen på dette punktet bærer preg av at spørsmålet i intervjuguiden forutsatte mer omfattende likviditetsvurderinger, enn det som synes å være praksis. Se også funn på hypotese 3 og 4.
- Volatilitet – vektlegges volatilitet i vurderingene av § 5-8:
Vi presiserer innledningsvis at volatilitet ikke er et vilkår i Regnskapsloven § 5-8, og heller ikke er omtalt som særskilt moment i forarbeidene. Derimot kan volatilitet være en indikator for lav likviditet, men denne sammenhengen er på ingen måte absolutt (Brunnermeier & Pedersen, 2009). En av respondentene tillegger volatilitet stor vekt, mens fire respondenter presiserer at volatilitet ikke tas i betraktning når de vurderer om verdsettelse skal skje i tråd med § 5-8. En av respondentene argumenterer for at volatilitet kan være mer avgjørende i de tilfellene der det benyttes skjønn på vilkår 3.

Datamaterialet indikerer at det foreligger variasjon i kunnskap og bevissthet rundt begrepene likviditet og eierspredning hos respondentene. Hvorvidt respondentens vurderinger gjenspeiles i praksis, har vi derimot ikke tilstrekkelig datamateriale for å kunne vurdere. En samlet vurdering av de tre dimensjonene antyder at det er grunnlag for å undersøke dette nærmere.

6.3 Hypotese 3

«Det er ikke vanlig praksis å benytte likviditetsmål i vurderingen av vilkår 4 – god eierspredning og likviditet.»

- To av respondentene omtaler likviditetsmålet dager uten omsetning. En av disse nevner videre at det kan være aktuelt å se på spread i kjøps- og salgskurs. Vurdering foretas opp mot konseptet kontantekvivalens, der et par dager uten omsetning, eller spread over 15% i

mange tilfeller kan indikere lav likviditet. Respondenten fremhever også at kontrollpremier må hensyntas, særlig hvis det er snakk om store eierposisjoner. Vurderingene av likviditet gjøres ikke systematisk, men kun i tilfeller med tvil om instrumentene kan anses som substitutt til penger og alle øvrige vilkår fremdeles er oppfylt.

De øvrige respondentene gir uttrykk for at vurdering av likviditetsmål ikke foretas på instrumentnivå og påpeker at dette heller ikke praktiseres, eller i det minste dokumenteres. På spørsmål om det er vanlig å bruke noen form for likviditetsmål, svarte respondenten: «Jeg ville landet på at omsettes det på Oslo Børs er det tilstrekkelig. Du ville revidert deg bort og blitt for dyr». En annen respondent sa at: «§ 5-8 er litt uklar, så jeg tror den blir veldig forenklet i forhold til det som faktisk er kravene». En tredje respondent sa dette om bruk av likviditetsmål: «de fleste kundene har forvaltere, de tar seg av den biten der».

I alt synes det å være stor variasjon i oppfatning på dette vilkåret. Kun to av respondentene gir uttrykk for at likviditetsmål vurderes og nevner ett, eller flere. Hos disse er det igjen en relativt stor variasjon i terskelen for når det er hensiktsmessig å vurdere likviditetsmål. Isolert tilsier dette forkastning av hypotese 3.

Derimot vektlegger vi at de øvrige respondentene ikke virker å være kjent med at vurdering av likviditetsmål praktiseres. Enkelte gir uttrykk for at praktiseringen av vilkår 4 er mer liberal enn lovens ordlyd.

Hensyntatt den faktiske utvalgsprosessen virker det å være mulig at den store variasjonen i respons skyldes en skjevhet i vårt utvalg. Basert på en helhetlig vurdering av responsen og utfallet av utvalgsprosessen mener vi derfor at hypotesen kan beholdes. En kvantitativ- eller casetilnærming vil kunne bidra til å belyse situasjonen ytterligere.

6.4 Hypotese 4

«Har praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8 blitt påvirket av en mer utstrakt bruk av IFRS»

- Fire respondenter ga uttrykk for at fokuset på virkelig verdi i IFRS kan ha påvirket praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8 i Norge. En av respondentene utalte: «Tror det. Håper og tror folk bruker mer virkelig verdi nå enn de gjorde tidligere». En respondent presiserer dog at dette ikke har påvirket egen vurdering. På den andre siden hevder tre

andre respondenter at regelen ikke er blitt påvirket av IFRS og at praktiseringen av § 5-8 oppleves tilnærmet uendret fra da den kom i 1998. En av disse sa: *«Så langt jeg kan oppfatte har denne regelen blitt praktisert ganske likt siden den kom, også etter at IFRS ble implementert for fullt»*. En respondent hadde ingen formening om terskelen har blitt lavere for å verdsette instrumenter til virkelig verdi i GRS, som følge av en mer utstrakt bruk av IFRS.

Respondentene i utvalget virker å ha til dels delte meninger rundt temaet. En gruppe hevder IFRS har påvirket praktiseringen av § 5-8, derimot hevder tre andre respondenter det motsatte. En respondent ønsker ikke å spekulere i om vurderingene kan ha blitt påvirket av IFRS. Dette tilsier at vi verken kan forkaste eller beholde hypotese 4.

Det synes dog å være enighet blant respondentene om at virkelig verdi på finansielle instrumenter gir et riktigere regnskap og bilde av den reelle egenkapitalen. En respondent fremhever at virkelig verdi også kan øke estimatusikkerheten i regnskapene og skape usikkerhet i verddivurderingene for de som ikke er godt kjent med virkelig verdi. Sistnevnte gjelder særlig virkelig verdi basert på input av nivå 3 jf. IFRS 13.

6.5 Hypotese 5

«Det er variasjon i hvilke vilkår som tillegges mest vekt i bruk av § 5-8»

Tre respondenter fremhever at flere av vilkårene er svært åpne for tolkning og påpeker en naturlig forventning om variasjon som følge av det. Fem respondenter stiller i hovedsak særlig krav til klassifisering og intensjonen i henholdsvis vilkår 1 og 2. En av respondentene sa: *«Vilkår 1 er viktigst. Tror det er konsistent at regelen blir praktisert enklere enn den kanskje burde blitt»*. To respondenter påpeker spesifikt at vilkår 4 får for lite oppmerksomhet og vurderes ukritisk, særlig av uerfarne regnskapsførere og revisorer som ikke lenger er innom forarbeidene i utdannelsen. En av respondentene hevdet at: *«Synes det er for mange som blindt hopper over vurdering av likviditet og eierspredning»*.

Tre respondenter gir uttrykk for at de i liten grad vektlegger vilkår 3 og 4 når de gjør vurderinger knyttet til verdsettelse til virkelig verdi. En respondent utalte: *«Man kan tilpasse argumentene litt etter den løsningen du ønsker»*.

En respondent påpeker at ingen av vilkårene tar presedens over de andre, og fremhever betydningen av å se paragrafens kumulative vilkår opp mot paragrafens formål: *«synes ikke noen av vilkårene i § 5-8 tar presedens over noen av de andre»*. Respondenten argumenterer for at vilkårene samlet sett er ment å sikre at verdsettelse til virkelig verdi kun skal foretas på instrumenter der skillet mellom urealisert og realisert gevinst er irrelevant. I denne tolkningen ligger det også et strengt krav til investeringenes intensjon.

Samlet sett mener vi det er grunnlag for å beholde hypotesen, særlig rettet mot vilkår 3 og 4 i Regnskapsloven § 5-8. Det er nærliggende, og støttes opp av respondentene, at denne variasjonen forplanter seg videre som varierende praksis. Dog var ikke studiens utforming egnet til å kartlegge praktiseringen konkret. Her vil eksempelvis en casestudie kunne være mer egnet til å identifisere i hvilken grad ulik tolkning av vilkårene faktisk gjenspeiler seg i ulik praktisering.

6.6 Hypotese 6

«Det er variasjon i praktisering og tilbøyelighet for skjønn på vilkår 3»

Fem respondenter innleder med at de kun godtar Oslo Børs som en godkjent markedsplass etter vilkår 3. To respondenter forteller at de helst ser at instrumentene er notert på Oslo Børs, men at noen av instrumentene også kan være på «underbørsen» gitt at det er god likviditet: *«ser gjerne at mange er på Oslo Børs. Noen av dem er plassert på underbørsen»*. Flertallet av respondentene gir uttrykk for at de kan være åpne for å godkjenne andre markedsplasser som Euronext Growth, i de tilfellene det foreligger vurderinger som viser at likviditeten og eierspredningen er god. En av respondentene mente at: *«Etter boken kan man ikke bruke skjønn, men i praksis er det greit å bruke det»*. De er med andre ord åpne for å se vilkår 3 i lys av vilkår 4.

En av respondentene poengterer at ordlyden i vilkår 3 kan ekskludere instrumenter som oppfyller de øvrige vilkårene og er i tråd med forarbeidenes ordlyd. Dette gjelder i de tilfellene der det er liten usikkerhet tilknyttet instrumentenes verdi og kontekstkvivalens, men instrumentet er oppført på et uregulert marked jf. Verdipapirhandelloven (2007, § 2-7 (4)). Respondenten fremhever at det trolig ville vært flere instrumenter som ville blitt godkjent for

verdsettelse i tråd med Regnskapsloven § 5-8, dersom paragrafen var prinsippbasert og ikke regelbasert.

Innledningsvis ga flertallet av respondentene uttrykk for at vilkår 3 i Regnskapsloven § 5-8 er et strengt krav. To respondenter ga uttrykk for en mer liberal holdning til vilkåret, der VPS-oppgaven vektlegges: «*Dersom aksjene kan handles gjennom verdipapirsentraler er det et regulert system rundt det*». Utover intervjuet ble de fleste respondentene mer åpne for å godta andre handelsplasser forutsatt at instrumentet har god likviditet og det er liten usikkerhet til markedsverdien. En av respondentene fremhevet igjen at vilkårene er regelbasert og dermed ikke kan fravikes: «*Hovedlisten er minimum. Merkur og Axess er uaktuelt, dette er ikke fungerende markeder. Det er for lav omsetning og likviditet*». Samlet sett indikerer funnene variasjon i praktiseringen av vilkår 3 blant respondentene. Videre var det variasjon i tilbøyelighet til å benytte skjønn på vilkåret. Valgt metodikk og oppnådd utvalgsstørrelse gir ikke tilstrekkelig sikkerhet for å antyde at denne variasjonen og tilbøyeligheten er representativ for populasjonen. Derimot tyder en så stor variasjon hos ekspertgruppen på at det vil kunne foreligge variasjon også hos mindre erfarne og kunnskapsrike grupper.

