



Universitetet  
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,**

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS**

**MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon (siv.øk)

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE  
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

Nei

TITTEL:

Norske børsnoterte selskapers bruk av alternative resultatmål. Etterlever de ESMA's  
retningslinjer?

ENGELSK TITTEL:

The use of alternative performance measures by Norwegian listed companies. Do they comply  
with the ESMA guidelines?

FORFATTER:

Kandidatnummer:

5084

.....

Navn:

Eivind Kristoffer Meling

.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

## Sammendrag

Alle børsnoterte selskaper må presentere årsrapporter som følger strenge regler og standarder. De siste 20 årene har tilleggsrapportering blitt en ny måte å rapportere verdiene til et selskap. Alternative resultatmål har vekket oppmerksomheten til analytikere, investorer og andre aktører. Den alternative rapporteringsmetoden kan fremstille kjernevirksomheten og verdiskapningen til et selskap på en bedre måte enn det lovpålagte regnskapet. I det europeiske markedet finnes det få regler for hvordan alternative resultatmål skal presenteres. Friheten som ledelsen har fører til bekymring for at de alternative resultatmålene som benyttes kan være villedende. Ulike organisasjoner har derfor gitt ut anbefalinger for hvordan alternative resultatmål bør presenteres. Den europeiske organisasjonen ESMA er en av disse. ESMA presenterte i 2015 nye retningslinjer for bruk av alternative resultatmål. I 2017 publiserte Finanstilsynet en tematilsynsrapport med en oversettelse og tolkning av ESMA's retningslinjer.

Denne avhandlingen skal undersøke om de nye retningslinjene har påvirket bruken av alternative resultatmål. Avhandlingen undersøker årsrapporter fra et utvalg av norske børsnoterte selskaper. Ved å gå i dybden på årsrapporter fra 2014 til 2016 undersøker avhandlingen om det har vært noen endring og utvikling i hvordan alternative resultatmål blir brukt. Resultatene viser at det er stor variasjon i hvordan alternative resultatmål blir brukt. Det er variasjoner i kvaliteten og etterlevelsen av ESMA's retningslinjer i selskapenes årsrapportering. Ifølge resultatene har flere selskaper hatt en endring i bruken av alternative resultatmål. Endringene har utgangspunkt i kravene til ESMA. Resultatene viser at retningslinjene har hatt en påvirkning på bruken og presentasjonen av alternative resultatmål. På bakgrunn av resultatene konkluderer avhandlingen at enkelte av kravene i retningslinjene til ESMA har hatt en påvirkning på selskapers bruk av alternative resultatmål. Endringene er derimot ikke tilstrekkelige i forhold til ESMA's målsettinger.

## Forord

Denne avhandlingen er siste ledd i mitt masterstudie i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Min spesialisering innen anvendt finans har vært interessant og lærerik. Jeg gleder meg til å starte på et nytt kapittel og tre inn i arbeidslivet.

Jeg har valgt å skrive en avhandling om publiseringen av finansielle retningslinjer. Retningslinjene for alternative resultatmål ble publisert i 2015, som gjør at dette er riktig tidspunkt for å analysere virkningen av retningslinjene. Så vidt jeg vet er det ingen andre som har gjort en lignende undersøkelse for norske selskaper. Jeg har ikke hatt mye forkunnskaper på området og det har derfor vært tidkrevende å sette seg inn i teori og forskning. Denne prosessen har vært nyttig for å lære å analysere selskapers årsrapporter. Det er en lærdom som er god å ta med seg videre. Det har vært en lang og krevende prosess som har resultert i dette sluttproduktet.

Jeg vil gjerne bruke denne anledningen til å takke veileder Bernt Arne Ødegaard for god veiledning og konstruktiv tilbakemelding underveis i prosessen. Jeg vil også rette en stor takk til min familie og spesielt min kjære kone for all støtte gjennom hele denne prosessen.

Sandnes, juni 2018.

Eivind Kristoffer Meling

## Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Tabell oversikt	6
Forkortelser	7
1. Innledning	8
1.1. Problemstilling	10
1.2. Avgrensning av avhandlingen	10
1.3. Avhandlingens oppbygning	10
2. Teori	11
2.1. Regnskapsregler	11
2.2. Definisjon av alternative resultatmål	11
2.3. Fordeler med alternative resultatmål	12
2.4. Begrensninger og problemer	13
2.5. Bakgrunnen for ESMA's retningslinjer	13
2.6. ESMA's retningslinjer	15
2.6.1. Omfang av ESMA's retningslinjer	15
2.6.2. ESMA's krav	16
2.7. Finanstilsynets tematilsynsrapport	16
3. Tidligere forskning	18
4. Metode	21
4.1. Forskningsdesign	21
4.2. Valg av selskaper og periode	21
4.3. Datainnsamling	22
5. Analyse	23
5.1. Aker BP ASA	23
5.2. Arcus ASA	24

5.3.	Arendals Fossekompani ASA	26
5.4.	Borgestad ASA	27
5.5.	DNB ASA	28
5.6.	Fjord1 ASA	30
5.7.	Gyldendal ASA	31
5.8.	Norwegian Air Shuttle ASA	32
5.9.	Veidekke ASA	33
5.10.	XXL ASA	35
6.	Resultat og diskusjon	36
7.	Konklusjon	51
8.	Litteraturliste	54

## Tabell oversikt

Tabell nr. 1: Utvalg av selskapenes alternative resultatmål	s.37
Tabell nr. 2: Definisjon av alternative resultatmål	s.39
Tabell nr. 3: Avstemming av alternative resultatmål	s.41
Tabell nr. 4: Antall alternative resultatmål	s.43
Tabell nr. 5: Endringer i antall alternative resultatmål	s.43
Tabell nr. 6: Konsekvent anvendelse av alternative resultatmål	s.46
Tabell nr. 7: Presentasjon av justerte resultatmål	s.48

## Forkortelser

APM	Alternative Performance Measure
CAPEX	Capital Expenditure
CESR	Committee of European Securities Regulator
EBT	Earnings Before Tax
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBITDAR	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Rent
EBITDAX	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Extraction costs
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
ESMA	European Security and Market Authority
EU	European Union
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
NIBD	Net Interest-Bearing Debt
OPEX	Operating Expenses
SEC	Securities and Exchange Commission
USA	United States of Amerika

## 1. Innledning

Hva er et alternativt resultatmål? Og hvorfor skaper disse alternative resultatmålene en internasjonal debatt? I presentasjonen av finansiell rapportering har selskaper muligheten til å rapportere alternativ finansiell informasjon. Alternative resultatmål presenteres som tilleggsinformasjon til regnskapet. Kan alternative resultatmål være et virkemiddel for å påvirke verdien av et selskap? Utviklingen de siste 20 årene viser at alternative resultatmål har begynt å overskygge det lovregulerte regnskapet. Selskapene står fritt til å rapportere alternative resultatmål slik de selv ønsker. Gir alternative resultatmål selskaper muligheten for å manipulere verdien av sitt eget selskap? Hvorfor benytter man seg av alternative resultatmål hvis de kan være villedende? Er det ønskelig å gi selskaper så stort ansvar i fastsettelsen av egen verdi? Problemene med alternative resultatmål har ført til publiseringen av retningslinjer fra ESMA. Retningslinjene er en anbefaling for hvordan alternative resultatmål bør presenteres. Kan anbefalingen fra ESMA's retningslinjer påvirke selskapers rapportering? Hvor stor påvirkning kan retningslinjene ha når de ikke har en lovregulert håndhevelse?

I offisielle årsrapporter blir det presentert resultat, balanse og noter i regnskapet for å vise et selskaps økonomiske stilling. Årsregnskapet er underlagt mange lover og standarder som regulerer hvordan et selskap skal rapportere et regnskap. For å sikre at omverden skal ha tiltro til det som blir rapportert, skal regnskapet revideres av en revisor. Revisors rolle er å sikre at regnskapet i det vesentlige er korrekt. Det er mange som er interessert i å få et innsyn i et selskaps regnskap. Verdiene som blir presentert i regnskapet er viktig for investorer og analytikere i vurderingen av investeringsalternativer og verdsettelsen av aksjer. Det er viktig at verdiene i regnskapet er korrekt for at analytikere skal kunne vurdere og fastsette selskapers verdi, ettersom prisen på aksjer reflekteres av markedets vurdering.

Foruten selve regnskapet blir det også presentert tilleggsinformasjon, såkalte alternative resultatmål. Alternative resultatmål har blitt en alternativ måte å presentere verdiene til et selskap. I denne delen av årsregnskapet står selskapene friere til å rapportere det de selv ønsker. I motsetning til det lovregulerte regnskapet er ikke alternative resultatmål underlagt strenge krav om regulering og revisjon. Alternative resultatmål blir brukt av selskaper for å vise hva de mener er et mer «riktig» bilde av deres virksomhet (PwC Global, 2017). Her får selskapene muligheten til å presentere forskjellige resultatmål som de mener er relevant og som ikke kommer frem av regnskapet. De kan justere resultatet for hendelser i løpet av året som de mener er ekstraordinære eller for kostnader som bare oppstår en gang eller svært sjeldent. Alternative



resultatmål kan brukes til å presentere drivere og annen finansiell analyse som kan supplere regnskapet i tillegg til å kunne vise hvordan et selskap potensielt kan prestere i fremtiden.

De vanligste resultatmålene som presenteres er EBIT, EBITDA og andre typer justert resultat (Finanstilsynet, 2016: 11). Problemet som oppstår med disse resultatmålene er deres iboende mulighet for manipulasjon. Mangelen på regulering gjør at selskaper kan presentere resultatmål som får selskapene til å fremstå som mer lønnsomme enn hva de egentlig er. Måten alternative resultatmål blir brukt i praksis fremstår dermed som årsaken til problemene. På grunn av friheten som selskapene har ved presentasjonen av alternative resultatmål, er det stor variasjon i hvordan de beregnes og presenteres (Price, 2016). Det er faktisk slik at det samme måltallet beregnes på forskjellig vis fra selskap til selskap (EFRAG, 2009). Dersom selskapene ikke velger å forklare hvordan måltallet er beregnet, kan dette føre til at brukerne får vanskeligheter med å forstå de alternative resultatmålene. Det er veldig mye informasjon i regnskapet som kan benyttes, og uten veiledende informasjon vil det være vanskelig for mange å gjenskape tilsvarende måltall. For at brukerne av de alternative resultatmålene skal forstå beregningsgrunnlaget og årsaken til bruken av måltallene, er det viktig at selskapene presenterer disse måltallene på en god og tydelig måte (ESMA, 2015).

I motsetning til presentasjonen av det lovregulerte regnskapet er det ingen regulering og overvåkning av alternative resultatmål i Europa. Mangelen på regulering fører til at alternative resultatmål kan bli overdrevent positive og i enkelte tilfeller kan gi misvisende informasjon for brukerne (EY, 2017). Bruken av alternative resultatmål har utviklet seg mye de siste årene og brukes nå hyppigere enn før. Denne utviklingen har ført til bekymringer blant annet hos media, investorer, analytikere og organisasjoner for regulering og overvåkning. På grunn av bekymringene knyttet til hvordan selskaper presenterer alternative resultatmål, publiserte European Securities and Markets Authority (ESMA) retningslinjer for hvordan selskapene burde presentere slike måltall. ESMA presenterte i 2015 nye krav til hvordan Europeiske selskaper burde presentere alternative resultatmål. Formålet med de nye retningslinjene var å skape en endring i presentasjonen av alternative resultatmål. Retningslinjene skulle fremme nytte og åpenhet og gi en forbedret sammenlignbarhet, pålitelighet og forståelighet i selskapenes rapportering. Noen forskere mener at kvalitative retningslinjer, som ESMA's retningslinjer, ikke kan ha den påvirkningen som ESMA ønsker å oppnå (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 23). Kan ESMA med sine retningslinjer endre selskapers presentasjon av alternative resultatmål og oppnå sine ønskede målsettinger? Har ESMA's kvalitative

retningslinjer i det hele tatt hatt noen påvirkning på selskapers presentasjon av alternative resultatmål? Dette er spørsmål som denne avhandlingen vil se nærmere på.

### 1.1. Problemstilling

Denne avhandlingen undersøker hvordan et utvalg av norske børsnoterte selskaper følger kravene fra ESMA's retningslinjer. Retningslinjene forklarer hvordan europeiske selskaper bør presentere alternative resultatmål i offentlig regulert rapportering. Avhandlingen går i dybden på ESMA's retningslinjer og analyserer hvorvidt de har hatt en påvirkning på hvordan de utvalgte selskapene presenterer alternative resultatmål. Problemstillingen er:

Har ESMA's retningslinjer ført til en endring i norske børsnoterte selskapers bruk av alternative resultatmål?

### 1.2. Avgrensning av avhandlingen

Denne avhandlingen vil ta utgangspunkt i ESMA's retningslinjer. ESMA har pålagt hvert medlemsland ansvaret for oppfølging av retningslinjene på nasjonalt plan. I Norge har Finanstilsynet presentert en oversettelse og utdypning av ESMA's retningslinjer. Denne avhandlingen undersøker bruken av alternative resultatmål ved hjelp av oversettelsen til Finanstilsynet. Avhandlingen fokuserer på norske selskapers bruk av alternative resultatmål.

### 1.3. Avhandlingens oppbygning

I kapittel to og tre vil denne avhandlingen presentere teori som er relevant for problemstillingen og tidligere forskning. I kapittel fire vil avhandlingen ta for seg den metodiske tilnærmingen. Kapittel fem analyserer selskapenes årsrapporter. Deretter presenteres og diskuteres resultatene fra analysen i kapittel seks, før avhandlingens konklusjon i kapittel syv.

## 2. Teori

Kapittel to omhandler relevant teori for denne avhandlingen. Avhandlingen vil gå inn på regnskapsregler og definisjonen av et alternativt resultatmål. Kapitlet presenterer fordeler og ulemper knyttet til alternative resultatmål. Alternative resultatmål har gitt selskaper en ny mulighet å rapportere finansiell informasjon. Den tradisjonelle rapportering har en svært høy grad av regulering og følger strenge lover og standarder. Rapportering av resultat, balanse og noter i regnskapet er underlagt streng regulering og overvåkning. I forhold til den tradisjonelle rapporteringen, står selskapene friere til å bestemme hvordan de ønsker å rapportere alternative resultatmål. Avhandlingen vil ta for seg ulike problemstillinger knyttet opp mot bruken av alternative resultatmål. Her presenteres også bakgrunnen for ESMA's retningslinjer og Finanstilsynets tematilsynsrapport.

### 2.1. Regnskapsregler

I Norge skal alle selskaper som omfattes av regnskapsloven følge de norske regnskapsreglene. I 2002 vedtok EU at alle børsnoterte selskaper i EU skal føre konsernregnskap etter bestemmelsene i IFRS fra og med 2005. Gjennom EØS-avtalen var også Norge forpliktet til å føre konsernregnskap etter de internasjonale regnskapsreglene i Europa, kalt IFRS (Bernhoft, Kvifte & Tofteland, 2011: 15). Regelverket i IFRS er svært omfattende og består av mange forskjellige regnskapsstandarder. IFRS er balanseorientert, i motsetning til regnskapsloven som er resultatorientert (Deloitte, 2018). IFRS har foreløpig ingen regler for presentasjon av alternative resultatmål.

### 2.2 Definisjon av alternative resultatmål

Det finnes mange ulike typer alternative resultatmål. Alternative resultatmål omfatter ulike justerte resultatstørrelser, balansestørrelser, kontantstrømtall og nøkkeltall for selskapene. Alternative resultatmål gir også mulighet til å presentere tall med forskjellige tidsperspektiv. Hvor resultat og balanse reflekterer en periode på ett år, kan alternative resultatmål reflektere både fortid-, nåtid- og fremtidsestimater. Vanlige måter å identifisere alternative resultatmål på er beskrevet som: underliggende inntjening, normalisert inntekt, kontantinntekter, justert inntjening og inntekt før engangsposter (IOSCO, 2016).

I ESMA's retningslinjer blir et alternativt resultatmål, eller et «alternative performance measure» (APM) i punkt 17 definert som:

«... a financial measure of historical or future performances, financial position, or cash flows, other than a financial measure defined or specified in the applicable financial reporting framework» (ESMA, 2015: 6).

Eksempler på alternative resultatmål som ESMA nevner er driftsresultat, kontantinntekter, inntjening før engangskostnader, resultat før renter, skatt, EBITDA, netto gjeld og autonom vekst.

Finanstilsynet presenterer også en definisjon i sin tematilsynsrapport om alternative resultatmål. I rapporten presenteres følgende definisjon på et alternativt resultatmål:

«Definisjonen av alternative resultatmål er bred og omfatter justerte regnskapstall og i mange tilfeller finansielle nøkkeltall og tall som fremkommer direkte i regnskapet. Definisjonen omfatter også måltall for guiding og fremtidsestimater, mens ikke-finansielle måltall ikke er omfattet av definisjonen.» (Finanstilsynet, 2017: 31)

### 2.3. Fordeler med alternative resultatmål

Formålet med alternative resultatmål er å gi brukerne en relevant og nyttig tilleggsinformasjon til regnskapet. Selskaper velger å benytte seg av alternative resultatmål for å vise den underliggende verdiskapningen i selskapet. Alternativ finansiell informasjon gir en annen fremstilling enn regnskapet alene. Informasjonen kan være knyttet opp mot produksjon, kostnader eller inntekter. Forskning viser at presentasjonen av alternative resultatmål har en mer relevant tilknytning til verdi enn tall presentert i regnskapet (Entwistle, Feltham & Mbagwu, 2010; Venter, Emanuel, & Cahan 2014). Alternative resultatmål gir selskapene mulighet til å vise frem det de mener er kjernevirksomheten til selskapet og gir brukerne tilgang til informasjon som ellers ikke hadde vært offentliggjort. Alternative resultatmål gir selskapet mulighet til å fremstille seg på den måten de selv vil, samtidig øke forståelsen av selskapets verdi. Dersom alternative resultatmål blir presentert på en klar, pålitelig og sammenlignbar måte, er det å regne som en mer relevant fremstilling av selskapets verdi. Informasjonen blir brukt av investorer og analytikere og er med på å fastsette et selskaps verdi.

## 2.4. Begrensninger og problemer

Friheten selskapene har ved rapporteringen av de alternative resultatmålene, kan medføre usikkerhet og dermed mangel på tiltro til presentasjonen av alternativ finansiell rapportering. Når alternative resultatmål presenteres på en inkonsekvent måte, har utilstrekkelige definisjoner eller har uklare framstillinger i forhold til regnskapet kan informasjonen bli mer misvisende enn nyttig. Dersom de alternative resultatmålene ikke kan gjenskapes av analytikere fordi de ikke forklares tilstrekkelig, medfører dette at brukerne får problemer med tiltroen til informasjonen.

Det er ikke alle selskaper som har samme intensjon som ESMA's retningslinjer ved presentasjonen av alternative resultatmål. Forskjellig beregningsgrunnlag er et av hovedproblemene med de alternative resultatmålene. Selskaper presenterer justert informasjon som fører til et stort antall variabler. Selskaper har ulike virksomheter og dermed ulike grunnlag for justeringer. Mangel på konsekvent anvendelse og innsikt i beregninger kan føre til problemer ved investering og verdsettelse av et selskap. Alternative resultatmål kan også brukes strategisk ved å pynte på et svakt resultat, for å oppnå selskapers målsettinger. Dette gjøres ved å justere resultat og ekskludere kostnader. Investorer, analytikere og media kan dermed få et inntrykk av at selskapet er i en bedre økonomisk stilling enn hva som er realiteten.

Bruk av alternative resultatmål kan også medføre risiko for feilprising av aksjer. Ved misvisende bruk av alternative resultatmål kan selskaper få en verdi som ikke er representativ. På bakgrunn av dette er det viktig at de alternative resultatmålene blir presentert på en pålitelig og forståelig måte for å hindre at prisen på aksjer ikke blir fastsatt på feil grunnlag. Bekymringer de siste 20 årene vedrørende alternative resultatmål er knyttet til bruk og presentasjon av denne typen alternativ finansiell informasjon. Bekymringer rundt misvisende alternative resultatmål er bakgrunnen for ESMA's publisering av retningslinjer.

## 2.5. Bakgrunnen for ESMA's retningslinjer

Den første organisasjonen som kommenterte bruk av alternative resultatmål i Europa var International Organization of Securities Commissions (IOSCO). I 2002 advarte IOSCO investorer og andre brukere av alternativ finansiell rapportering om å være forsiktige ved bruk av slik informasjon. IOSCO mente at alternativ finansiell informasjon kunne være misvisende hvis det ble presentert som en ufullstendig beskrivelse av finansielle resultater. De konstaterte

at alternativ finansiell informasjon kunne være nyttig dersom det ble presentert på en skikkelig måte (IOSCO, 2002).

I 2005 var det Committee of European Securities Regulator (CESR), inspirert av IOSCO, som presenterte en anbefaling om bruk av alternative resultatmål for europeiske selskaper. CESR introduserte begrepet «alternative performance measure» (APM) for det europeiske markedet. CESR oppmuntret selskaper til å presentere alternative resultatmål på en passende og nyttig måte for investorer (CESR, 2005). CESR publiserte en definisjon av alternative resultatmål og delte dem opp i to hovedtyper:

- ❖ “Measures derived from audited financial statements” (CESR, 2005)
- ❖ “Measures not derived from the audited financial statements” (Ibid)

European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) var neste organisasjon til å uttrykke sin bekymring for utviklingen av alternative resultatmål. I 2009 satt EFRAG alternative resultatmål i søkelyset. EFRAG uttrykte bekymring for uklarheten og den inkonsekvente anvendelsen av alternative resultatmål. EFRAG foretok en undersøkelse som viste at de samme alternative resultatmålene ble beregnet på forskjellige måter av forskjellige selskaper (EFRAG, 2009).

I 2015 publiserte European Security and Market Authority (ESMA) retningslinjer for hvordan alternative resultatmål burde presenteres. ESMA anser denne reguleringen som relevant for å sikre en forbedret nytte og åpenhet rundt rapporteringen i det europeiske markedet. Formålet med retningslinjene er å fremme sammenlignbarhet, pålitelighet og forståelse av alternative resultatmål (ESMA, 2015).

Etter ESMA's publisering har IOSCO igjen kommet med en uttalelse angående alternative resultatmål. I 2016 uttalte IOSCO at brukerne av alternative resultatmål måtte være varsomme, da noen selskaper kunne presentere finansiell informasjon som var utilfredsstillende definert og inkonsekvent over tid. De påpekte også at mangelen på felles definisjoner førte til at sammenlignbarheten mellom selskaper ble vanskelig og mangelfull (IOSCO, 2016).

## 2.6. ESMA's retningslinjer

European Security and Market Authority (ESMA) er en uavhengig europeisk organisasjon med ansvar ovenfor det Europeiske Parlamentet og den Europeiske Unionen (EU). ESMA skal bidra til sikkerhet og stabilitet av EUs finansielle systemer. Dette gjør ESMA gjennom investorbeskyttelse og å fremme et stabilt og velordnet marked. ESMA ble opprettet i 2009 og erstattet CESR sine operasjoner fra og med 2011. ESMA vurderer risikoer for investorer, utformer en regelbok for EUs finansielle marked, fremmer tilsynsmessig konvergens og har direkte tilsyn med spesifikke finansielle enheter (ESMA, 2018). ESMA publiserte 5. oktober 2015 et sett med retningslinjer for bruk av alternative resultatmål. Retningslinjene forklarte hvordan selskaper i Europa burde bruke alternative resultatmål. Retningslinjene trådte i kraft 3. juli 2016. ESMA's retningslinjer har som formål å fremme nytte og åpenhet i sin rapportering av alternative resultatmål. Målet er å forbedre sammenlignbarhet, pålitelighet og forståelighet av de rapporterte måltallene. En felles tilnærming anses som nødvendig for å fremme konsekvent, rask og effektiv tilsynspraksis. På bakgrunn av retningslinjene forventer ESMA at en felles tilnærming til bruk av alternative resultatmål vil føre til økt nytte hos brukerne og fremme tiltro til markedet (ESMA, 2015).