6.7 Hypotese 7

«Det eksisterer bevisste brukere som aktivt ønsker å øke utbyttegrunnlaget gjennom bruk av markedsverdiprinsippet. Disse utøver også press på regnskapsfører/revisor.»

Hypotesen dekomponeres ytterligere i dimensjonene klassifisering og utbytteramme.

- **Klassifisering – Bevisst klassifisering som OM og innenfor handelsportefølje:**
Med et unntak gir respondentene uttrykk for at det er liten grad av bevissthet rundt klassifisering hos kundene. Fordi kjennskap til klassifiseringsreglene og mulighetene er en forutsetning for hypotesen, tilsier funnene i utgangspunktet en falsifisering av hypotesen.
- **Utbytteramme – Ved verdistigning vil virkelig verdi gi en økt utbytteramme:**
De fleste respondentene gir uttrykk for å være kjent med utbytteproblemstillingen, men ingen av respondentene opplyser at de har blitt utsatt for noen form for press fra kunder i tilknytning til Regnskapsloven § 5-8. De fleste fremhever tvert imot at de fleste kundene ikke er bevisste på muligheten. En av respondentene fremhever i den anledning at Regnskapsloven § 5-8 i utgangspunktet er såpass streng at utbytteproblematikken i liten

grad er vesentlig dersom § 5-8 praktiseres i tråd med forarbeidene. Flertallet fremhever også begrensningene i aksjeloven § 8-1 (4), som pålegger at det ikke kan utdeles mer i utbytte enn at selskapet til enhver tid har en forsvarlig egenkapital og likviditet.

En samlet vurdering av respons på dimensjonene indikerer at vi i utgangspunktet har grunnlag for å forkaste hypotesen. Derimot må utvalgsstørrelsen hensyntas, og det er ikke utenkelig at det smale utvalget resulterte i at vi ikke fikk innhentet bekreftende respons. Det kan eksempelvis være tilfellet dersom fenomenet som undersøkes i hypotese 7 er sjeldent. Manglende grad av bevissthet hos de fleste brukerne av GRS kan anses som en indikator for at fenomenet er sjeldent, da det krever kunnskap om unntaksregelen, men også kunnskap om tolkningsrommet til Regnskapsloven § 5-8. Hensyntas videre at kun 11,5% av respondentenes kundemasse innenfor GRS har finansielle omløpsmidler vurdert til virkelig verdi, så er det ikke nødvendigvis overraskende at vi ikke har funnet støtte for hypotesen. I tillegg er det verdt å påpeke at hypotese 7 ikke var en primærhypotese og mye tyder på at datainnhentingemetoden ikke var hensiktsmessig for hypotesen.

Avslutningsvis vil vi presentere bakgrunnen for hypotese 7, da vi mener det foreligger så vel muligheter, som incentiver til å benytte seg av tolkningsrommet i Regnskapsloven § 5-8. Særlig vilkår 1 og 2 byr på muligheter til alternativ fremstilling av den reelle intensjonen for å muliggjøre verdsettelse til virkelig verdi. Et konkret eksempel vil kunne være de facto langsiktige investeringer, som bevisst klassifiseres som omløpsmidler i handelsporteføljen for å kunne måle disse til virkelig verdi. Incentivene for denne beslutningen er illustrert i eksempelet under. For å gjøre eksempelet enklere forutsetter vi at Regnskapsloven § 5-8 vilkår 3 og 4 er oppfylt, i tillegg er investeringen i et selskap omfattet av fritaksmetoden jf. Skatteloven (1999, § 2-38):

- Ved kursfall vil det være symmetrisk behandling av investeringen – uavhengig av klassifisering som omløpsmiddel i handelsporteføljen målt til virkelig verdi, eller som anleggsmiddel/omløpsmiddel målt etter laveste verdis prinsipp. Det vil med andre ord ikke være noen ytterligere nedside ved å bevisst behandle investeringen som omløpsmiddel i handelsporteføljen målt til virkelig verdi.

- Ved kursøkning vil det være en asymmetrisk behandling av investeringen. Investeringen klassifisert som anleggsmiddel vil måles i tråd med laveste verdis prinsipp¹⁷. Virkelig verdi vil være høyere enn anskaffelseskost, men fordi laveste verdis prinsipp tilsier verdsettelse til det laveste av virkelig verdi og anskaffelseskost, vil investeringen fremdeles stå til anskaffelseskost. Dersom samme investering derimot er klassifisert som omløpsmiddel i handelsporteføljen skal den urealiserte kursgevinsten føres over resultatet. Dette øker dermed årets resultat før skatt. Under fritaksmetoden vil den urealiserte kursgevinsten anses som en skattemessig permanent forskjell jf. Skatteloven (1999, § 2-38). Skattemessig resultat blir derfor upåvirket. Dette øker dermed egenkapitalen krone for krone, og således utbyttegrunnlaget med samme beløp. Oppsiden er hele den urealiserte gevinsten.

Som eksempelet ovenfor illustrerer, vil det i en situasjon der en investeringsbeslutning er vedtatt, ikke være noen nedside ved å måle denne til virkelig verdi. Måling til virkelig verdi tilbyr derimot en potensiell oppside, og kan således betraktes som en opsjon. Det er med andre ord liten tvil om at det kan foreligge incentiver for å begå en slik mislighet. Når det foreligger både incentiver og muligheter til mislighold vil det som oftest stå og falle på holdningene til beslutningstakeren. Disse tre mislighetsfaktorene danner til sammen mislighetstriangelet jf. ISA 240 (2004, pkt. A24-26)¹⁸. Hensyntatt respondentenes respons og argumentasjonen ovenfor, foreligger det ikke grunnlag til å forkaste hypotese 7. Tvert imot indikerer funnene at hypotesen kan undersøkes nærmere i mer rettede studier.

¹⁷ Anleggsmidler skal nedskrives til virkelig verdi ved verdifall som forventes ikke å være forbigående, jf. Regnskapsloven (1998, § 5-3). Den betingede nedskrivningsplikten er opphevet for børsnoterte investeringer klassifisert som anleggsmiddel jf. NRS 18 (2009, pkt. 11). I praksis blir dette laveste verdis prinsipp.

¹⁸ International Standards on Auditing (ISA), er internasjonale revisjonsstandarder fastsatt av International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB).

7. Diskusjon og studiens implikasjoner

Nedenfor vil vi gjennomgå og diskutere funnene fra de semistrukturerte intervjuene og likviditetsstudien.

Hypotese 1 (H1). Det udefinerte begrepet handelsportefølje synes å være åpent for tolkning. Våre funn viser stor variasjon i tolkning av begrepet. Tolkingsvariasjon indikerer variasjon i hvordan vilkåret praktiseres.

H2. Det er stor variasjon i tolkning av kravet om god eierspredning og likviditet. Det synes videre å være stor variasjon i kunnskap og bevissthet på området. Enkelte har inngående kunnskap om likviditet og markedseffisiens, andre respondenter har derimot viet temaet lite oppmerksomhet. Variasjon i tolkning og bevissthet rundt tematikken indikerer variasjon i hvordan vilkåret praktiseres.

H3. Våre funn indikerer at det er uvanlig å benytte likviditetsmål i vurdering av lovens fjerde vilkår. Det fremstår å være stor variasjon i begrunnelsen for hvorfor likviditetsmål ikke benyttes. På den andre siden finner vi at et fåtall gir uttrykk for å benytte likviditetsmål på et overordnet nivå – særlig omsetningsdata. Disse respondentene skiller seg markant ut fra de øvrige respondentene i utvalget.

H4. Vi finner delte meninger om hvorvidt IFRS har påvirket praktiseringen av unntaksregelen etter GRS. Vi finner derimot bred enighet om at virkelig verdi i mange tilfeller gir mer beslutningsrelevant informasjon og et mer rettviseende bilde.

H5. Funnene antyder en variasjon i hvilke vilkår som vektlegges mest. Den observerte variasjonen dekker hele variasjonsspekteret fra vilkår 1 til 4, til at ingen av vilkårene tar presedens. Samlet sett antyder den store variasjonen i vektleggelse av vilkårene at det kan være variasjon i praktisering.

H6. Funnene indikerer en variasjon i så vel praktisering av vilkår 3, som tilbøyelighet for skjønn på vilkåret. Primært skiller respondentene seg på hvorvidt vilkåret er strengt regelbasert snarere enn prinsippbasert.

H7. Funnene indikerer i første omgang at fenomenet er lite utbredt. En helhetsvurdering av funnene, samt drøftingen i lys av mislighetstriangelet, tilsier likevel at risikoen er til stede. Området fremstår interessant for videre forskning i kombinasjon med en overordnet casestudie på praktiseringen.

Funnene fra hypotese 1, 2, 5 og 6 antyder at praktiseringen varierer med grad av kunnskap og bevissthet på området. Et fåtall av respondentene hadde god kunnskap om likviditet og eierspredning. De respondentene som hadde god forståelse for markedsprising og markedseffisiens, foretok mer samlede helhetsvurderinger av vilkårene. Flere av respondentene fremhevet selv en oppfattet variasjon i kunnskap og bevissthet på området, både hos kunder, revisorer og regnskapsførere. Funnene indikerer at vilkårene 2, 3 og 4 i Regnskapsloven § 5-8 i varierende grad forenkles i praksis. Naturligvis vil det være tilfeller der forenklingene gir samme resultat som mer omfattende vurderinger opp mot vilkårenes formål. Derimot vil praktiske forenklinger i de fleste tilfeller gå på bekostning av den nødvendige aktsomheten som ordlyden til Regnskapsloven § 5-8, og forarbeidene legger opp til. Den manglende aktsomheten rundt vilkårenes formål kan dermed ha resultert i en sedvane som gir mer eller mindre vilkårlige utfall for når virkelig verdi anvendes etter GRS.