### 2.6.1. Omfang av ESMA's retningslinjer

Ifølge ESMA gjelder retningslinjene for «persons or legal entities governed by private or public law, other than States, whose securities are admitted to trading on a regulated market and who are required to publish regulated information» (ESMA, 2015: 1). For Norges del gjelder dette alle private og offentlige foretak som er notert med verdipapirer i et regulert marked. Det vil si at alle foretak som er registrert på Oslo Børs eller Oslo Axess må følge ESMA's retningslinjer (KPMG, 2017). Foretakene vil i resten av avhandlingen bli omtalt som selskaper.

Retningslinjene fra ESMA gjelder for alle alternative resultatmål som presenteres i offentlig regulert informasjon og prospekter. Dette omfatter selskapenes informasjonsplikt både ved års- og halvårsrapportering. ESMA's retningslinjer gjelder derimot ikke for års- og halvårsregnskaper. Det stilles også krav til at innholdet i årsrapportene skal gi et rettviseende bilde (Finanstilsynet, 2017: 4-5). Selskapene oppmuntres til å følge ESMA's retningslinjer, selv om den aktuelle rapporteringen ikke omfattes av retningslinjene.

### 2.6.2. ESMA's krav

ESMA's retningslinjer presenterer en rekke krav for bruk av alternative resultatmål. Det stilles blant annet krav til selskapenes informasjonsprinsipper. Det er krav om hvordan alternative resultatmål defineres og beskrives på bakgrunn av komponentene som er brukt for å utføre beregningene. Det skal forklares hvorvidt de alternative resultatmålene kan relateres til tidligere eller fremtidige beregninger. ESMA stiller krav til hvordan alternative resultatmål presenteres og forklares. Presentasjonen av alternative resultatmål skal ikke være misvisende og skal være definert på en tydelig måte. Selskapene bør også forklare hvilke elementer som er brukt i beregningen av et alternativt resultatmål og fra hvilke deler av regnskapet elementene er hentet fra. Dette skal gjøres ved å avstemme beregningene mot de mest direkte linjene i regnskapet. For at brukerne av de alternative resultatmålene skal få en god forståelse og se relevansen og påliteligheten bak et måltall, skal selskapene forklare bruken av alle måltall. Det skal forklares hvorfor måltallene gir nyttig informasjon, samt begrunne resultatmålene man har valgt å benytte. Ved bruk av et alternativt resultatmål skal det også presenteres en tilsvarende og sammenlignbar beregning for tidligere regnskapsperioder. Når sammenlignbare beregninger blir presentert, skal bare tilgjengelig informasjon fra slutten av regnskapsperioden brukes. Man skal ikke vektlegge hendelser som har påvirket regnskapet etter årsskifte. Presentasjonen av alternative resultatmål skal være konsekvent over tid. Dersom man slutter å benytte seg av et måltall, skal det forklares hvorfor måltallet ikke lenger representerer relevant informasjon (ESMA, 2015).

### 2.7. Finanstilsynets tematilsynsrapport

Kontrollorganet for rapportering i Norge er Finanstilsynet. Det er Finanstilsynet som har ansvaret for å overvåke og kontrollere at selskapene som er omfattet av ESMA's retningslinjer følger kravene som stilles til bruk av alternative resultatmål. Finanstilsynet publiserte i 2017 en rapport kalt tematilsynsrapporten. Hensikten med tematilsynsrapporten var å kartlegge hvordan selskaper bruker alternative resultatmål og hvilken planlagt etterlevelse selskapene hadde for ESMA's krav. Tematilsynsrapporten er basert på egenrapportering fra selskaper på Oslo Børs. I rapporten presenterer Finanstilsynet svarene på en rekke spørsmål knyttet opp mot selskapenes bruk av alternative resultatmål for tredje kvartal 2016, og planlagt etterlevelse for fjerde kvartal og årsrapporteringen i 2016. Finanstilsynet konkluderer med at det er for lav etterlevelse av ESMA's retningslinjer for rapporteringen i tredje kvartal. For eksempel svarte kun 47% av selskapene at de fullt ut forklarte bruken av alternative resultatmål, definerte måltallene og



presenterte en avstemming til regnskapet (Finanstilsynet, 2017). For å vurdere egenrapporteringen gjorde Finanstilsynet en gjennomgang av OBX-selskapenes svar for årsrapportene i 2016. OBX-selskapene er de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs over en seks måneders periode. Selskapene rapporterer om en økt planlagt etterlevelse av ESMA's krav for årsrapporten i 2016. Resultatene fra tematilsynsrapporten viser at OBX-selskapene har en betydelig høyere planlagt etterlevelse enn faktisk etterlevelse (Finanstilsynet, 2017: 28). Resultatene viser at flere selskaper planlegger å presentere definisjoner og forklaringer, samt avstemme sine alternative resultatmål. Selv om selskapene rapporterer om økt etterlevelse av retningslinjene for årsrapporten i 2016, finner ikke finanstilsynet etterlevelsen til OBX-selskapene for tilfredsstillende (Finanstilsynet, 2017).

Tematilsynsrapporten inneholder også en oversettelse og utdypning av ESMA's retningslinjer. Dermed har tematilsynsrapporten foretatt en tolkning av hvordan norske selskaper bør bruke alternative resultatmål. Hensikten med tematilsynsrapporten var å skaffe økt oppmerksomhet og synliggjøre kravene fra ESMA's retningslinjer (Finanstilsynet, 2017). Finanstilsynet presenterer en oppsummering av kravene til ESMA i sin oversettelse. Her er Finanstilsynets krav til norske selskapers bruk av alternative resultatmål:

- ❖ Forklare bruken av alternative resultatmål
- ❖ Definere de benyttede alternative resultatmålene og grunnlag for beregning, inkludert vesentlige hypoteser/forutsetninger
- ❖ Gi alternative resultatmål en relevant og meningsfull benevnelse
- ❖ Vise en avstemming av det alternative resultatmålet mot regnskapet
- ❖ Alternative resultatmål må ikke presenteres på en måte som fremhever måltallet mer enn regnskapstall, eller tillegger måltallet mer vekt
- ❖ Gi sammenligningstall for tilsvarende tidligere perioder
- ❖ Ha konsistente definisjoner og beregningsgrunnlag for alternative resultatmål over tid og gi forklaring på endringer (Finanstilsynet, 2017: 34)

### 3. Tidligere forskning

Avhandlingen vil i dette kapittelet se på hva andre forskere har skrevet om alternative resultatmål. Det vil presenteres resultater fra andres forskning og avhandlingen vil prøve å skape et oversiktlig bilde av hvordan alternative resultatmål blir sett på i finansmarkedet. Avhandlingen fokuserer på år 2000 og frem til 2018.

Selskaper har en stor frihet ved presentasjonen av alternative resultatmål, da denne informasjonen er lite regulert og ikke gjenstand for revisjon i Europa (Isidro & Marques, 2015: 95; Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 23). Det lovregulerte regnskapet, underlagt reglene for IFRS, danner grunnlaget for basisinformasjon for investorer. Utgangspunktet for analyse finnes i tallene fra regnskapet. Selskaper presenterer alternative resultatmål som tilleggsinformasjon. Investorer står fritt til å benytte seg av eller ignorere de alternative resultatmålene (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 16). Forskning viser at det er en betydelig andel av investorer som bruker denne informasjonen. En undersøkelse av CFA Institute viser at 71,5% av investorer benytter seg ofte eller alltid av regnskapstall fra IFRS eller GAAP, mens 63,6% benytter seg av alternative resultatmål (Papa, Peters & Schacht, 2016: 13-14). Andre forskere antyder at det er mindre sofistikerte og mindre informerte investorer som handler på alternative resultatmål etter publiseringen av rapporter. Individuelle investorer handler på grunnlag av slik informasjon, mens institusjonelle investorer enten avstår eller venter med å handle. Det blir dermed viktig for regulatoriske instanser å beskytte individuelle investorer (Bhattacharya, Black, Christensen, & Mergenthaler, 2007: 615-616).

Alternative resultatmål kan gi et annet bilde av selskapets virksomhet sammenlignet med det lovregulerte regnskapet. I enkelte tilfeller kan alternative resultatmål gi et bedre bilde av et selskaps virksomhet enn det lovregulerte regnskapet. Ved å undersøke alternative resultatmål knyttet til egenkapitalverdier og -avkastning, har forskere vist at denne typen måltall har en betydelig høyere relevans til markedsverdi enn verdiene i regnskapet (Albring, Cabán-García & Reck, 2010). Forskning viser at alternative resultatmål også har en betydelig høyere verdi enn verdiene i regnskapet. (Entwistle, Feltham & Mbagwu, 2010; Venter, Emanuel, & Cahan 2014). Ved at alternative resultatmål brukes på en passende måte, kan de være med på å styrke investorers forståelse av et selskaps virksomhet og resultat (Parrino, 2016). Alternative resultatmål kan ha en mer informativ og permanent fremvisning av verdi enn selve regnskapet. Denne typen rapportering kan dermed ha en mer representativ presentasjon av et selskaps kjernevirksomhet (Bhattacharya, Black, Christensen, & Larson, 2003).

Her benyttes betegnelsen manager, fordi de fleste referansene er kilder fra amerikanske avhandlinger hvor en slik betegnelse er vanlig. Dette vil vi vanligvis vise til som ledelsen til et selskap i Norge. Noen managere presenterer alternative resultatmål for å oppnå strategiske inntektsmål. Utenom engangskostnader ekskluderer managere også gjentakende kostnader som avskrivning, aksjekompensasjon til ansatte, forskning og utvikling for å oppnå strategiske mål. Denne praksisen er mer vanlig hos selskaper som sporadisk rapporterer alternative resultatmål, enn hos selskaper som rapporterer på gjentakende basis (Black & Christensen, 2009). I vurderingen av presentasjonen av alternative resultatmål er strategiske betraktninger en viktig faktor (Lougee & Marquardt, 2004). Managere ekskluderer flere typer kostnader som de mener er irrelevante for virksomheten. Forskning har derimot vist at flere av disse kostnadene er relevante og viktige for selskapene. Ekskluderingen av kostnader får en innvirkning på selskapets nåværende og fremtidige kontantstrømmer og påvirker dermed verdsettelsen av selskapet (Doyle, Lundholm & Soliman, 2003; Landsman, Miller & Yeh, 2007).

De siste 20 årene har det vært en betydelig økning i frekvens og størrelse på avvik av rapportert inntjening mellom resultat og alternative resultatmål. Ledelse, investorer, analytikere og media har begynt å stole mer og mer på alternativ rapportering. Markedet har over tid begynt å anse alternative resultatmål som en bestemmende faktor i fastsettelsen av aksjepriser (Bradshaw & Sloan, 2002). Ifølge formannen i det internasjonale standardsettende styret, IASB, anses det som et problem at 90% av alternative resultatmål regnes som mer lovende og relevante for investorer enn tall som fremkommer av regnskapet (Hahn, 2018: 55, henvist til Fockenbrock, 2016). I 2003 publiserte Securities and Exchange Commission (SEC) krav for hvordan amerikanske selskaper skulle rapportere alternative resultatmål, for å bedre oppfatningen av disse måltallene. Kravene førte til en nedgang både i ekskludering av kostnader og bruken av alternative resultatmål (Heflin & Hsu, 2008). Publiseringen til SEC, kalt Regulation G, har ført til undersøkelser om hvilken påvirkning kravene har hatt på amerikanske selskaper. Jennings og Marques argumenterer for at selskaper med svak eierstyring og ledelse presenterte misvisende informasjon før Regulation G. Etter publiseringen fantes det derimot ingen tendenser som tydet på fortsatt presentasjon av misvisende informasjon (Jennings og Marques, 2011). Andre forskere har kommet frem til lignende resultater. Gjennom en undersøkelse ble det vist at over 10% av amerikanske selskaper fra indeksen S&P 500 potensielt presenterte alternative resultatmål på en misvisende måte. Dette ble gjort ved å bruke tradisjonelle terminologier fra regnskapet på alternative resultatmål. Etter reguleringen til SEC i 2003 endret overnevnte prosent seg til under 1%. Forskerne konkluderer med at managere før

reguleringen enten var uforsiktige eller at de med intensjon prøvde å presentere villedende informasjon (Gary Entwistle, Glenn Feltham & Chima Mbagwu, 2006).

I selskapers presentasjon av alternative resultatmål er det vist empirisk at managere velger å presentere overdrevent optimistiske tall for å gi investorer og analytikere et bedre inntrykk av selskapets resultat. Managere manipulerer resultatet til selskaper for å bedre oppfatning av resultatet på bakgrunn av aksjebaserte bonusutbetalinger (Andersson & Hellman, 2007; Bhattacharya, Black, Christensen, & Mergenthaler, 2007). Alternative resultatmål kommer ofte en enkelt gruppe som managere og aksjonærer til gode på bekostningen av andre grupper som investorer (Miller, 2009). Den optimistiske tilnærmingen til managerne fører til at analytikere sliter med å forutse alt som utelukkes fra en beregning av et alternativt resultatmål. Managernes optimistiske definisjon av alternative resultatmål har til formål å bedre analytikernes forventninger til selskapet (Doyle, Jennings & Soliman, 2013). Den optimistiske holdningen til managerne har høyere sannsynlighet for å finne sted i områder hvor det er mangel på regulering av alternative resultatmål og lav beskyttelse av investorer. Fleksibiliteten til managerne skaper en mulighet for å villede investorer til å tro at deres alternative resultatmål viser en mer representativ virkelighet av selskapets lønnsomhet. Investorer klarer derimot å gjennomskue og overse sterke forsøk på villedelse. Markedet korrigerer dermed for sterke forsøk på å påvirke oppfatning av selskapers inntjening (Guillamon-Saorin, Isidro & Marques, 2017). Hvordan managere velger å presentere alternative resultatmål avhenger av hvilket land selskapet befinner seg i. I Europa er det ingen regulering eller overvåkning av alternative resultatmål, noe som fører til at den institusjonelle og økonomiske tilstanden i hvert land er avgjørende (Isidro & Marques, 2015: 95-97). Dersom presentasjonen av alternative resultatmål hadde vært gjenstand for regulering, hadde det vært en ekstern kraft som påvirket den finansielle rapporteringen (Isidro & Marques, 2015: 98 henvist til Bushman, Piotroski, & Smith, 2004 og Holthausen, 2009).

## 4. Metode

Dette kapittelet vil fremlegge avhandlingens metodiske tilnærming.

### 4.1. Forskningsdesign

Formålet med denne avhandlingen er å finne ut om ESMAAs retningslinjer har hatt en påvirkning på hvordan norske selskaper presenterer alternative resultatmål. Dette gjøres ved å undersøke om det er endringer i rapporteringen til et utvalg selskaper. Denne avhandlingen vil gå i dybden på et lite utvalg selskaper sin bruk av alternative resultatmål og har derfor en kvalitativ tilnærming (Holme & Solvang, 1996: 83). Avhandlingen skiller seg fra tidligere forskning rundt alternative resultatmål. Majoriteten av den tidligere forskningen som blir presentert i avhandlingen benytter seg av en kvantitativ tilnærming. Metoden påvirker valgene man tar og former sluttresultatet. Dersom avhandlingen hadde hatt en kvantitativ tilnærming, er det mulig at resultatene hadde vært annerledes. Den kvalitative tilnærmingen, at ESMAAs retningslinjer er nye og at det er et nytt forskningsområde i Norge gjør at avhandlingen kan tilføre nye perspektiver rundt bruken av alternative resultatmål.

Utgangspunktet for analysen av selskapenes bruk av alternative resultatmål vil være ESMAAs retningslinjer. Retningslinjene stilles opp mot selskapenes årsrapporter. Avhandlingen vil undersøke hvorvidt selskapene har en tilfredsstillende fremstilling av sine alternative resultatmål. Siden alternative resultatmål har en bred definisjon og omfatter enkelte poster i regnskapet (Finanstilsynet, 2017: 32), velger jeg å fokusere på alternative resultatmål som presenteres andre steder i årsrapportene enn i regnskapet. Dette innebærer hovedsakelig nøkkeltaloversikter og selskapenes årsberetninger. Analysen vil basere seg på Finanstilsynets oversettelse av ESMAAs retningslinjer. Utdypelsen til Finanstilsynet er svært nyttig for forståelsen av kravene i ESMAAs retningslinjer.

### 4.2. Valg av selskaper og periode

Analysens selskaper er et tilfeldig utvalg av alle selskapene som er registrert på Oslo Børs. Utvalget er også basert på selskaper med primær virksomhet i Norden. Dette er gjort for å få en mest mulig representativ framstilling av hvordan norske selskaper presenterer alternative resultatmål. Utvalget består av 10 selskaper, som anses tilstrekkelig for en kvalitativ dybdeanalyse (Holme & Solvang, 1996: 83). Selskapene som avhandlingen tar for seg er: Aker BP ASA, Arcus ASA, Arendals Fossekompagni ASA, Borgestad ASA, DNB ASA, Fjord1 ASA,

Gyldendal ASA, Norwegian Air Shuttle ASA, Veidekke ASA og XXL ASA. Avhandlingen vil heretter referere til selskapene uten benevnelsen ASA.

Jeg har valgt å inkludere DNB i denne analysen, selv om deres alternative resultatmål ikke er direkte sammenlignbare med de andre selskapene. DNB har som et finansielt selskap en annen form for driftsrapportering. Det er derfor vanlig at finansselskaper blir ekskludert i andre undersøkelser på grunn av sammenligningsårsaker (Hähn, 2018: 37; Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 19). Avhandlingen skiller seg ut på dette punktet ved å gjøre en annen type undersøkelse. Ved å gå i dybden på årsrapporter, undersøker avhandlingen om selskapene etterlever ESMA's retningslinjer. Jeg har valgt å analysere DNB for å se hvordan et finansselskap etterlever kravene til ESMA.

For å få en forståelse av hvordan ESMA's retningslinjer har endret selskapers tilnærming til presentasjon av alternative resultatmål, tar avhandlingen for seg rapporter både før og etter publiseringen av retningslinjene. Avhandlingen vil analysere årsrapportene fra 2015 og 2016 som representerer endringene etter at ESMA's retningslinjer ble publisert i 2015 og offisielt tatt i bruk i 2016. For å se om ESMA's retningslinjer har hatt en påvirkning vil analysen begynne i 2014. Denne avhandlingens analyse består dermed av selskapenes årsrapporter fra årene 2014 til 2016. En av forutsetningene for valg av selskap er dermed at de har vært børsnotert i eller før 2014, slik at det er tilstrekkelig tilgang på selskapenes årsrapporter.

#### 4.3. Datainnsamling

Hensikten med avhandlingens analyse er å undersøke den nåværende og tidligere praksisen for rapportering av alternative resultatmål med hensyn til retningslinjene fra ESMA. For å utføre denne analysen har jeg undersøkt de utvalgte selskapene sine årsrapporter. Årsrapportene er hentet fra de respektive selskapene sine hjemmesider, da slike rapporter er offentlig tilgjengelige. Unntaket er årsrapportene til Fjord1 for 2014 og 2015. Disse er tilsendt på mail fra Fjord1 ettersom de ikke var publisert på selskapets hjemmeside. Datainnsamlingen for denne avhandlingen representerer dermed selskapenes årsregnskap. Til sammen er 30 årsrapporter analysert i denne avhandlingen.

## 5. Analyse

I dette kapittelet vil avhandlingen gå inn i de utvalgte selskaperes årsrapporter. Selskaperes årsrapporter settes opp mot kravene i ESMAs retningslinjer. Analysen baserer seg på hvor mange og hvilke alternative resultatmål selskapene bruker. Det undersøkes hvorvidt selskapene definerer, forklarer og avstemmer sine alternative resultatmål. Analysen vurderer hvorvidt selskapene har en relevant og meningsfull benevnelse og konsekvent anvendelse av sine alternative resultatmål. Avhandlingen ser om selskapene har en oversiktlig og tydelig presentasjon, samt om de presenterer sammenligningstall og justerte resultatmål. På grunnlag av disse kriteriene undersøker avhandlingen om det er noen endringer og utvikling i bruken av alternative resultatmål. Avhandlingen vil nå gå inn på hvert enkelt selskap i utvalget for å se hvordan de bruker sine alternative resultatmål.

### 5.1. Aker BP ASA

Aker BP er det eneste oljeselskapet i denne analysen. Deres virksomhet innebærer aktivitet innenfor drift, leting og utbygging på den norske kontinentalsokkelen. Dette kommer frem av selskapets alternative resultatmål, da det blir presentert flere måltall knyttet opp mot produksjon og leteknostnader. Andre resultatmål som er presentert er kontantstrøm og resultat størrelser. Til sammen er det presentert 12 alternative resultatmål i årsrapporten i 2014. I denne årsrapporten har Aker BP presentert flere ikke-finansielle måltall, som antall ansatte og antall lisenser. Dette er måltall som ikke er omfattet av ESMAs retningslinjer. Aker BP ekskluderer disse måltallene i årsrapportene i 2015 og 2016 og erstatter dem med mer relevante alternative resultatmål. Blant de alternative resultatmålene som ikke presenteres i 2014, men i årsrapportene for 2015 og 2016 er netto og brutto rentebærende gjeld, beholdninger av betalingsmidler, kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter og noen produksjonsrelaterte måltall. Aker BP gjør endringer i hvilke resultatmål som presenteres, men det fremgår ingen forklaring på hvorfor endringene har funnet sted. Ifølge ESMAs retningslinjer skal selskaper forklare årsaken og gi en detaljert begrunnelse for endringer av benyttede alternative resultatmål (Finanstilsynet, 2017). Aker BP presenterer sine alternative resultatmål med sammenligningstall for fem år i årsrapporten for 2014. I 2015 og 2016 har de derimot to år med sammenligningstall, i tillegg til hvert av årenes kvartal. De alternative resultatmålene i årsrapportene for 2015 og 2016 har samme innhold. Aker BP har dermed hatt en konsekvent anvendelse av sine alternative resultatmål fra 2015 til 2016 (Aker BP årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Aker BP presenterer et oversiktlig årsregnskap for 2016, slik som i 2015. De alternative resultatmålene er tydelig presentert over to påfølgende sider. Aker BP har også presentert enkelte resultatmål andre steder i årsrapporten. Til sammen presenterer de 12 alternative resultatmål i 2016. Aker BP presenterer en variert samling av måltall bestående av blant annet EBIT, EBITDA, egenkapitalandel, rentebærende gjeld, kontantstrøm- og produksjonsrelaterte måltall. Selskapet definerer og forklarer sine alternative prestasjonsindikatorer for første gang like før revisjonsberetningen på slutten av årsregnskapet (Aker BP årsrapport, 2016). Ifølge et av kravene til ESMA skal presentasjonen av alternative resultatmål ha en relevant og meningsfull benevnelse. Resultatmål skal ikke fremstå som optimistiske eller positive (Finanstilsynet, 2017: 34). Aker BP bruker vanlige og standard benevnelser i alle sine rapporter og må dermed anses for å tilfredsstille dette kravet. Det fremkommer ingen benyttelse av justerte resultatmål i årsrapportene til Aker BP. Selskapet har heller ikke konkretisert noen avstemmingsposter av de alternative resultatmålene mot regnskapet. Det er derimot benyttet alternative resultatmål som rentebærende gjeld og egenkapitalandel som kan avstemmes i sin helhet mot regnskapet (Aker BP årsrapport, 2014, 2015, 2016). I slike tilfeller er det ikke nødvendig med noen avstemming (Finanstilsynet, 2017: 35).

Det observeres en endring i måten Aker BP presenterer alternative resultatmål fra 2014 til 2015. Rapporteringen er deretter konsekvent fra 2015 til 2016. Aker BP oppfyller i 2016 krav fra retningslinjene til ESMA. Etter innføringen av ESMA's retningslinjer har Aker BP presentert en klarere oversikt over sine alternative resultatmål, vedlagt definisjoner, samt benyttet seg av alternative resultatmål som er mer relevante for selskapet.