For store og øvrige foretak vil forenklinger som resulterer i at instrumenter vurderes til virkelig verdi oftere eller sjeldnere enn lovens formål, være lovstridige. Samtidig har utbredelsen av forenklede vurderinger i kontekst av Regnskapsloven § 5-8 trolig etablert konkurransemessige hindringer for aktører som ønsker å utøve unntaksregelen mer aktsomt. Dette fordi aktsomme helhetsvurderinger av anvendelsesområdet for Regnskapsloven § 5-8 er betydelig mer ressurskrevende, sammenlignet med forenklede tilnærminger. Små foretak som velger å benytte seg av unntaksregelen står overfor samme utfordring med ressursbruk.

Regnskapsloven § 5-8 og forarbeidene tilbyr ingen entydig fasit for når vilkårene er oppfylt, og verdsettelse skal skje i tråd med markedsverdi prinsippet. Fraværet av veiledning og terskelverdier resulterer i et stort rom for skjønn, og de nødvendige vurderingene på særlig vilkår 3 og 4 kan være komplekse. På den andre siden kan det diskuteres i hvilken grad fravær av veiledning og terskelverdier forsvarer store forenklinger på området. Tilsvarende kan det diskuteres i hvilken grad lovens ordlyd, og tolkning i lys av forarbeidene fra 90-tallet gjenspeiler unntaksregelens faktiske formål i dag. Fraværet av dommer på området antyder at sedvanen er akseptert. En akseptert praktisering i strid med lovens ordlyd vil undergrave

lovens betydning. Vi mener derfor det bør rettes fokus på hvorvidt Regnskapsloven § 5-8 er formålstjenlig eller utdatert. Sistnevnte er særlig aktuelt i tilfeller der vilkår 3 ekskluderer instrumenter som etter vilkår 4 er likvide og som etter IFRS anses å være oppstått i aktive markeder.

I kapittel 4 ble det gjennomført en likviditetsstudie med fokus på å undersøke generaliserbarheten av likviditeten på Oslo Børs. Våre funn antyder at likviditeten på Oslo Børs kan generaliseres som god for den største tredjedelen av instrumentene på markedsplassen. På den andre siden finner vi unntak også blant de 30 % største selskapene. I tillegg er det flere av de mindre selskapene som tilsynelatende har god likviditet. Samlet sett vil derfor en generalisering, i de fleste tilfellene være uaktsom.

Likviditetsstudien og gjennomgangen av forskningen på området, illustrerer kompleksiteten i vilkår 4 om god eierspredning og likviditet i en begrenset norsk kontekst bestående av aksjer på Oslo Børs. Gjennomgangen og drøftingen i lys av denne konteksten har ytterligere illustrert at kunnskap rundt likviditet og markedseffisiens, ikke nødvendigvis forenkler grensedragningen om tilstrekkelig markedseffisiens. Dette, og funnene fra likviditetsstudien forklarer på sett og vis fraværet av terskelverdier for vilkåret om god eierspredning og likviditet. Det er komplekse sammenhenger mellom eierspredning, likviditet og markedseffisiens. Den tilhørende måleproblematikken på området illustrerer dette.

Funnene fra likviditetsstudie vår støtter funnene fra Næs et al. (2008) om at det foreligger en viss korrelasjon mellom selskapsstørrelse målt ved markedskapitalisering og likviditet. Derimot antyder funnene fra vår likviditetsstudie at denne sammenhengen ikke er absolutt, fordi det på selskapsnivå vil kunne være relativt store og små selskaper som er mindre og mer likvide enn selskapsstørrelsen skulle tilsi. Samlet sett mener vi at dette taler for at vilkåret om god eierspredning og likviditet må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle.

8. Konklusjon

Vi har i denne masteroppgaven undersøkt implikasjonene av tolkningsrommet i vilkårene til Regnskapsloven § 5-8 og den manglende veiledningen på området. Hensikten med vilkårene i Regnskapsloven § 5-8 er å begrense anvendelsesområdet av oppskrivingsadgangen til virkelig verdi på markedsbaserte finansielle omløpsmidler. Våre funn viser at det er stor variasjon i tolkning av vilkårene.

Studiens respondenter vektlegger ulike vilkår i vurderingene. Funnene antyder en sammenheng mellom respondentenes kunnskap om vilkår 2 og 4, og hvilke vilkår som vektlegges mest. Respondentene som har stor kjennskap og erfaring med markedsprising og markedseffisiens, virker å ha en mer samlet vurdering av alle vilkårene. Funnene indikerer at fraværet av en veiledende standard på området bidrar til en stor variasjonsbredde i tolkningen av vilkårene og lovens formål. Den store tolkningsbredden med tilhørende vektlegging av vilkårene, resulterer trolig i ulik praktisering.

Samlet sett indikerer våre funn at det vil være variasjon i praktiseringen, særlig på vilkår 2, 3 og 4. I lys av fraværet av dommer eller øvrig rettspraksis på området, antydes det at en liberal tolkning og praktisering av unntaksregelen likevel tolereres. Hvorvidt en slik liberal tolkning og praktisering er i tråd med det faktiske formålet med loven, kan diskuteres. Hensyntatt at Regnskapsloven med forarbeider stammer fra en tid da virkelig verdi i regnskapssammenheng var et relativt nytt fenomen, kan det være det hensiktsmessig å se på den senere utviklingen av virkelig verdi i IFRS. Etter IFRS kreves det et *aktivt marked* for å benytte markedspriser som inndata på nivå 1. Et aktivt marked omfatter begrepene god eierspredning og likviditet fra vilkår 4, men tar i tillegg høyde for andre aspekter ved effisient markedsprising. Verdsettelse av finansielle omløpsmidler med inndata tilsvarende nivå 2 og 3 i IFRS, introduserer usikkerhet som trolig ikke er forenlig med tvungen verdsettelse i det historisk kost baserte regnskapsspråket GRS. Vi stiller oss derfor i utgangspunktet kritiske til hvorvidt en svært liberal praktisering av Regnskapsloven § 5-8 er forenlig med det faktiske formålet.

Det store tolkningsrommet i Regnskapsloven § 5-8 med vilkår, og den resulterende usikkerheten i anvendelsesområdet er uheldig for regnskapsprodusenter og kontrollører, samt brukernes tillit til regnskapene. Uavhengig av om Regnskapsloven § 5-8 skal tolkes konservativt i tråd med forarbeidene, eller mer liberalt, er ordlyden tilsynelatende ikke

optimal. Ulik håndtering av verdsettelse til virkelig verdi på markedsbaserte finansielle omløpsmidler kan få konsekvenser for resultatet, egenkapital og utbytte. Derfor er ordlyden i Regnskapsloven § 5-8 moden for vedlikehold. Våre funn fra intervjuene indikerer samtidig et ønske om mer verdsettelse til virkelig verdi i GRS. Et eventuelt vedlikehold av Regnskapsloven § 5-8 vil kunne bidra til en mer enhetlig tolkning og praktisering av virkelig verdi innenfor GRS. Samtidig kan dette gi regnskapsbrukerne mer beslutningsnyttig og pålitelig informasjon i fremtiden.

Studien er, for oss kjent, den første til å undersøke tolkningsrommet i vilkårene til Regnskapsloven § 5-8. Som introduksjonsstudie var primærformålet vårt å undersøke vilkårenes tolkningsrom, snarere enn å kartlegge den faktiske praktiseringen av unntaksregelen. Studiedesignet var derfor ikke direkte egnet til å si noe om praktiseringen i Norge. Det vil derfor være interessant for etterfølgende forskning å gjennomføre en casestudie som eksplisitt undersøker praktiseringen i Norge. Videre kan det være interessant å se om praktiseringen i de store regnskaps- og revisjonsselskapene skiller seg fra praktiseringen i små og mellomstore regnskaps- og revisjonsselskaper.

9. Litteraturliste

- 78/660/EØF, D. (1978). *Direktiv 78/660 / EØF av 25. juli 1978 om en traktat i henhold til traktatens artikkel 54, stk. 3, litra g), om årsregnskaberne for visse selskabsformer* Rådet for Den Europæiske Union,. <https://op.europa.eu/et/publication-detail/-/publication/8a3e935f-8f2a-4c5b-9851-b1a5be9224fe/language-da>
107. (1991). *Statement of Financial Accounting Standards No. 107 - Disclosures about Fair Value of Financial Instruments* https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220123701&acceptedDisclaimer=true
240. (2004). *INTERNATIONAL STANDARD ON AUDITING 240 THE AUDITOR'S RESPONSIBILITIES RELATING TO FRAUD IN AN AUDIT OF FINANCIAL STATEMENTS*. <https://www.ifac.org/system/files/downloads/a012-2010-iaasb-handbook-isa-240.pdf>
- Aksjeloven. (1997). *Lov om aksjeselskaper (aksjeloven)* ((LOV-2020-11-20-128)). Lovdata. <https://lovdata.no/lov/1997-06-13-44>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Amihud, Y., Mendelson, H. & Pedersen, L. H. (2005). Liquidity and Asset Prices. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1, No. 4, 2005, 1(4). <https://ssrn.com/abstract=1625020>
- Amihud, Y., Mendelson, H. & Pedersen, L. H. (2006). *Liquidity and asset prices*. Now Publishers Inc.
- Baksaas, K. M. & Stenheim, T. (2015). *Regnskapsteori*. Cappelen Damm akademisk.
- Barinov, A. (2014). Turnover: liquidity or uncertainty? *Management Science*, 60(10), 2478-2495. <https://pubsonline.informs.org/doi/pdf/10.1287/mnsc.2014.1913>
- Beber, A., Brandt, M. W. & Kavajecz, K. A. (2008). Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market. *The Review of Financial Studies*, 22(3), 925-957. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm088>
- Berg, S. A. (2009). Virkelig verdi i regnskapet. *Norges bank - penger og kreditt*, 1/2009 <https://www.norges-bank.no/contentassets/97fc8862b52449979b2595d389a042ee/regnskapet.pdf?fbclid=IwAR3kLdx71Rgc8PqjkXD3NjpSsWnsXsyOmui-cxgOZXfVjWDUbdVctZ41IGA>
- Bernstein, P. L. (1987). Liquidity, Stock Markets, and Market Makers. *Financial Management*, 16(2), 54-62. <https://doi.org/10.2307/3666004>
- Bewley, T. (2002). Interviews as a valid empirical tool in economics. *The Journal of Socio-Economics*, 31(4), 343-353.

- Black, F. (1971). Toward a Fully Automated Stock Exchange, Part I. *Financial Analysts Journal*, 27(4), 28-35. <https://doi.org/10.2469/faj.v27.n4.28>
- Board, F. A. S. (1993). Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities. I. https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220123971&acceptedDisclaimer=true
- Brockman, P., Chung, D. Y. & Pérignon, C. (2009). Commonality in Liquidity: A Global Perspective. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(4), 851-882. <http://www.jstor.org/stable/40505973>
- Brunnermeier, M. K. & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238. <https://academic.oup.com/rfs/article/22/6/2201/1592184?login=true>
- Børs, O. (1999). 17/1999: OPPHEVET: Markedsbaserte finansielle omløpssidler. Oslo Børs. Hentet 31.01 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer-arkiv/17-1999-OPPHEVET-Markedsbaserte-finansielle-omloepssidler>
- Campion, M. A., Palmer, D. K. & Campion, J. E. (1997). A review of structure in the selection interview. *Personnel psychology*, 50(3), 655-702. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1744-6570.1997.tb00709.x>
- Chordia, T., Roll, R. & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56(1), 3-28. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00057-4](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00057-4)
- Cristea, V. G. (2018). Historical cost accounting or fair value accounting: a historical perspective. *Challenges of the Knowledge Society*, 842-845. <https://www.proquest.com/docview/2130762732?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>
- Díaz, A. & Escribano, A. (2020). Measuring the multi-faceted dimension of liquidity in financial markets: A literature review. *Research in International Business and Finance*, 51, 101079. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101079>
- Euronext. (2021). *Choosing your Market*. Euronext. Hentet 24.04 fra <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market>
- Fong, K. Y. L., Holden, C. W. & Trzcinka, C. A. (2017). What Are the Best Liquidity Proxies for Global Research?*. *Review of Finance*, 21(4), 1355-1401. <https://doi.org/10.1093/rof/rfx003>
- French, K. R. & Poterba, J. M. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *The American Economic Review*, 81(2), 222-226. <http://www.jstor.org/stable/2006858>
- Ginglinger, E. & Hamon, J. (2012). Ownership, control and market liquidity [Ownership, control and market liquidity]. *Finance*, 33(2), 61-99. https://www.cairn-int.info/article-E_FINA_332_0061--ownership-control-and-market-liquidity.htm

- Goyenko, R. Y., Holden, C. W. & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity? *Journal of Financial Economics*, 92(2), 153-181.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.06.002>
- Handeland, Ø., Schwencke, H. R., Stenheim, T., Baksaas, K. M. & Norge. (2020). *Regnskapsloven med kommentarer* (3. utgave. utg.). Gyldendal.
- Hirshleifer, J. (1971). Liquidity, Uncertainty, and the Accumulation of Information*. *Essays in Honor of G. L. S. Shackle*, 133-147.
<http://www.econ.ucla.edu/people/papers/Hirshleifer/Hirshleifer185.pdf>
- IFRS 13. (2008). *Måling av virkelig verdi* (Internasjonal standard for finansiell rapportering 13). IASB. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2021/issued/ifrs13/>
- Johannessen, A., Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2010). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode* (4. utg. utg.). Abstrakt Forlag.
- Kallio, H., Pietilä, A. M., Johnson, M. & Kangasniemi, M. (2016). Systematic methodological review: developing a framework for a qualitative semi-structured interview guide. *Journal of advanced nursing*, 72(12), 2954-2965.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jan.13031>
- Kaya, C. T. (2013). Fair Value versus Historical Cost: which is actually more "Fair"? *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (60).
<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/717/8.pdf>
- Kerry Cooper, S., Groth, J. C. & Avera, W. E. (1985). Liquidity, exchange listing, and common stock performance. *Journal of Economics and Business*, 37(1), 19-33.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0148-6195\(85\)90003-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0148-6195(85)90003-7)
- Kvale, S. & Brinkmann, S. (2011). *Interview : introduktion til et håndværk* (2. udg. utg.). Hans Reitzel.
- Kvale, S., Brinkmann, S., Anderssen, T. M. & Rygge, J. (2015). *Det kvalitative forskningsintervju* (3. utg. utg.). Gyldendal akademisk.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6), 1315-1335. <https://doi.org/10.2307/1913210>
- Landsman, W. R. (2007). Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. *Accounting and business research*, 37(sup1), 19-30.
<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2007.9730081>
- Laux, C. & Leuz, C. (2009). The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. *Accounting, organizations and society*, 34(6-7), 826-834.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0361368209000439>
- Lee, C. M. C. (1993). Market Integration and Price Execution for NYSE-Listed Securities. *The Journal of Finance*, 48(3), 1009-1038.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04028.x>

- Lesmond, D. A., Ogden, J. P. & Trzcinka, C. A. (1999). A New Estimate of Transaction Costs. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 1113-1141.
<https://doi.org/10.1093/rfs/12.5.1113>
- Lippman, S. A. & McCall, J. J. (1986). An Operational Measure of Liquidity. *The American Economic Review*, 76(1), 43-55. <http://www.jstor.org/stable/1804126>
- Norge, E. (2021). *Prisutvikling*. Eiendom Norge. Hentet 28.03 fra https://eiendomnorge.no/boligprisstatistikk/statistikkbank/?fbclid=IwAR2pAbYxGVkv5NzJwgJDEyUWvprfDd5UJq00Ao0ZUoTfVMD_GpYKfSaWpUk
- NOU 1995:30. (1995). *Ny regnskapslov*.
<https://www.regjeringen.no/contentassets/828efa32669b4f6d8318cfcf96d1102d/no/pd/fa/nou199519950030000dddpdfa.pdf>
- Næs, R., Skjeltorp, J. A. & Ødegaard, B. A. (2008). Liquidity at the Oslo Stock Exchange. *Working Paper - Research Department - Norges Bank, 2008/9*.
http://finance.bi.no/~bernt/wps/liquidity_ose/liquidity_working_paper_mar_2008.pdf
- Ot.prp. 42 (1997-1998). *Om lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)*. Finansdepartement.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-42-1997-98-/id120622/>
- Penman, S. H. (2007). Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus? *Accounting and business research*, 37(sup1), 33-44.
<https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/00014788.2007.9730083>
- Persvold, A. Z. (2019). *Portefølje*. STORE NORSKE LEKSIKON. Hentet 01.02 fra <https://snl.no/portef%C3%B8lje>
- Regnskapsloven. (1998.). *Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)* ((LOV-1998-07-17-56)). Lovdata. <https://lovdata.no/lov/1998-07-17-56>
- Roll, R. (1984). A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market. *Journal of Finance*, 39(4), 1127-1139.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:39:y:1984:i:4:p:1127-39>
- Rubin, A. (2007). Ownership level, ownership concentration and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 10(3), 219-248.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.finmar.2007.04.002>
- Ryen, A. (2002). *Det kvalitative intervjuet : fra vitenskapsteori til feltarbeid*. Fagbokforl.
- Sarr, A. & Lybek, T. (2006). Measuring Liquidity in Financial Markets. *IMF Working Paper*, No. 02/232. <https://ssrn.com/abstract=880932>
- Schestag, R., Schuster, P. & Uhrig-Homburg, M. (2016). Measuring Liquidity in Bond Markets. *The Review of Financial Studies*, 29(5), 1170-1219.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhv132>
- Schwencke, H. R., Haugen, D. O., Baksaas, K. M., Stenheim, T. & Avlesen-Østli, E. (2020). *Årsregnskapet i teori og praksis 2019* (21. utgave. utg.). Gyldendal.

- Skatteloven. (1999). *Lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven)* ((LOV-1999-03-26-14)). Lovdata. <https://lovdata.no/lov/1999-03-26-14>
- SSB. (2021). *Konsumprisindeks*. SSB. Hentet 28.03 fra https://www.ssb.no/kpi?fbclid=IwAR0MnIb881XITEIMXacLX7pltVA1-oLlperD5SNvQ8tEoP_gJ7mm-cdqI28
- Stenheim, T. (2008). Virkelig verdi-et utfordrende måleattributt. <https://openarchive.usn.no/usn-xmlui/handle/11250/2466992>
- Stoll, H. R. (1989). Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 115-134. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02407.x>
- The GlobalEconomy. (2018). *Stock market capitalization, in dollars - Country rankings*. TheGlobalEconomy. Hentet 24.04 fra https://www.theglobaleconomy.com/rankings/stock_market_capitalization_dollars/
- Titlon. (2021). *Titlon - Financial data for Norwegian academic institutions* <https://titlon.uit.no/>
- Vayanos, D. (2004). *Flight to quality, flight to liquidity, and the pricing of risk*. National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w10327>
- Verdipapirhandelloven. (2007). *Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)* ((LOV-2007-06-29-75)). Lovdata. <https://lovdata.no/lov/2007-06-29-75>
- Von Wyss, R. (2004). *Measuring and predicting liquidity in the stock market* [Doctoral thesis, Universität St. Gallen]. <https://www.alexandria.unisg.ch/30645/>

9.1 Rettspraksis

Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods).