## 5.2. Arcus ASA

Arcus ASA er en merkevarebedrift for produksjon og distribusjon av vin og brennevin. Arcus er en ledende distributør av vin og brennevin i det nordiske markedet og Tyskland. I Norge er selskapet leverandør nummer en av både vin og brennevin. I hver årsrapport presenterer Arcus alternative resultatmål under styrets årsberetning. Her viser de frem nøkkeltall og måltall i tekstform. Måltallene sammenlignes her med fjorårets. I årsrapporten for 2014 presenteres EBIT, EBIT justert for engangseffekter og driftsmargin justert for engangseffekter i tabeller for forretningsområdene vin og brennevin. Arcus benytter seg i motsetning til Aker BP av justerte størrelser. Arcus gir i likhet med Aker BP ingen definisjon, forklaring eller avstemming av vesentlige avstemmingsposter for de presenterte alternative



resultatmålene i 2014 og 2015. Arcus har bare en delvis avstemming av sine resultatmål, da noen av dem fremgår direkte fra regnskapet. I årsrapporten for 2015 fremstiller Arcus de alternative resultatmålene på en tydeligere måte. De fremkommer oversiktlig i tabell på side fire med sammenligningstall for fem år. Et diagram viser også selskapets vekst de siste 10 årene. I styrets årsberetning fra 2015 er det flere alternative resultatmål enn i 2014. Blant resultatmålene som er lagt til er rentebærende gjeld, kontantbeholdninger og kontantstrømbaserte måltall. Disse går også igjen i 2016 (Arcus årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Arcus presenterer ytterligere fem alternative resultatmål fra 2015 til 2016. Til sammen har Arcus presentert 13 resultatmål i sin nyeste rapport. I tillegg til å presentere de alternative resultatmålene for hele konsernet, har Arcus også presentert dem per forretningsområde. Arcus har i likhet med Aker BP en konsekvent presentasjon av alternative resultatmål for årsrapportene 2015 til 2016. Begge selskapene tillegger også en definisjon av de alternative resultatmålene i årsrapporten for 2016. I motsetning til tidligere har Arcus en avstemming av vesentlige poster mot resultatet i 2016. Arcus har benyttet seg av justerte resultatmål i hver årsrapport, men har bare avstemt og vist hvordan disse er beregnet i 2016. Blant de alternative resultatmålene til Arcus er EBITDA, justert EBITDA, bruttofortjeneste, egenkapitalandel, rentebærende gjeld, organisk vekst og kontantstrømbaserte måltall. På samme måte som Aker BP, har også Arcus en relevant og meningsfull benevnelse av de alternative resultatmålene i sine rapporter. I tilfellene hvor det har vært endringer i benyttelsen av alternative resultatmål har Arcus, som Aker BP, heller ikke vedlagt noen begrunnelse (Arcus årsrapport, 2015, 2016).

I likhet med Aker BP, observeres det en utvikling i hvordan Arcus presenterer sine alternative resultatmål. Fra 2014 til 2016 har Arcus fått en mer oversiktlig og tydelig presentasjon, vesentlige avstemmingsposter avstemmes fullt ut mot regnskapet og alternative resultatmål defineres. Arcus har på samme måte som Aker BP også en konsekvent benyttelse av sine alternative resultatmål fra 2015 til 2016. Både Arcus og Aker BP mangler en begrunnelse for endringer av benyttede alternative resultatmål. Det er altså flere likheter mellom utviklingen i de to selskaperes presentasjon av alternative resultatmål.

### 5.3. Arendals Fossekompani ASA

Arendals Fossekompani er et industrielt investeringsselskap. Selskapet har sin virksomhet innen salg og produksjon av kraft, samt betydelige investeringer i verdipapirer. Selskapets investeringer har skaffet dem en eierposisjon i flere selskaper. I disse selskapene driver Arendals Fossekompani langsiktig eierskap og verdiskapning. Arendals Fossekompani presenterer sine alternative resultatmål under styrets beretning og som nøkkeltall på slutten av rapporten i 2014. Resultatmålene fremkommer i tekstform under styrets beretning og de fleste presenteres med sammenligningstall for fjoråret. Nøkkeltallene presenteres med fem års sammenligningstall. De alternative resultatmålene presenteres noe spredt i styrets beretning, men kommer ellers frem på en oversiktlig og tydelig måte. I motsetning til Aker BP og Arcus, presenterer Arendal Fossekompani allerede definisjoner av sine alternative resultatmål i årsrapporten for 2014. Det er bare nøkkeltallene som defineres og ikke de andre resultatmålene under styrets beretning. Disse måltallene er derimot i stor grad tillagt en forklaring. I styrets beretning presenteres måltall som netto finanskostnader, utviklingskostnader og diverse salgsrelaterte måltall, mens nøkkeltallene som presenteres er egenkapital- og totalkapitalrentabilitet, drifts- og fortjenestemargin, egenkapitalandel og likviditetsgrad (Arendals Fossekompani årsrapport, 2014).

På samme måte som de to foregående selskapene, har også Arendals Fossekompani benyttet seg av relevante og meningsfulle benevnelser for sine alternative resultatmål. De alternative resultatmålene har ingen avstemming av vesentlige poster, men de fleste fremkommer stort sett fra regnskapet. Arendals Fossekompani er dermed et av selskapene som har en delvis avstemming av sine alternative resultatmål. I likhet med Arcus presenterer Arendals Fossekompani justerte resultatmål. Arendals Fossekompani justerer resultatet og det fremkommer tydelig hvilke poster som er benyttet i beregningen. Årsrapporten for 2015 har samme format og bruk av alternative resultatmål som fjoråret. Det eneste unntaket er at Arendals Fossekompani har gått over fra en ytelsesbasert til en innskuddsbasert pensjonsavtale i 2015. I styrets beretning fremgår det dermed også tabeller med driftsresultat justert for effekten av pensjensendringen. Foruten om denne endringen benytter Arendals Fossekompani seg av den samme presentasjonen av alternative resultatmål i 2014 og 2015. Selskapet har dermed en konsekvent anvendelse fra 2014 til 2015 (Arendals Fossekompani årsrapport, 2014, 2015).

I årsrapporten for 2016 endrer Arendals Fossekompani på hele formatet fra de tidligere rapportene. Det benyttes en tabell for presentasjonen av de alternative resultatmålene for hvert av selskapene i konsernet. På denne måten fremstilles resultatmålene på en tydeligere og mer oversiktlig måte enn tidligere. Arendals Fossekompani endrer utvalget av de alternative resultatmålene fra tidligere år. Selskapet presenterer EBITDA, EBITDA-margin, kontantstrøm fra drift, NIBD og egenkapitalandel i hver tabell i 2016. Det presenteres derimot ingen redegjørelse for endringene eller noen definisjon av de nye resultatmålene. Det fremkommer heller ingen avstemming foruten av postene som fremgår av regnskapet. Til sammen presenteres det 18 alternative resultatmål i 2016, samme antall som året før. Arendals Fossekompani har likevel ikke en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016 på grunn av endringene i utvalg av resultatmål. Selv om Arendals Fossekompani har gjort endringer i den nyeste årsrapporten, presenteres fortsatt nøkkeltallene på slutten av rapporten på samme måte som tidligere. I forhold til de tidligere rapportene, presenteres ikke justerte størrelser i 2016 (Arendals Fossekompani årsrapport, 2016).

I Arendals Fossekompani blir det gjort betydelige endringer i 2016 sammenlignet med de to foregående årsrapportene. I likhet med Arcus går Arendals Fossekompani fra å presentere resultatmålene i tekstform til å presentere dem i tabeller. Årsrapporten i 2016 får et mer oversiktlig og tydelig format enn tidligere. Arendals Fossekompani har en delvis avstemming og definering av sine alternative resultatmål. Selskapet slutter å presentere justerte størrelser etter innføringen av ESMA's retningslinjer i 2016. Arendals Fossekompani har i likhet med Aker BP og Arcus en utvikling i presentasjonen av alternative resultatmål.

#### 5.4. Borgestad ASA

Borgestad har hovedsakelig sin virksomhet innenfor to områder, industri og investering. De er dermed det andre investeringsselskapet i denne analysen. I tillegg til å være Nordens største produsent av ildfaste produkter, utgjør investering i eiendom en sentral del av selskapets virksomhet. Borgestad benytter seg av den samme presentasjonsformen for alle tre årsrapportene. Selskapet presenterer de alternative resultatmålene som nøkkeltall i en oversiktlig tabell med tre års sammenligningstall. Tabellen er detaljert og viser hvordan selskapet har beregnet de forskjellige resultatstørrelsene. På denne måten presenterer selskapet en avstemming av disse resultatmålene. Det benyttes fotnoter for å definere og forklare de alternative resultatmålene i tabellen. Borgestad presenteres også noen alternative resultatmål i

årsberetningene. Selskapet presenterer arbeidskapital og kontantstrømrelaterte måltall som både defineres, forklares og presenteres med sammenligningstall for året før. EBITDA gjentas og presenteres for selskapets segmenter. De gjentatte måltallene for EBITDA presenteres også med sammenligningstall (Borgestad årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Borgestad mangler i likhet med Arendals Fossekompani en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Det skyldes at Borgestad fjerner alternative resultatmål som er benyttet tidligere uten å forklare årsaken. I likhet med de foregående selskapene i analysen benytter Borgestad seg også av en relevant og meningsfull benevnelse for sine alternative resultatmål. Til sammen presenterer Borgestad 19 alternative resultatmål i 2014 og presenterer som flere andre selskaper i analysen egenkapitalandel, rentebærende gjeld, likviditetsgrad og netto finansielle poster. Borgestad avviker fra årsrapportene i 2014 og 2016 ved at de presenterer flere måltall for underliggende EBITDA i 2015. Avviket forklares med at selskapet har hatt engangskostnader for fornyelse av leiekontrakter på et kjøpesenter de eier. Borgestad har dermed benyttet seg av et justert måltall uten en tilfredsstillende presentasjon og avstemming. I årsrapportene for 2014 og 2016 er det i likhet med Aker BP ikke presentert noen justerte resultatmål. I 2015 rapporten fremgår også resultatmål for ordreserver og valutaeksponering, uten at det fremgår noen forklaring for denne endringen. Resultatmålet for valutaeksponering går i motsetning til ordreserver også igjen i 2016 (Borgestad årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Borgestad opprettholder en høy kvalitetsmessig presentasjon av sine alternative resultatmål. Selskapet har en oversiktlig og tydelig fremstilling av sine resultatmål. Borgestad presenterer definisjoner for sine resultatmål i hver årsrapport. I 2015 benytter Borgestad seg av en justering for engangskostnader uten tilfredsstillende oppfølging av ESMA's krav. I likhet med Arendals Fossekompani har også Borgestad en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Det er noen unntak som gjør at Borgestad ikke har en fullstendig tilfredsstillende presentasjon av sine resultatmål ifølge kravene i ESMA's retningslinjer.

## 5.5. DNB ASA

DNB er det største finanskonsernet i Norge. De leverer finansielle tjenester som lån, sparing, investering, rådgivning, eiendomsmedling, forsikring og pensjon både for privatpersoner og bedriftskunder. Som et finansielt selskap har DNB en mer utbredt bruk av alternative resultatmål enn de andre selskapene i analysen. Det er typisk for selskaper i finanssektoren å presentere mange finansielle nøkkeltall (Finanstilsynet, 2017). Til sammen

presenterer DNB 60 alternative resultatmål i hver årsrapport. Det er betydelig flere enn de andre selskapene i denne analysen. DNB presenterer i likhet med de andre selskapene nøkkeltall og alternative resultatmål på begynnelsen og slutten av årsrapportene. Det presenteres også en oversikt over måltall for privatkunder, små og mellomstore bedriftskunder og store og internasjonale bedriftskunder. DNB benytter seg av henvisninger til sidetall, slik at det er lett å finne frem til alle nøkkeltall og resultatmål. Rapportene deres har en oversiktlig og tydelig fremstilling. DNB rapporterer de samme tabellene og alternative resultatmålene hvert år og har dermed en veldig konsekvent anvendelse over tid. På grunnlag av dette skiller de seg ut fra Aker BP, Arcus og Arendals Fossekompani som har vist en utvikling i bruken av alternative resultatmål (DNB årsrapport, 2014, 2015, 2016).