Appendiks I – Kvintiler for likviditetsstudie

Date	Symbol	Name	Close	NumberOfShares	OutstandingShares	Indeks	Mcap (Outstanding)	Gruppe
12/30/2019	EQNR	Equinor	175.50	2,147,480,000	2,113,830,000	OBX	370,977,165,000	1
12/30/2019	DNB	DNB	164.00	1,580,300,000	1,570,680,000	OBX	257,591,520,000	1
12/30/2019	TEL	Telenor	157.45	1,442,460,000	1,422,660,000	OBX	223,997,817,000	1
12/30/2019	MHG	Marine Harvest	228.20	517,111,000	517,111,000	OBX	118,004,730,200	1
12/30/2019	AKERBP	Aker BP	288.00	360,114,000	360,114,000	OBX	103,712,832,000	1
12/30/2019	YAR	Yara International	365.20	272,403,000	271,041,000	OBX	98,984,173,200	1
12/30/2019	ORK	Orkla	88.96	1,001,430,000	1,000,310,000	OBX	88,987,577,600	1
12/30/2019	NHY	Norsk Hydro	32.64	2,069,000,000	2,047,650,000	OBX	66,835,296,000	1
12/30/2019	SALM	SalMar	449.30	113,300,000	112,923,000	OBX	50,736,303,900	1
12/30/2019	TOM	Tomra Systems	278.40	148,020,000	147,520,000	OBX	41,069,568,000	1
12/30/2019	AKER	Aker	543.50	74,321,900	74,268,500	OBX	40,364,929,750	1
12/30/2019	BAKKA	Bakkafrost	650.00	59,143,000	59,142,100	OBX	38,442,365,000	1
12/30/2019	LSG	Lerøy Seafood Group	58.30	595,774,000	595,774,000	OBX	34,733,624,200	1
12/30/2019	SCH	Schibsted	265.30	130,684,000	127,471,000	OBX	33,818,056,300	1
12/30/2019	TIETOO	TietoEVRY	277.60	118,426,000	118,219,000	OSESX	32,817,594,400	1
12/30/2019	STB	Storebrand	69.02	467,814,000	466,871,000	OBX	32,223,436,420	1
12/30/2019	SUBC	Subsea 7	104.95	300,000,000	298,787,000	OBX	31,357,695,650	1
12/30/2019	TGS	TGS-NOPEC Geophysical Company	267.10	118,907,000	117,165,000	OBX	31,294,771,500	1
12/30/2019	ENTRA	Entra	145.00	182,132,000	182,025,000	OBX	26,393,625,000	1
12/30/2019	KOG	Kongsberg Gruppen	138.00	179,990,000	179,973,000	OSEMX	24,836,274,000	1
12/30/2019	FRO	Frontline	110.90	196,894,000	196,894,000	OBX	21,835,544,600	1
12/30/2019	NOFI	Norwegian Finans Holding	95.30	186,752,000	186,695,000	OSEMX	17,792,033,500	1
12/30/2019	OLT	Olav Thon Eiendomsselskap	167.80	106,445,000	103,623,000	OSEMX	17,387,939,400	1
12/30/2019	VEI	Veidekke	119.50	134,956,000	134,956,000	OSEMX	16,127,242,000	1
12/30/2019	SSO	Scatec	124.10	125,129,000	125,129,000	OBX	15,528,508,900	1
12/30/2019	GSF	Grieg Seafood	140.30	111,662,000	110,427,000	OSEMX	15,492,908,100	1
12/30/2019	ELK	Elkem	24.76	581,310,000	581,310,000	OSEMX	14,393,235,600	1
12/30/2019	ATEA	Atea	128.60	109,708,000	109,708,000	OSEMX	14,108,448,800	1
12/30/2019	MING	SpareBank 1 SMN	100.20	129,836,000	129,836,000	OSEMX	13,009,567,200	1
12/30/2019	BWO	BW Offshore Limited	66.00	184,956,000	184,955,000	OBX	12,207,030,000	1
12/30/2019	DNO	DNO	11.57	1,083,810,000	989,314,000	OBX	11,446,362,980	1
12/30/2019	SPOL	SpareBank 1 Østlandet	92.50	115,830,000	115,830,000	OSEMX	10,714,275,000	1
12/30/2019	NEL	NEL	8.65	1,222,100,000	1,222,100,000	OBX	10,571,165,000	1
12/30/2019	NRS	Norway Royal Salmon	239.20	43,572,200	43,431,400	OSEMX	10,388,790,880	2
12/30/2019	SDRL	Seadrill	20.50	508,763,000	504,444,000	OSESX	10,341,102,000	2
12/30/2019	BWLPG	BW LPG	73.85	141,939,000	138,618,000	OSESX	10,236,939,300	2
12/30/2019	HAFNIA	Hafnia Limited	27.30	370,244,000	370,244,000	OSESX	10,107,661,200	2
12/30/2019	NOD	Nordic Semiconductor	55.70	179,782,000	175,656,000	OSEMX	9,784,039,200	2
12/30/2019	BRG	Borregaard	95.00	100,000,000	99,633,200	OSEMX	9,465,154,000	2
12/30/2019	WALWIL	Wallenius Wilhelmsen	21.82	423,105,000	422,305,000	OSESX	9,214,695,100	2
12/30/2019	BDRILL	Borr Drilling	75.76	112,278,000	112,278,000	OSESX	8,506,181,280	2
12/30/2019	BON	Bonheur	199.00	42,531,900	42,531,900	OSEMX	8,463,848,100	2
12/30/2019	OCY	Ocean Yield	48.00	175,287,000	175,287,000	OSESX	8,413,776,000	2
12/30/2019	SBANK	Sbanken	74.60	106,869,000	106,831,000	OSESX	7,969,592,600	2
12/30/2019	NONG	SpareBank 1 Nord-Norge	78.50	100,398,000	100,364,000	OSEMX	7,878,574,000	2
12/30/2019	ODL	Odfjell Drilling	32.72	236,783,000	236,783,000	OSESX	7,747,539,760	2
12/30/2019	GOTL	Golden Ocean Group	50.95	144,273,000	143,278,000	OSESX	7,300,014,100	2
12/30/2019	SBO	Selvaag Bolig	74.00	93,765,700	93,421,300	OSESX	6,913,176,200	2
12/30/2019	NPRO	Norwegian Property	13.90	499,876,000	493,626,000	OSESX	6,861,401,400	2
12/30/2019	SVEG	Sparebanken Vest	63.40	107,323,000	107,323,000	OSEMX	6,804,278,200	2
12/30/2019	AKSO	Aker Solutions	24.72	272,044,000	271,943,000	OSESX	6,722,430,960	2
12/30/2019	HEX	Hexagon Composites	36.35	183,291,000	181,316,000	OSESX	6,590,836,600	2
12/30/2019	NAS	Norwegian Air Shuttle	37.75	163,558,000	163,558,000	OSESX	6,174,314,500	2
12/30/2019	SNI	Stolt-Nielsen	114.00	64,133,800	53,523,800	OSESX	6,101,713,200	2
12/30/2019	FKRAFT	Fjordkraft Holding	58.00	104,496,000	104,496,000	OSESX	6,060,768,000	2
12/30/2019	PGS	Petroleum Geo-Services	17.20	338,580,000	338,578,000	OSESX	5,823,541,600	2
12/30/2019	AFK	Arendals Fossekompani	2,630.00	2,239,810	2,189,420	OSESX	5,758,174,600	2
12/30/2019	EPR	Europris	34.50	166,969,000	165,819,000	OSESX	5,720,755,500	2
12/30/2019	NOR	Norwegian Energy Company	225.50	24,549,000	24,549,000	OSESX	5,535,799,500	2
12/30/2019	SAS NOK	SAS AB	14.42	382,583,000	382,583,000	OSESX	5,516,846,860	2
12/30/2019	WWI	Wilh. Wilhelmsen Holding ser. A	165.00	34,537,100	33,250,400	OSESX	5,486,316,000	2
12/30/2019	WWIB	Wilh. Wilhelmsen Holding ser. B	165.00	34,537,100	33,250,400	OSESX	5,486,316,000	2
12/30/2019	FLNG	FLEX LNG	90.90	54,110,600	54,110,600	OSESX	4,918,653,540	2
12/30/2019	SALMON	Salmones Camanchaca	67.40	66,000,000	66,000,000	OSESX	4,448,400,000	2
12/30/2019	NTS	NTS	60.00	72,756,400	72,756,400	OSESX	4,365,384,000	2
12/30/2019	PROTCT	Protector Forsikring	52.45	86,155,600	81,761,900	OSESX	4,288,411,655	2