De alternative resultatmålene DNB har benyttet seg av er blant annet knyttet opp mot lønnsomhet, renteanalyse, utlån, nedskrivninger, likviditet, soliditet og avkastning. DNB har som finansselskap en benyttelse av andre alternative resultatmål enn de andre selskapene i analysen. I likhet med de foregående selskapene har DNB en relevant og meningsfull benevnelse av sine alternative resultatmål. DNB presenterer de fleste måltallene med fem sammenligningsår og presenterer en avstemming av flere resultatmål i styrets årsberetning. Av selskapets alternative resultatmål er de fleste enten finansielle eller andre finansielle nøkkeltall. De fleste fremkommer direkte eller er avledet fra regnskapet. På den måten avstemmes de alternative resultatmålene. De alternative resultatmålene til DNB blir i likhet med de andre selskapene definert på slutten av årsrapportene. DNB bruker også fotnoter for å forklare bruken av de alternative resultatmålene. Utfra betegnelsene til DNB er det ingenting som tyder på at de har benyttet seg av justerte størrelser (DNB årsrapport, 2014, 2015, 2016).

DNB har en meget gjennomført og etablert praksis for presentasjonen av alternative resultatmål. Alle rapportene som er analysert er utarbeidet og fremstilt på samme måte. Det er en høy grad av kvalitet og konsekvent anvendelse av de rapporterte resultatmålene. Definisjon, forklaring, avstemming og tydelighet i presentasjon er alle faktorer til stede i DNB sine rapporter. Det observeres ingen forandringer i DNB sin presentasjon av alternative resultatmål over tid.

## 5.6. Fjord1 ASA

Fjord1 er det største ferjeselskapet i Norge og konsernet regnes som et av de største transportselskapene i landet. Fjord1 har en virksomhet som omhandler reiseliv og transport. Selskapet leverer sjøtransporttjenester for passasjerer og kjøretøy, samt cateringdrift i sin ruteproduksjon. Fjord1 presenterer sine alternative resultatmål under nøkkeltall i begynnelsen av årsrapporten, under årsregnskapet og i noter i alle tre årsrapportene. Presentasjonen er oversiktlig og tydelig, så det er enkelt å få med seg de alternative resultatmålene. Fjord1 er av de få selskapene som presenterer de samme resultatmålene for hver årsrapport. Det eneste unntaket er at det er presentert et måltall for kredittramme i 2014 som ikke går igjen senere. Selv om Fjord1 fortsatt omtaler selskapets kredittramme senere uten å presentere et måltall, vises det ikke til noen redegjørelse for endringen av alternative resultatmål. De alternative resultatmålene er presentert på samme måte i hver årsrapport (Fjord1 årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Fjord1 har i likhet med Aker BP og Arcus en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016, men ikke fra 2014 til 2015. Til sammen presenterer Fjord1 14 alternative resultatmål i 2014 og 13 i 2015 og 2016. Fjord1 har dermed presentert samme antall resultatmål som Arcus. I likhet med flere av de andre selskapene presenterer Fjord1 også resultatmålene EBITDA og egenkapitalandel. Andre alternative resultatmål som fremkommer av årsrapportene er brutto kredittrisiko, gjeldsbetalingssevne, merknadsfinansiering, driftsmargin, total- og egenkapitalrentabilitet og likviditetsgrad. Fjord1 har dermed et annet utvalg av alternative resultatmål enn flere av de andre selskapene. På samme måte som i Aker BP og DNB, fremkommer det ikke noen justerte resultatmål i Fjord1 sine årsrapporter. Av de alternative resultatmålene som presenteres er det bare måltallene i notene som defineres. Noen av de andre måltallene forklares også i en viss grad før årsregnskapet presenteres. Fjord1 er det eneste selskapet som ikke presenterer noen avstemming av sine alternative resultatmål. Ettersom Fjord1 ikke har noen presentasjon av vesentlige avstemmingsposter mangler selskapet en etterlevelse av kravet fra ESMA's retningslinjer. Sammenlignet med de foregående selskapene, presenterer også Fjord1 en relevant og meningsfull benevnelse for sine alternative resultatmål. Fjord1 har derimot ikke en like god presentasjon av sammenligningstall som de andre selskapene. Det er bare resultatmålene i notene som presenteres med sammenligningstall. Her er det også bare fjoråret som stilles opp som sammenligning (Fjord1 årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Fjord1 har i likhet med Aker BP og Arcus en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Fjord1 presenterer de samme alternative resultatmålene i hver årsrapport, med ett unntak i 2014. Fjord1 er det eneste selskapet som ikke presenterer en avstemming av sine alternative resultatmål. I motsetning til Aker BP, Arcus og Arendals Fossekompani er det ingen utvikling i Fjord1 sin rapportering. Det er også flere mangler i Fjord1 sin rapportering. Fjord1 kan i større grad presentere sammenligningstall, definisjoner og avstemming av sine resultatmål enn i dagens rapportering. Kravene burde også i større grad etterleves for andre resultatmål enn de som presenteres i notene.

### 5.7. Gyldendal ASA

Gyldendal driver sin virksomhet innen bokbransjen og har forretningsområder innen alle delbransjene i bokbransjen. Selskapet er organisert som hel- eller deleier i egne selskaper for hvert av forretningsområdene og er dermed representert i hele verdikjeden. Gyldendal arbeider med å formidle verdier innen kultur- og kunnskapsfeltet. Når det kommer til alternative resultatmål presenterer Gyldendal, på samme måte som Arcus, sine alternative resultatmål i tekstform i 2014. Gyldendal fortsetter i motsetning til Arcus å presentere de alternative resultatmålene i tekstform også i 2015 og 2016 (Gyldendal årsrapport, 2014, 2015, 2016).

I tillegg til å presentere resultatmål for konsernet, viser Gyldendal også frem EBITDA for alle selskapene i verdikjeden. De alternative resultatmålene presenteres på en uoversiktlig måte på ulike steder i årsrapportene. Gyldendal viser frem noen tabeller med sammenligningstall for tidligere år, men majoriteten av resultatmålene er presentert i tekstform. Det er ingen konkret struktur som fremhever resultatmålene, de dukker bare opp her og der. Noen av dem er forklart og noen har sammenligningstall for tidligere år. Det finnes ingen definisjon eller avstemming av vesentlige poster for de alternative resultatmålene. Gyldendal har på samme måte som flere av de andre selskapene en delvis avstemming av sine alternative resultatmål. Gyldendal er det eneste selskapet i analysen som ikke har en konsekvent anvendelse for noen av rapporteringsårene. Selskapet benytter seg av synonymer i presentasjonen av det samme resultatmålet, presenterer forskjellige prosenter for gjeldsgrad på forskjellige steder i rapporten og har en skrivefeil som gjør at EBT fremstår som EBIT. Fra årsrapporten i 2015 til 2016 endrer Gyldendal også benevnelsen av EBITDA fra driftsresultat før avskrivninger til netto driftsresultat. Det benyttes også forskjellige varianter av den nye benevnelsen. Dette skaper et forvirringsmoment i årsrapportene som burde vært unngått. Gyldendal er blant selskapene som

ikke har valgt å presentere justerte resultatmål. Gyldendal presenterer 16 resultatmål i 2014 og 17 resultatmål i 2015 og 2016. Som flere andre, presenterer Gyldendal også EDITDA, egenkapitalandel, netto rentebærende gjeld og kontantstrømrelaterte måltall. Andre resultatmål som blir presentert i årsrapportene er blant annet kassekreditt, likviditetsbeholdning, egenkapitalrentabilitet og vekst. Gyldendal er blant selskapene som har en relevant og meningsfull benevnelse av de alternative resultatmålene i alle tre årsrapportene (Gyldendal årsrapport, 2014, 2015, 2016).

I Gyldendal sitt tilfelle er kvaliteten på presentasjonen av de alternative resultatmålene lav sammenlignet med retningslinjene fra ESMA. Det observeres flere problemer med hvordan de alternative resultatmålene fremstår i rapportene til Gyldendal. Det eneste kravet fra ESMA sine retningslinjer Gyldendal kan anses for å tilfredsstillende, er en relevant og meningsfull benevnelse av sine resultatmål. I motsetning til Fjord1 har ikke Gyldendal en tydelig og oversiktlig framstilling av sine resultatmål. ESMA sine retningslinjer har ikke påvirket Gyldendals årsrapportering, da rapportene fra 2014 til 2016 har tilnærmet samme utforming og innhold.

## 5.8. Norwegian Air Shuttle ASA

Norwegian er et lavprisflyselskap med ruter over hele verden. Selskapet leverer også finansielle tjenester gjennom Bank Norwegian. Norwegian presenterer sine alternative resultatmål i en nøkkeltaloppstilling i begynnelsen av hver årsrapport. I nøkkeltaloppstillingen presenteres blant annet EBITDAR, EBITDA, EBIT, EBT og egenkapitalandel med sammenligningstall for 10 år. Norwegian har dermed en oversiktlig og tydelig presentasjon av sine alternative resultatmål. I motsetning til de fleste andre selskapene i analysen benytter Norwegian seg av mange ikke-finansielle måltall. Det omfatter blant annet måltall av antall passasjerer, fly og reiselengde som ikke regnes som alternative resultatmål. Dette gjør det mer krevende å skille ut de alternative resultatmålene. Styrets beretning er svært detaljert i rapportene til Norwegian, som gjør det vanskelig å finne de alternative resultatmålene. Styrets beretning er dermed ikke like oversiktlig og tydelig (Norwegian årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Norwegian presenterer 20 alternative resultatmål i hver av årsrapportene fra 2014 til 2016. Selskapet presenterer de samme resultatmålene og har dermed en svært konsekvent anvendelse i sine rapporter. Norwegian presenterer definisjonene av sine alternative resultatmål på slutten av årsrapportene. I tillegg forklares også flere av resultatmålene i styrets beretning. I 2016 definerer Norwegian flere resultatmål enn tidligere og endrer på noen av definisjonene. Ved at



Norwegian ikke forklarer hvorfor de endrer på definisjonene, bryter selskapet med ESMA's krav om konsekvent anvendelse (Norwegian årsrapport, 2016). Dermed har Norwegian i likhet med Arendals Fossekompani og Borgestad en konsekvent anvendelse for 2014 til 2015, men ikke for 2015 til 2016. I likhet med de andre selskapene i denne analysen benytter også Norwegian seg av en relevant og meningsfull benevnelse av sine alternative resultatmål. Norwegian er også blant selskapene som ikke bruker noen justerte størrelser. Den eneste tydelige forskjellen på Norwegians tre årsrapporter er at rapporten i 2016 presenterer betydelig flere definisjoner enn i de tidligere rapportene. I den siste årsrapporten presenterer Norwegian nemlig over dobbelt så mange definisjoner av sine alternative resultatmål (Norwegian årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Det observeres en høy grad av kvalitet og konsekvent anvendelse av Norwegians bruk av alternative resultatmål, slik det også gjøres i rapportene til DNB. På grunn av manglende forklaring av endrede definisjoner har derimot Norwegian ikke en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Norwegian benytter seg av de samme alternative resultatmålene i hver rapport og presenterer disse på en tilfredsstillende måte ifølge ESMA's krav. I sin siste rapport velger Norwegian også å definere enda flere av sine resultatmål enn tidligere. Dette er en positiv endring i Norwegians rapportering. Dette er den eneste tydelige endringen som observeres fra rapportene i tidsrommet 2014 til 2016.

## 5.9. Veidekke ASA

Veidekke er et av de største selskapene i Skandinavia innenfor sin virksomhet. Selskapet er organisert i virksomhetsområdene entreprenørskap, eiendomsutvikling og industri. Veidekke utfører alle typer oppdrag innen bygg, anlegg, vei og vedlikehold, samt produksjon av asfalt, pukk og grus. Veidekke presenterer nøkkeltall for driften i begynnelsen av hver årsrapport, mens nøkkeltall knyttet til aksjene deres presenteres på slutten. Veidekke gjør mindre endringer i formatet fra år til år. Endringene har ikke stor betydning for hvordan de alternative resultatmålene fremstilles. Formålet med endringene fremstår som et forsøk på å gjøre årsrapportene mer oversiktlige. Ved at Veidekke bruker flere tabeller i 2016 fører det til at måltallene fremstår noe tydeligere enn tidligere, selv om selskapet allerede hadde en oversiktlig fremstilling av sine måltall. I 2014 og 2015 presenteres nøkkeltallene med to års sammenligningstall. Dette økes til fem års sammenligningstall i 2016 (Veidekke årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Veidekke presenterer ikke noen definisjon av sine alternative resultatmål i noen av årsrapportene. Selskapet er derimot flinke til å forklare bruken av resultatmålene og benytter seg av fotnoter slik som Borgestad og DNB. Flere av de alternative resultatmålene som presenteres under nøkkeltall fra driften, gjentas og presenteres for de forskjellige virksomhetsområdene under selskapets årsberetning. Veidekke har en økende bruk av alternative resultatmål og presenterer henholdsvis 17, 20 og 22 resultatmål i rapportene fra 2014, 2015 og 2016. I likhet med de andre selskapene i analysen, forklarer heller ikke Veidekke årsaken til endringene av sine resultatmål. Blant de alternative resultatmålene bruker Veidekke som flere andre EBITDA, EBIT, netto rentebærende gjeld og egenkapitalandel. De benytter seg også av andre relevante måltall som ordreserver og investert kapital (Veidekke årsrapport, 2014, 2015, 2016).

I likhet med de andre selskapene i analysen, har også Veidekke en relevant og meningsfull benevnelse av sine alternative resultatmål. Selv om Veidekke gjør endringer i formatet på årsrapportene, presenterer de fortsatt sine alternative resultatmål på tilnærmet samme måte i hver årsrapport. Veidekke endrer benevnelsen av netto rentebærende posisjon fra 2014 og mangler dermed en konsekvent anvendelse fra 2014 til 2015. Selv om Veidekke ikke har noen netto rentebærende gjeld i 2016, presenterer de resultatmålet for å opprettholde en konsekvent anvendelse. I likhet med Borgestad, velger Veidekke å benytte seg av justerte størrelser i kun ett av årsregnskapene. Veidekke justerer resultatet for en engangseffekt, slik som Borgestad, bare at Veidekke justerer for en positiv engangseffekt. Det justerte resultatet presenteres i 2016 og forklares på grunnlag av en endring i tjenestepensjonslovens regler for uførepensjon i Norge. På samme måte som Borgestad mangler også Veidekke en tilstrekkelig presentasjon og avstemming av det justerte resultatet (Veidekke årsrapport, 2014, 2015, 2016).

Veidekke har en oversiktlig, tydelig og tilnærmet konsekvent anvendelse av sine alternative resultatmål. Selv om selskapet har en god kvalitet på presentasjonen av resultatmålene, har de også mangler i forhold til definisjon, avstemming og endringer av resultatmål. Selskapet kan ikke sies å ha hatt noen konkret utvikling i presentasjonen av sine resultatmål, ettersom det bare gjøres mindre endringer. I likhet med Borgestad, må også Veidekke sies å ha noen få unntak og mangler som gjør at deres presentasjon av alternative resultatmål ikke er fullstendig konsekvent og tilfredsstillende ifølge ESMA's retningslinjer.

## 5.10. XXL ASA

XXL er en ledende leverandør av sports- og fritidsutstyr i de skandinaviske landene. Selskapet har et konsept som bygger på salg av produkter i kategoriene sport, sko, utendørs aktiviteter, jakting, sykling og ski. XXL ble børsnotert i 2014 og er dermed det ferskeste selskapet på børsen i denne analysen. I sin første årsrapport fra 2014 presenterer XXL sine alternative resultatmål på en oversiktlig og tydelig måte i en tabell over nøkkeltall, samt under regnskapsdelen av styrets årsberetning. Nøkkeltallene presenteres med sammenligningstall for fjoråret. Denne fremstillingen gjentas også for 2015 rapporten. XXL benytter seg av de samme alternative resultatmålene og har en konsekvent presentasjon av disse fra 2014 til 2015. Blant resultatmålene som presenteres er EBITDA og EBIT, samt marginer for disse resultatmålene og diverse måltall for vekst. XXL benytter seg også av justert EBITDA for engangseffekter og margin av dette måltallet i både 2014 og 2015. I 2015 er derimot beregningen av måltallet satt til null og er mest sannsynlig inkludert av sammenligningsårsaker. I styrets årsberetning presenterer XXL som mange andre netto rentebærende gjeld og egenkapitalandel, samt resultatmål for kontantbeholdning, investering og finanskostnader med sammenligningstall for fjoråret. Ved bruk av fotnote under nøkkeltallene forklarer XXL at definisjoner av de alternative resultatmålene presenteres på slutten av alle årsrapportene. Dette stemmer for årsrapporten i 2014 og 2016, men årsrapporten i 2015 mangler definisjonene. Det virker som XXL hadde som hensikt å presentere definisjoner for de alternative resultatmålene, selv om definisjonene mangler i 2015 (XXL årsrapport, 2014, 2015, 2016).

I årsrapporten for 2016 endrer XXL på utvalget av sine alternative resultatmål. De slutter å presentere justert EBITDA og velger å presentere resultatmål for OPEX og CAPEX. XXL benytter seg dermed i likhet med Arendals Fossekompani ikke av justerte størrelser i 2016 etter å ha presentert justerte størrelser tidligere. Foruten om disse endringene presenteres fortsatt de alternative resultatmålene på samme måte som tidligere. Selv om det gjøres endringer i utvalget av resultatmålene i 2016, presenterer XXL 19 resultatmål i hver årsrapport. Selskapet presenterer ikke noen redegjørelse for endringer av sine alternative resultatmål, og følger dermed i samme fotspor som alle de andre selskapene i analysen. Dette fører til at XXL mangler en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. På samme måte som de andre selskapene, har også XXL en meningsfull og relevant benevnelse av sine resultatmål. XXL har ingen avstemming av vesentlige poster i noen av årsrapportene og regnes blant selskapene som har en delvis avstemming av sine resultatmål. I 2016 presenterer XXL igjen definisjoner av sine alternative resultatmål (XXL årsrapport, 2016).

XXL har en oversiktlig og tydelig presentasjon av sine resultatmål i hver årsrapport. I likhet med Arendals Fossekompani slutter XXL å presentere justerte størrelser i 2016. XXL gjør endringer i utvalget av sine resultatmål og mangler dermed en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Det observeres noen avvik i definisjon og utvalg av alternative resultatmål som gjør at XXL i likhet med Borgestad og Veidekke ikke har en fullstendig tilfredsstillende og konsekvent presentasjon av sine resultatmål ifølge ESMA's retningslinjer.

## 6. Resultat og diskusjon

I denne delen av avhandlingen drøftes resultatene fra analysen. Her presenteres kravene som diskuteres mot resultatene fra analysen. Kravene som undersøkes i denne delen er hentet fra tematilsynsrapporten. Tematilsynsrapporten er benyttet fordi den gir en kortfattet og konkret oppsummering av ESMA's retningslinjer. Rekkefølgen på kravene er endret av hensyn til disponeringen av resultatene. Kravet om fremhevelse og vektlegging av måltall er ikke benyttet ettersom dette kravet ikke er uthevet i ESMA's retningslinjer (ESMA, 2015). Avhandlingen tar også for seg muligheten for at alternative resultatmål kan manipuleres og være villedende. Av den grunn presenteres og diskuteres resultater for selskapenes utvalgte alternative resultatmål og benyttelsen av justerte størrelser. Følgende krav diskuteres i dette kapittelet:

1. «Definere de benyttede alternative resultatmålene og grunnlag for beregning, inkludert vesentlige hypoteser/forutsetninger» (Finanstilsynet, 2017: 34)
2. «Vise en avstemning av det alternative resultatmålet mot regnskapet» (Ibid)
3. «Forklare bruken av alternative resultatmål» (Ibid)
4. «Ha konsistente definisjoner og beregningsgrunnlag for alternative resultatmål over tid og gi forklaring på endringer» (Ibid)
5. «Gi sammenligningstall for tilsvarende tidligere perioder» (Ibid)
6. «Gi alternative resultatmål en relevant og meningsfull benevnelse» (Ibid)

## Utvalg av selskapenes alternative resultatmål

Selskap	År	Kontantstrøm	Justert resultat	EBT	Justert EBT	EBIT	Justert EBIT	EBIT margin	EBITDA	EBITDA margin	Justert EBITDA	Justert EBITDA margin	EBITDAX	EBITDAR	Rentebærende gjeld
Aker BP	2014	x													
	2015	x							x						x
	2016	x				x			x				x		x
Arcus	2014					x	x		x	x					
	2015	x							x		x	x			x
	2016	x							x	x	x	x			x
Arendal Fossekompagni	2014		x												
	2015		x												
	2016								x	x					x
Borgestad	2014	x				x			x						x
	2015	x				x			x		x				x
	2016	x				x			x						x
DNB	2014														
	2015														
	2016														
Fjord1	2014								x						
	2015								x						
	2016								x						
Gyldendal	2014	x		x		x			x						x
	2015	x		x		x			x						x
	2016	x		x		x			x						x
Norwegian	2014	x		x		x			x					x	x
	2015	x		x		x			x					x	x
	2016	x		x		x			x					x	x
Veidekke	2014	x							x						x
	2015	x				x			x						x
	2016	x			x	x			x						x
XXL	2014	x				x		x	x	x	x	x			x
	2015	x				x		x	x	x	x	x			x
	2016	x				x		x	x	x	x	x			x

Tabell nr. 1: Tabellen viser et utvalg av selskapenes alternative resultatmål fra 2014-2016.

I tabell 1 vises et utvalg av alternative resultatmål som selskapene presenterte i sine årsrapporter fra 2014 til 2016. Utvalget er basert på hvilke alternative resultatmål analytikere benytter seg mest av og er inspirert av resultater fra Papa, Peters & Schacht (Papa, Peters & Schacht, 2016: 21). Selskapene presenterer hovedsakelig forskjellige resultatstørrelser, blant annet varianter av EBIT og EBITDA. Tabell 1 viser at alle selskapene presenterer EBITDA utenom DNB. DNB presenterer andre alternative resultatmål enn de andre selskapene i analysen ettersom DNB er et selskap fra finanssektoren. Av selskapene som presenterer EBITDA, er Aker BP og Arendals Fossekompagni de eneste selskapene som ikke presenterer måltallet i alle årsrapportene for den utvalgte analyseperioden. Aker BP starter å presentere EBITDA og EBIT i henholdsvis 2015 og 2016, mens Arendals Fossekompagni starter å presentere EBITDA i 2016. I tillegg starter også Veidekke å presentere EBIT i 2015. Arcus slutter å presentere justert EBIT etter 2014 og presenterer i stedet justert EBITDA i 2015 og 2016. Det er altså flere selskaper som begynner å presentere versjoner av EBIT og EBITDA i 2015 og 2016. Det er også to selskaper som slutter å presentere resultatstørrelser i 2016. Arendals Fossekompagni slutter å presentere justert resultat og XXL slutter å presentere justert EBITDA i 2016. Arendals Fossekompagni erstatter imidlertid det justerte resultatet med EBITDA. Oppsummert viser tabell 1 at de fleste selskapene presenterer EBIT, samt resultatmål for kontantstrøm og rentebærende gjeld. Her finner man dermed samme resultater for norske selskaper som Hähn har gjort med

tyske selskaper. Resultatet viser at ESMA ikke har forårsaket noen reduksjon i bruken av EBIT og EBITDA (Hähn, 2018: 49). Tvert imot observeres det flere tilfeller hvor selskaper begynner å presentere EBIT og EBITDA i 2015 og 2016.