Date	Symbol	Name	Close	NumberOfShares	OutstandingShares	Indeks	Mcap (Outstanding)	Gruppe
12/30/2019	BOUVET	Bouvet	388.00	10,250,000	10,241,700	OSESX	3,973,779,600	3
12/30/2019	CRAYON	Crayon Group Holding	52.00	75,394,100	75,394,100	OSESX	3,920,493,200	3
12/30/2019	B2H	B2Holding	9.56	409,933,000	409,933,000	OSESX	3,916,909,815	3
12/30/2019	SATS	SATS	22.68	170,000,000	170,000,000	OSESX	3,854,750,000	3
12/30/2019	FJORD	Fjord1	36.60	100,000,000	99,893,200	OSESX	3,656,091,120	3
12/30/2019	NSKOG	Norske Skog	43.70	82,500,000	82,500,000	OSESX	3,605,250,000	3
12/30/2019	RING	SpareBank 1 Ringerike Hadeland	230.00	15,650,400	15,650,400	OSEMX	3,599,592,000	3
12/30/2019	MEDI	Medistim	192.00	18,337,300	18,188,800	OSESX	3,492,249,600	3
12/30/2019	AVANCE	Avance Gas Holding	50.00	64,528,000	64,528,000	OSESX	3,226,400,000	3
12/30/2019	MORG	Sparebanken Møre	317.00	9,886,950	9,837,120	OSEMX	3,118,367,040	3
12/30/2019	TRE	Treasure	13.65	217,800,000	217,335,000	OSESX	2,966,622,750	3
12/30/2019	AXA	Axactor	19.00	155,395,000	155,395,000	OSESX	2,952,505,000	3
12/30/2019	PCIB	PCI Biotech Holding	76.70	37,265,900	37,265,900	OSESX	2,858,294,530	3
12/30/2019	XXL	XXL	16.75	165,763,000	165,763,000	OSESX	2,776,530,250	3
12/30/2019	KOA	Kongsberg Automotive	6.13	447,991,000	447,893,000	OSESX	2,745,584,090	3
12/30/2019	AKA	Akastor	9.94	274,000,000	271,610,000	OSESX	2,699,803,400	3
12/30/2019	PARB	Pareto Bank	38.60	69,851,700	69,851,700	OSESX	2,696,275,620	3
12/30/2019	HLNG	Höegh LNG Holdings	33.50	77,260,600	76,180,000	OSESX	2,552,030,000	3
12/30/2019	SBVG	SpareBank 1 BV	39.60	63,101,400	63,007,600	OSEMX	2,495,100,960	3
12/30/2019	ARCUS	Arcus	36.50	68,023,300	67,800,600	OSESX	2,474,721,900	3
12/30/2019	AKVA	AKVA Group	74.00	33,334,300	33,106,400	OSESX	2,449,873,600	3
12/30/2019	SHLF	Shelf Drilling	17.80	136,931,000	136,664,000	OSESX	2,432,619,200	3
12/30/2019	SSG	Self Storage Group	28.30	82,617,200	82,617,200	OSESX	2,338,066,760	3
12/30/2019	KOMP	Komplett Bank	12.48	184,120,000	184,120,000	OSESX	2,297,817,600	3
12/30/2019	RAKP	RAK Petroleum	11.65	198,772,000	191,538,000	OSESX	2,231,417,700	3
12/30/2019	NODL	Northern Drilling	20.65	107,556,000	107,556,000	OSESX	2,221,031,400	3
12/30/2019	NANO	Nordic Nanovector	31.74	66,143,400	66,143,400	OSESX	2,099,391,516	3
12/30/2019	KID	Kid	49.70	40,645,200	40,645,200	OSESX	2,020,066,440	3
12/30/2019	AMSC	American Shipping Company	32.85	60,616,500	60,616,500	OSESX	1,991,252,025	3
12/30/2019	KIT	Kitron	11.00	179,104,000	179,104,000	OSESX	1,970,144,000	3
12/30/2019	PHO	Photocure	89.50	21,796,400	21,779,800	OSESX	1,949,292,100	3
12/30/2019	MULTI	Multiconsult	72.00	26,970,400	26,813,200	OSESX	1,930,550,400	3
12/30/2019	ASC	ABG Sundal Collier Holding	3.99	470,747,000	456,724,000	OSESX	1,822,328,760	3
12/30/2019	OKEA	OKEA	17.50	102,064,000	102,064,000	OSESX	1,786,120,000	4
12/30/2019	HELG	Helgeland Sparebank	84.00	20,871,400	20,823,000	OSEMX	1,749,132,000	4
12/30/2019	SOR	Sparebanken Sør	110.00	15,663,900	15,619,600	OSEMX	1,718,156,000	4
12/30/2019	POL	Polaris Media	35.20	48,926,800	48,763,400	OSESX	1,716,471,680	4
12/30/2019	MPCC	MPC Container Ships	19.80	84,253,000	83,901,900	OSESX	1,661,257,620	4
12/30/2019	ODF	Odfjell ser. A	26.50	65,690,200	60,020,300	OSESX	1,590,537,950	4
12/30/2019	PEN	Panoro Energy	22.90	68,799,900	68,799,900	OSESX	1,575,517,710	4
12/30/2019	ODFB	Odfjell ser. B	26.20	65,690,200	60,020,300	OSESX	1,572,531,860	4
12/30/2019	SADG	Sandnes Sparebank	67.00	23,014,900	22,976,300	OSEMX	1,539,412,100	4
12/30/2019	BEL	Belships	7.25	212,225,000	212,225,000	OSESX	1,538,631,250	4
12/30/2019	BGBIO	BerGenBio	24.35	61,076,600	61,076,600	OSESX	1,487,215,210	4
12/30/2019	SBTE	Sparebanken Telemark	130.00	10,898,600	10,898,600	OSEMX	1,416,818,000	4
12/30/2019	SIOFF	Siem Offshore	1.26	934,739,000	934,739,000	OSESX	1,177,771,140	4
12/30/2019	NORBIT	NORBIT	20.00	56,786,900	56,786,900	OSESX	1,135,738,000	4
12/30/2019	INFRNT	Infront	25.40	43,425,400	43,425,400	OSESX	1,103,005,160	4
12/30/2019	ULTIMO	Ultimovacs	39.20	27,860,400	27,860,400	OSESX	1,092,127,680	4
12/30/2019	MSEIS	Mageis	5.80	185,171,000	185,171,000	OSESX	1,073,991,800	4
12/30/2019	GYL	Gyldendal	450.00	2,352,240	2,307,130	OSESX	1,038,208,500	4
12/30/2019	INSR	Insr Insurance Group	6.98	148,167,000	148,167,000	OSESX	1,034,205,660	4
12/30/2019	ITE	Itera	11.50	82,186,600	81,395,700	OSESX	936,050,550	4
12/30/2019	IDEX	IDEX	1.28	717,989,000	717,989,000	OSESX	919,025,920	4
12/30/2019	AWDR	Awilco Drilling	15.50	54,581,500	54,581,500	OSESX	846,013,250	4
12/30/2019	COV	ContextVision	104.00	7,736,750	7,736,750	OSESX	804,622,000	4
12/30/2019	ASETEK	Asetek	31.00	25,786,200	25,786,200	OSESX	799,372,200	4
12/30/2019	SDSD	S.D. Standard Drilling	1.35	576,026,000	576,026,000	OSESX	777,635,100	4
12/30/2019	REC	REC Silicon	2.68	279,820,000	279,820,000	OSESX	749,357,960	4
12/30/2019	GIG	Gaming Innovation Group	8.19	90,005,600	90,005,600	OSESX	737,145,864	4
12/30/2019	RISH	GC Rieber Shipping	8.20	86,087,300	86,032,800	OSESX	705,468,960	4
12/30/2019	PLCS	Polarcus	1.33	513,787,000	513,787,000	OSESX	683,336,710	4
12/30/2019	QEC	Questerre Energy Corporation	1.51	427,907,000	427,907,000	OSESX	646,139,570	4
12/30/2019	BMA	Byggma	92.00	7,028,160	6,983,320	OSESX	642,465,440	4
12/30/2019	QFR	Q-Free	6.80	89,223,400	89,223,400	OSESX	606,719,120	4

Date	Symbol	Name	Close	NumberOfShares	OutstandingShares	Indeks	Mcap (Outstanding)	Gruppe
12/30/2019	JIN	Jinhui Shipping and Transportation	5.28	109,259,000	109,259,000	OSESX	576,887,520	5
12/30/2019	TRVX	Targovax	8.76	63,383,600	63,383,600	OSESX	555,240,336	5
12/30/2019	ZAL	Zalaris	27.60	20,123,000	19,568,400	OSESX	540,087,840	5
12/30/2019	DOF	DOF	1.57	307,763,000	307,763,000	OSESX	483,187,910	5
12/30/2019	ARCHER	Archer	3.18	148,050,000	148,050,000	OSESX	470,799,000	5
12/30/2019	VISTIN	Vistin Pharma	10.40	44,344,600	44,344,600	OSESX	461,183,840	5
12/30/2019	NAPA	Napatech	4.67	83,068,200	83,068,200	OSESX	387,928,494	5
12/30/2019	MGN	Magnora	7.00	52,586,700	52,585,800	OSESX	368,100,600	5
12/30/2019	VVL	Voss Veksel- og Landmandsbank	156.00	2,220,510	2,220,510	OSESX	346,399,560	5
12/30/2019	EIOF	Eidesvik Offshore	5.24	62,150,000	62,150,000	OSESX	325,666,000	5
12/30/2019	PLT	poLight	39.20	8,116,590	8,116,590	OSESX	318,170,328	5
12/30/2019	SBX	SeaBird Exploration	0.57	538,931,000	538,931,000	OSESX	304,496,015	5
12/30/2019	SOFF	Solstad Farstad	0.97	291,532,000	291,532,000	OSESX	283,077,572	5
12/30/2019	IOX	InterOil Exploration and Production	2.86	96,874,500	96,874,500	OSESX	277,061,070	5
12/30/2019	EMGS	Electromagnetic Geoservices	2.09	130,970,000	130,970,000	OSESX	273,727,300	5
12/30/2019	AQUA	Aqualis	3.89	70,416,400	70,316,400	OSESX	273,530,796	5
12/30/2019	BOR	Borgestad	20.00	12,724,800	12,724,800	OSESX	254,496,000	5
12/30/2019	REACH	Reach Subsea	1.59	143,546,000	143,546,000	OSESX	227,520,410	5
12/30/2019	NAVA	Navamedic	18.50	11,867,700	11,867,700	OSESX	219,552,450	5
12/30/2019	NKR	Nekkar	2.05	105,620,000	105,620,000	OSESX	216,521,000	5
12/30/2019	PDR	Petrolia	3.00	59,133,800	59,133,800	OSESX	177,401,400	5
12/30/2019	PRS	Prosafe	2.11	81,864,200	81,864,200	OSESX	172,774,394	5
12/30/2019	OTS	Oceanteam	4.90	34,338,800	34,338,800	OSESX	168,260,120	5
12/30/2019	GOD	Goodtech	6.85	22,876,100	22,614,600	OSESX	154,910,010	5
12/30/2019	NEXT	NEXT Biometrics Group	3.60	42,930,600	42,930,600	OSESX	154,550,160	5
12/30/2019	THIN	Thin Film Electronics	2.33	58,593,600	58,593,600	OSESX	136,523,088	5
12/30/2019	ELE	Element	5.53	18,774,300	18,774,300	OSESX	103,821,879	5
12/30/2019	SCANA	Scana	0.80	107,512,000	107,512,000	OSESX	86,009,600	5
12/30/2019	HYARD	Havyard Group	3.18	24,781,200	24,726,000	OSESX	78,628,680	5
12/30/2019	HAVI	Havila Shipping	2.97	23,776,300	23,776,300	OSESX	70,615,611	5
12/30/2019	STORM	Storm Real Estate	3.40	8,834,560	8,834,560	OSESX	30,037,504	5
12/30/2019	ATLA NOK	Atlantic Petroleum	7.85	3,697,860	3,697,860	OSESX	29,028,201	5

Appendiks II – Kvintil 4 og 5

Gjennomsnitt av ILLIQ - Kvintil 4					
Ticker/År	2015	2016	2017	2018	2019
ASETEK	18,38	1,30	0,29	0,61	0,98
AWDR	1,18	4,91	3,48	1,44	4,30
BEL	14,79	258,45	294,70	43,76	316,96
BGBIO			1,87	0,43	0,67
BMA	284,54	380,69	146,78	70,07	446,83
COV	156,24	49,11	8,25	130,29	55,82
GIG	0,04	0,02	0,01	0,08	0,50
GYL	4 221,18	5 310,96	6 541,59	9 323,48	11 692,07
HELG	56,37	46,09	21,59	68,21	47,16
IDEX	0,06	0,06	0,11	0,07	0,05
INFRNT			3,29	242,81	16,49
INSR	0,11	0,31	3,64	1,29	3,98
ITE	194,77	7,18	11,78	1,76	41,23
MPCC				1,81	1,36
MSEIS	333,33	425,46	96,36	0,78	0,22
NORBIT					1,49
ODF	4,74	7,23	2,31	8,04	89,16
ODFB	17,55	41,07	69,18	42,66	43,17
OKEA					0,47
PEN	0,02	0,15	0,60	0,10	0,10
PLCS	0,03	0,06	0,02	0,01	0,03
POL	331,62	471,05	143,87	666,47	406,46
QEC	0,07	0,05	0,01	0,01	0,02
QFR	3,08	0,64	2,26	36,64	143,78
REC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
RISH	100,32	550,97	521,13	115,91	629,34
SADG	52,92	73,45	6,24	62,96	21,62
SBTE				92,84	98,16
SDSD	33,41	33,51	0,04	0,02	0,02
SIOFF	0,63	24,12	11,68	80,84	124,44
SOR	298,17	15,17	6,98	7,52	4,77
ULTIMO					13,85

Gjennomsnitt av s_rel - Kvintil 4					
Ticker/År	2015	2016	2017	2018	2019
ASETEK	0,04	0,02	0,01	0,01	0,02
AWDR	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02
BEL	0,03	#VERDI!	0,02	0,03	#VERDI!
BGBIO			0,01	0,01	0,01
BMA	0,04	0,02	0,02	0,03	0,04
COV	0,03	#VERDI!	0,01	0,02	0,02
GIG	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
GYL	#VERDI!	#VERDI!	#VERDI!	0,08	#VERDI!
HELG	0,02	#VERDI!	0,01	0,01	0,01
IDEX	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
INFRNT			0,01	#VERDI!	0,03
INSR	0,01	0,02	0,01	0,02	0,02
ITE	0,05	0,04	0,02	0,02	0,03
MPCC				0,01	0,01
MSEIS	0,14	#VERDI!	0,02	0,01	0,01
NORBIT					0,01
ODF	#VERDI!	0,02	0,01	0,02	0,02
ODFB	#VERDI!	#VERDI!	0,02	0,02	0,03
OKEA					0,01
PEN	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
PLCS	0,03	0,03	0,02	0,01	0,02
POL	0,08	#VERDI!	0,04	0,05	0,05
QEC	0,02	0,01	0,00	0,01	0,01
QFR	0,02	0,01	0,01	0,02	0,03
REC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
RISH	#VERDI!	#VERDI!	#VERDI!	#VERDI!	0,07
SADG	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01
SBTE				0,01	0,01
SDSD	0,08	#VERDI!	0,01	0,01	0,01
SIOFF	0,02	0,04	0,03	#VERDI!	#VERDI!
SOR	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
ULTIMO					0,02

Gjennomsnitt av ILLIQ - Kvintil 5					
Ticker/År	2015	2016	2017	2018	2019
AQUA	142,38	4,41	163,64	4,53	318,10
ARCHER	0,15	0,13	0,04	0,03	0,07
ATLA NOK	238,32	797,80	326,38	385,74	289,50
BOR	251,38	65,55	84,01	141,56	220,19
DOF	1,03	0,98	0,01	0,02	0,08
EIOF	13,92	26,26	15,08	8,68	69,77
ELE	1,32	1,91	0,94	0,01	0,26
EMGS	0,09	1,36	2,23	0,93	0,72
GOD	218,86	19,76	43,34	57,23	179,73
HAVI	8,42	2,86	0,05	1,99	58,37
HYARD	194,32	5,81	78,20	68,61	48,67
IOX	0,14	0,29	0,08	0,07	0,35
JIN	0,46	0,35	0,08	0,12	0,25
MGN	5,59	23,73	8,70	96,35	26,65
NAPA	103,93	29,20	21,87	67,98	1,77
NAVA	14,94	7,25	9,15	24,07	3,23
NEXT	65,44	0,42	0,58	0,99	0,45
NKR	35,99	33,40	1,76	5,75	286,63
OTS	120,11	37,64	1,71	0,59	0,42
PDR	91,01	84,26	261,31	34,15	428,63
PLT				70,91	140,76
PRS	0,05	0,02	0,19	0,24	0,75
REACH	418,32	958,42	0,94	4,11	60,35
SBX	0,16	19,70	3,94	0,01	0,01
SCANA	1,54	8,38	2,72	9,16	43,62
SOFF	91,50	75,12	0,17	0,03	0,06
STORM	6,01	305,79	36,06	432,22	1 369,20
THIN	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
TRVX		1,02	0,12	0,19	0,23
VISTIN	2,53	4,07	15,07	0,89	5,58
VVL	271,06	336,17	259,81	315,85	238,93
ZAL	1,26	24,58	5,83	34,00	16,35

Gjennomsnitt av S_rel - Kvintil 5					
Ticker/År	2015	2016	2017	2018	2019
AQUA	0,02	0,03	0,02	0,03	0,04
ARCHER	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
ATLA NOK	#VERDI!	#VERDI!	#VERDI!	#VERDI!	#VERDI!
BOR	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03
DOF	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02
EIOF	#VERDI!	#VERDI!	0,02	0,02	0,04
ELE	0,04	0,04	0,02	0,01	0,03
EMGS	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03
GOD	0,02	0,02	0,02	0,02	#VERDI!
HAVI	0,04	0,04	0,06	0,02	0,04
HYARD	#VERDI!	0,04	0,02	0,03	0,05
IOX	0,03	0,03	0,01	0,01	0,03
JIN	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
MGN	0,03	0,04	0,03	0,04	0,04
NAPA	0,04	0,03	0,02	0,03	0,03
NAVA	0,04	0,04	0,03	0,04	0,05
NEXT	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02
NKR	0,04	0,03	0,01	0,02	0,03
OTS	0,07	0,08	0,03	0,04	0,03
PDR	0,06	0,08	#VERDI!	0,06	0,08
PLT				0,05	0,04
PRS	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02
REACH	0,05	0,08	0,02	0,03	0,05
SBX	0,18	0,04	0,03	0,01	0,01
SCANA	0,03	0,03	0,03	0,06	0,07
SOFF	0,03	0,02	0,01	0,01	0,02
STORM	#VERDI!	#VERDI!	0,07	#VERDI!	#VERDI!
THIN	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02
TRVX		0,01	0,01	0,01	0,02
VISTIN	0,03	0,02	0,01	0,02	0,03
VVL	#VERDI!	0,02	0,02	0,02	#VERDI!
ZAL	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02

Appendiks III – Intervjuguide til semistrukturerte intervjuer

Innledende informasjon:

- Takke respondent for deltakelse i intervjuet.
- Minne respondent på at det blir gjort opptak av intervjuet og at samtykke kan trekkes underveis.
- Konkret vil intervjuet bestå av noen forhåndsdefinerte spørsmål, men vi ønsker også å ha en åpen dialog der det er naturlig.
- For å bevare objektiviteten i intervjuet vil vi unngå komme med bekreftende tilbakemeldinger.
- Har du noen spørsmål før vi setter i gang?

Generelle spørsmål:

- Hvilken utdannelsesbakgrunn har du?
- Hvor lang erfaring har du fra regnskaps- og revisjonsbransjen?
- Hvor mange selskaper reviderer ca. du i løpet av ett år? Oppgi gjerne et intervall.
- Har du mange kunder der finansielle OM føres til virkelig verdi?
- Hva mener du er viktig å hensynta i slike tilfeller?
- Hvilke vilkår i rskl. § 5-8 legger du mest vekt på?
- Hva anser du som de største konsekvensene ved en ukritisk bruk av måling til virkelig verdi kontra LVP?
- Har du kunder som avlegger regnskap etter IFRS, eller forenklet IFRS? I så fall, ca. hvor mange?

Vilkår 1

- Hva mener du er de viktigste vurderingene man må ta ved klassifisering i anleggsmidler og omløpsmidler? Særlig i kontekst av finansielle investeringer?
- Dersom man kjøper en mindre post med børsnoterte aksjer med usikker realisasjonshorisont, hvordan ville du klassifisert denne?
- I hvilken grad opplever du varierende praksis tilknyttet klassifisering av finansielle investeringer?

Vilkår 2

- Det stilles et krav for måling etter MVP om at omløpsmiddelet må inngå i en “handelsportefølje med henblikk på videresalg”, hva legger du i det?
- Siller du krav til omfang av handelsporteføljen?
følge opp – Hva med diversifisering?
- Kan en hyppig omsatt aksjepost i ett enkelt selskap klassifiseres som handelsportefølje?
- Hva legger du i begrepet “med henblikk på videresalg”?
- Stiller du krav til aktiv forvaltning av handelsporteføljen?

Vilkår 3

- Hva legger du i dette vilkåret? Og har det praktisk betydning i din revisjon?
- Foretar du vurderinger på dette vilkåret?
- Kan man bruke skjønn på dette vilkåret?

Vilkår 4

- Hvilke vurderinger gjør du i henhold til likviditet og eierspredning?
- Har du en grense for hva som anses som god eierspredning og likviditet?
(Hva er praksisen hos de kundene du reviderer?)
- Hvilke tanker har du rundt likviditeten på Oslo Børs? (er alle aksjene likvide?)
- Equinor er blant de mest likvide aksjene på Oslo Børs, vil du si at aksjen tilfredsstillende vilkårene i Rskl. §5-8?
(Eierspredning: 2 største eiere eier ca. 70,4 % de 20 største eiere eier til sammen ca. 90,5 %)
- Likviditet varierer til dels svært mye over tid. Hvor ofte vurderes likviditet og eierspredning?
Følge opp: Stiller du krav til god likviditet og eierspredning over tid?
- Vurderer du likviditet gjennom ulike likviditetsmål?
Følge opp: I så fall, hvilke?

Praktiske eksempler fra børsnoterte selskaper

- Kahoot (Likvid, men handles på Euronext Growth (børsnotert på Oslo Børs 1. Intervjuperioden)
- Thon Eiendom (Relativt lite likvid, men blant de største selskapene på Oslo Børs)

- Tesla (S&P 500, volatil)

Implikasjoner av overdreven bruk av rskl §5-8 herunder utbytte

- Utstrakt bruk av virkelig verdi/markedsverdiprinsippet gir mer volatile resultatregnskap, har du noen formening om hvilke konsekvenser det kan ha i GRS?
- Virkelig verdi er sentral i IFRS, har dette hatt noe betydning for hvordan unntaksregelen benyttes i Norge?
- Kan du si noe om utviklingen rundt bruken av § 5-8 de siste 10-15 årene?
- Opplever du press/ønske fra kundene til å foreta vurderinger til virkelig verdi?
- Har du noen formening om konsekvensene av de manglende definisjonene i lov og standard?
- Økokrim foreslo i sitt tilsvarende i lovforarbeidene at urealisert gevinst etter §5-8 skulle avsettes til fond for vurderingsforskjeller slik at det ikke økte utbyttegrunnlaget. Hvilke tanker har du rundt dette forslaget?

Avslutning:

- Avslutningsvis, er det noe du ønsker å tilføye?
- Stans opptak.

Appendiks IV – Samtykkeskjema

Vil du delta i forskningsprosjektet

«Likviditet på Oslo Børs — Har overdreven bruk av rskl § 5-8 blitt god regnskapsskikk?»

Dette er et spørsmål til deg om å delta i et forskningsprosjekt hvor formålet er å undersøke praktiseringen av Regnskapsloven § 5-8. I dette skrevet gir vi deg informasjon om målene for prosjektet og hva deltakelse vil innebære for deg.

Formål

Formålet med forskningsprosjektet er å kartlegge eventuell variasjon i tolkningen av vilkårene i 55-8 og tilsvarende variasjon i anvendelse. Studien er del av vår mastergradsoppgave i regnskap og revisjon ved OsloMet Storbyuniversitetet.

Eksempler på problemstillingene vi skal analysere er:

- Er begrepet «handelsportefølje» misvisende?
- Oslo Børs er en relativt liten børs, likviditet er instrumentspesifikk. I hvilken grad hensyntas dette i praktiseringen av rskl. 55-8.
- Har utviklingen i IFRS påvirket bruken av rskl. 5-8 i GRS?

Opplysningene vi får i studien skal ikke benyttes til andre formål enn til å besvare problemstillingene ovenfor og andre lignende problemstillinger i denne mastergradsoppgaven.

Hvem er ansvarlig for forskningsprosjektet?

Samfunnsvitenskapelig fakultet ved OsloMet — Storbyuniversitetet er ansvarlig for prosjektet.

Hvorfor får du spørsmål om å delta?

Utvalget til ekspertintervjuene er til en viss grad randomisert. Vi har sendt ut forespørsler om 2-3 kandidater fra de 4 store revisjonsselskapene, samt BDO og noen andre mindre aktører. Forespørlene er sendt til selskapets offisielle e-postadresse og det er opp til selskapet å vurdere om og hvem de anser som passende til å delta i vår studie.

Deltakerne vil ikke bli identifisert i studien verken på individ eller selskapsnivå. Derimot vil deltakerens vurderinger kunne publiseres i oppgaven i tilknytning til besvarelse av forskningsspørsmål og andre problemstillinger gjengitt ovenfor.

Hva innebærer det for deg å delta?

Hvis du velger å delta i forskningsprosjektet, innebærer det å delta i et semistrukturert intervju over Microsoft Teams, der noen av spørsmålene er forhåndsdefinerte. Du inviteres i intervjuet til å fritt delta med egne vurderinger, erfaringer og tilsvarende. Det vil bli gjort lydopptak av intervjuet. Omfanget på intervjuet er anslått til ca. 30-50 minutter.

Det er frivillig å delta

Det er frivillig å delta i prosjektet. Hvis du velger å delta, kan du når som helst trekke samtykket tilbake uten å oppgi noen grunn. Alle dine personopplysninger vil da bli slettet. Det vil ikke ha noen negative konsekvenser for deg hvis du ikke vil delta eller senere velger å trekke deg.

Vi vil ikke innhente personopplysninger. Videre vil deltaker ikke identifiseres verken på person eller selskapsnivå i forskningsprosjektet.

Ditt personvern — hvordan vi oppbevarer og bruker dine opplysninger

Vi vil bare bruke opplysningene om deg til formålene vi har fortalt om i dette skrivet. Vi behandler opplysningene konfidensielt og i samsvar med personvernregelverket.

- Tilgang til opplysningene er begrenset til prosjektets to forfattere.
- Datamaterialet lagres i kryptert fil på passordsikret pc med tofaktorautentisering. Filnavnene er basert på kronologisk rekkefølge av intervjuene og inneholder ikke navn.

Hva skjer med opplysningene dine når vi avslutter forskningsprosjektet?

Opplysningene anonymiseres når prosjektet avsluttes/oppgaven er godkjent, noe som etter planen er 14. mai

Konkret vil lydopptak slettes innen 24 timer etter avhold intervju og transkriberingen slettes innen den 14. mai.

Lydopptaket blir tatt opp via Microsoft Teams og lagres i kryptert fil på passordsikret pc.

Transkriberingslogg lagres i kryptert fil på passordsikret pc.

Tilgang til filene er begrenset til oppgavens to forfattere.

Deltaker kan innen 24 timer be om å få oversendt lydopptak, slik oversendelse vil foregå via den krypterte filoverføringstjenesten FileCap.

Tilsvarende kan deltaker innen den 14. mai 2021, be om å få oversendt transkriberingslogg også via den krypterte filoverføringstjenesten FileCap.

Dine rettigheter

Så lenge du kan identifiseres i datamaterialet, har du rett til:

- innsyn i hvilke personopplysninger som er registrert om deg, og å få utlevert en kopi av opplysningene,
- å få rettet personopplysninger om deg,
- å få slettet personopplysninger om deg, og
- å sende klage til Datatilsynet om behandlingen av dine personopplysninger.

Hva gir oss rett til å behandle personopplysninger om deg?

Vi behandler opplysninger om deg basert på ditt samtykke. På oppdrag fra Samfunnsvitenskapelig fakultet ved OsloMet — Storbyuniversitetet har NSD Norsk senter for forskningsdata AS vurdert at behandlingen av personopplysninger i dette prosjektet er i samsvar med personvernregelverket.

Hvor kan jeg finne ut mer?

Hvis du har spørsmål til studien, eller ønsker å benytte deg av dine rettigheter, ta kontakt med:

Samfunnsvitenskapelig fakultet ved OsloMet Storbyuniversitetet ved Einar Belsom
einbel@oslomet.no.

Vårt personvernombud: Ingrid S. Jacobsen personvernombud@oslomet.no

Eller oppgavens to forfattere:

Fredrik Lystad Jacobsen, fredriklystad@gmail.com

Magnus Ostrowski, magnus.ostrowski@gmail.com

Hvis du har spørsmål knyttet til NSD sin vurdering av prosjektet, kan du ta kontakt med:

- NSD — Norsk senter for forskningsdata AS på epost (personverntjenester@nsd.no) eller på telefon: 55 58 21 17.

Med vennlig hilsen


Prosjektansvarlig
(Forsker/veileder)

Fredrik Lystad
Jacobsen -
S341309
Student

Digitally signed by Fredrik Lystad
Jacobsen - S341309
DN: cn=Fredrik Lystad Jacobsen -
S341309, c=NO,
email=Fredriklystad@gmail.com
Date: 2021.03.09 10:46:16 +01'00'

Magnus
Ostrowski -
S306409
Student

Digitally signed by Magnus Ostrowski -
S306409
DN: cn=Magnus Ostrowski - S306409,
c=NO,
email=magnus.ostrowski@gmail.com
Date: 2021.03.09 10:46:56 +01'00'

Samtykkeerklæring

Jeg har mottatt og forstått informasjon om prosjektet «Likviditet på Oslo Børs — Har overdreven bruk av rskl. 5-8 blitt god regnskapsskikk?», og har fått anledning til å stille spørsmål. Jeg samtykker til:

- å delta i et semistrukturert intervju med anslått varighet mellom 30 og 50 minutter

Jeg samtykker til at mine opplysninger behandles frem til prosjektet er avsluttet

(Signert av prosjektdeltaker, dato)