En av målsettingene til ESMA's retningslinjer var å redusere villedende informasjon. En måte for et selskap å påvirke resultatet sitt på er ved å benytte seg av alternative beregningsmetoder. Resultater fra Hähn kan antyde at selskaper leter etter alternative metoder å beregne resultatmål på ved publiseringen av strengere reguleringer (Hähn, 2018: 50). Selskapene leter etter måter å forbedre resultatene mest mulig. Dette kan selskapene gjøre ved å benytte seg av resultatstørrelser som nevnt i tabell 1. Gjennom reguleringer kan investorer få større tiltro til de alternative resultatmålene som presenteres, noe som kan utnyttes av selskapene ved nye beregningsmetoder (Hähn, 2018: 50). EBITDA er et måltall som lett kan manipuleres gjennom aggressiv regnskapsføring knyttet til erkjennelse av inntekter og kostnader, samt justeringer ved nedskrivning og avskrivninger. EBITDA kan også være et villedende estimat for beregning av likviditet og kontantstrømmer hvis man ikke tar hensyn for ulike faktorer (Stumpp, Marshella, Rowan, McCreary & Coppola, 2000: 3). Dersom selskaper ikke viser hvordan de har beregnet sine resultatstørrelser, skaper det en usikkerhet rundt presentasjonen. Selv om de fleste selskaper sannsynligvis har en riktig fremstilling av sine resultatmål, er det viktig å dokumentere beregningene for å skape en tillit til brukerne. ESMA's retningslinjer har så langt ikke klart å rette opp i disse problemene med sine retningslinjer. Tvert imot har det kommet en økning av resultatbaserte måltall etter publiseringen av retningslinjene. Problemet med EBITDA er ikke at selskapene bruker dem, men hvordan de bruker dem. Dersom selskapene hadde presentert tilfredsstillende definisjoner og avstemminger, slik ESMA's retningslinjer krever, ville muligheten for at måltallet kunne være villedende vært betydelig redusert.

Definisjon av alternative resultatmål			
Selskaper	2014	2015	2016
Aker BP	Nei	Nei	Ja
Arcus	Nei	Nei	Ja
Arendals Fossekompani	Ja	Ja	Ja
Borgestad	Ja	Ja	Ja
DNB	Ja	Ja	Ja
Fjord1	Ja	Ja	Ja
Gyldendal	Nei	Nei	Nei
Norwegian	Ja	Ja	Ja
Veidekke	Nei	Nei	Nei
XXL	Ja	Nei	Ja

*Tabell nr. 2: Tabellen viser om selskapene definerer sine alternative resultatmål i perioden 2014-2016.*

Her diskuteres kravene fra punkt 1 og 4 i innledningen. De fleste selskapene i analysen har enten definert sine alternative resultatmål i alle tre eller ingen av årene. I XXL sine årsrapporter fremstår det som om definisjoner skulle presenteres i hver rapport, men at det har skjedd en feil som har ført til at definisjonene mangler i 2015. Foruten om XXL er det to selskaper hvor det observeres en endring i definisjoner. Aker BP og Arcus mangler definisjoner av sine resultatmål i 2014 og 2015, men legger til en presentasjon av definisjoner i 2016. Norwegian har også en betydelig økning i antallet resultatmål som defineres i 2016. Det er bare Gyldendal og Veidekke som ikke presenterer definisjoner av sine resultatmål i det siste analyseåret, 2016. Etersom det er flere selskaper som definerer sine alternative resultatmål i 2016 enn tidligere, er det en tendens til at ESMA's retningslinjer har hatt en positiv påvirkning gjennom sitt krav knyttet til definisjon av alternative resultatmål.

Problemet med hvordan selskapene definerer sine alternative resultatmål er variasjonen av definisjoner mellom de forskjellige selskapene. Selskaper definerer de samme alternative resultatmål på forskjellige måter (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 23). Selskapene mangler en konsekvent anvendelse over tid, noe som gjør at sammenlignbarhet mellom selskaper ikke er

mulig (Andersson & Hellman, 2007 henvist til Doyle et al., 2003 og Bhattacharya et al., 2004). Selv om de fleste selskapene definerer sine resultatmål, er det flere som har begrensninger i definisjonene. Flere av selskapene definerer bare en andel av sine resultatmål. Som regel er det resultatmålene som presenteres i nøkkeltaloppstillingene som defineres. Arendals Fossekompani og Fjord1 mangler f.eks. definisjoner av EBITDA. Det er også variasjoner i definisjonene av selskapenes EBITDA. Aker BP presenterer EBITDA før nedskrivninger, Borgestad og XXL benytter ikke amortiseringer i sin definisjon, mens Arcus og Norwegian benytter seg av den normale definisjonen av EBITDA. Det er altså tre ulike definisjoner for EBITDA. Det observeres også forskjellige definisjoner av egenkapitalavkastning og egenkapitalrentabilitet. Dette er to resultatmål som i utgangspunktet viser den samme beregningen, men som allikevel har forskjellige benevnelser. I tillegg blir disse resultatmålene beregnet på forskjellige måter av selskapene. Alle selskapene som har definert rentebærende gjeld har gjort dette på samme måte. Borgestad, Norwegian og XXL har alle definert EBIT som driftsresultat. Det fremkommer av analysen at det er variasjon i flere selskapers definisjon av alternative resultatmål.

Et annet problem er knyttet til en konsekvent anvendelse av de enkelte selskapenes definisjoner. Norwegian har en inkonsekvent definisjon av flere av sine alternative resultatmål fra 2015 til 2016, blant annet EBIDAR. I 2016 inkluderes flere faktorer i definisjonen av det samme resultatmålet enn tidligere. Det er et problem ettersom de presenterer sammenligningstall for EBIDAR for tidligere år. Dersom disse ikke er beregnet på samme måte, vil det være et villedende resultatmål. Størrelsen på EBIDAR i 2016 er nesten 6 milliarder, mens det bare er 3,7 milliarder i 2015. Det er dermed mulig å stille et spørsmålstegn ved dette resultatmålet på grunn av den store differansen. Enten har definisjonen i tidligere årsrapporter ikke vært tilstrekkelig eller så er definisjonen endret og Norwegian må endre på beregningene for sammenligningsårene. Ettersom beregningen av sammenligningsårene i 2016 er identiske med tallene fra tidligere årsrapporter, er det antagelig det første som er tilfellet. ESMA's retningslinjer stiller krav til forklaring av slike tilfeller hvor det er gjort en endring i bruk eller definisjon av alternative resultatmål. Dersom kravet hadde vært fulgt ville det vært tydelig for brukerne hva som var riktig og hva man skulle forholde seg til. Selv om det i Norwegian sitt tilfelle ikke nødvendigvis er gitt villedende informasjon, er det et problem med forskjellige definisjoner som gjør at det åpnes opp for muligheten for manipulasjon. Denne muligheten oppstår fordi det er mangler på klare definisjoner av alternative resultatmål (Magli, Nobolo & Ogliairi, 2017: 23). Siden ESMA og IFRS presenterer definisjoner av svært få



resultatmål, blir det opp til selskapene selv å definere de alternative resultatmålene. Ettersom ESMA's retningslinjer ikke har klart å redusere bruken av resultatbaserte måltall og disse har varierende definisjoner, eksisterer fortsatt muligheten for manipulasjon i denne analysens selskaper.

Avstemming av alternative resultatmål			
Selskaper	2014	2015	2016
Aker BP	Tabell	Tabell	Tabell
Arcus	Ingen	Tabell	I vesentlige poster
Arendals Fossekompani	Tabell	Tabell	Tabell
Borgestad	Tabell	Tabell	Tabell
DNB	Tabell	Tabell	Tabell
Fjord1	Ingen	Ingen	Ingen
Gyldendal	Tabell	Tabell	Tabell
Norwegian	Tabell	Tabell	Tabell
Veidekke	Tabell	Tabell	Tabell
XXL	Tabell	Tabell	Tabell

*Tabell nr. 3: Tabellen viser hvordan selskapene avstemmer sine alternative resultatmål i perioden 2014-2016.*

I denne delen diskuteres krav nummer 2 fra innledningen av kapittelet. De aller fleste selskapene i denne analysen presenterer sin avstemming av alternative resultatmål gjennom tabellene hvor nøkkeltallene presenteres. Det er bare Arcus og Fjord1 som ikke benytter en slik form for avstemming. Fjord1 har faktisk ingen avstemming i noen av sine rapporter. Arcus viser en utvikling og går fra å mangle avstemming til å være det eneste selskapet som benytter seg av en avstemming av vesentlige poster. Som vist senere i tabell 7 er det fem forskjellige selskaper som presenterer justerte resultatmål i løpet av 2015 og 2016. Av disse er det bare Arcus som har konkretisert en avstemming av vesentlige poster for å vise selskapets beregning. Mangelen på avstemming av sentrale resultatmål viser tydelig problemene med å forklare og skape en forståelse for brukerne av de alternative resultatmålene. Selv om de fleste selskapene

presenterer avstemming i tabeller, er det flere av disse selskapene som ikke avstemmer alternative resultatmål utenom tabellene.

I selskapenes årsberetning er det generelt lavere kvalitet på de alternative resultatmålene, både når det gjelder avstemming, oversiktighet, definering og sammenlignbarhet. Ettersom selskaper ofte fremhever resultatstørrelser, blir ofte andre mindre relevante resultatmål fra blant annet drift, salg eller balanse presentert i årsberetningen. Her presenterer også selskapene andre finansielle størrelser som ikke er omfattet av prinsippene i IFRS. Slike alternative resultatmål trenger ekstra forklaring fra selskapene (Finanstilsynet, 2017: 33). Blant de andre finansielle størrelsene som blir funnet i analysen er kredittrisiko, kreditramme, ordreserver og salgsrelaterte måltall. Selv om disse måltallene har et stort forklaringsbehov, er det disse måltallene som har størst mangler. Alternative resultatmål som presenteres i årsberetningene blir sjeldent avstemt eller definert av selskapene. Det er et problem at selskapene har forskjellige prioriteringer og at det ikke opprettholdes samme kvalitet over hele linjen. I tilfellene hvor selskapene mangler avstemming, er det mange av resultatmålene som er mulig å avstemme mot regnskapet i sin helhet.

Selskapene i analysen presenterer stort sett måltall som er basert på IFRS-tall, som gjør at måltallene ofte finnes igjen i regnskapet. Når resultatmål blir presentert som en mellom- eller totalsum i regnskapet er det ikke påkrevd noen avstemming av beløpets beregning (Finanstilsynet, 2017: 35). Problemet med avstemming er at det ofte er vanskelig å identifisere avstemminger av alternative resultatmål mot regnskapet, spesielt når det gjelder justerte størrelser. Avstemming er ofte for generelt til at det er mulig å finne presis informasjon om justerte størrelser (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 23). Det observeres ingen utvikling i hvordan selskapene avstemmer sine resultatmål, med unntak av Arcus. Alternative resultatmål som ikke er beregnet på grunnlag av regnskapet blir ikke avstemt. ESMA's krav om avstemming vurderes til å ha hatt en liten effekt på selskapenes rapportering. Avhandlingen finner dermed andre resultater enn Hähn gjør for tyske selskaper. Han konkluderer med at resultater fra undersøkelsen antyder sterkt at det har vært en endring i selskapenes avstemming av alternative resultatmål (Hähn, 2018: 50-51).

Antall alternative resultatmål			
Selskaper	2014	2015	2016
Aker BP	12	7	12
Arcus	7	8	13
Arendals Fossekompani	17	18	18
Borgestad	19	22	20
DNB	60	60	60
Fjord1	14	13	13
Gyldendal	16	17	17
Norwegian	20	20	20
Veidekke	17	20	22
XXL	19	19	19

Tabell nr. 4: Tabellen viser selskaperenes antall alternative resultatmål fra 2014-2016.

Endringer i antall alternative resultatmål			
Antall resultatmål	Antall selskaper		
	Δ 2014-2015	Δ 2015-2016	Δ 2014-2016
Økt med 3 eller flere	2	2	2
Økt med 2	0	1	0
Økt med 1	3	0	3
Ingen endring	3	6	4
Redusert med 1	1	0	1
Redusert med 2 eller mindre	1	1	0

Tabell nr. 5: Tabellen viser endringer i selskaperenes antall alternative resultatmål fra 2014-2015, 2015-2016 og 2014-2016.

Her tar avhandlingen for seg kravene i punkt 3 og 4. I analysen presenterer Aker BP, DNB, Norwegian og XXL samme antall resultatmål i 2014 og 2016. Det er interessant at flest selskaper har en konsekvent benyttelse av samme antall alternative resultatmål fra 2015 til 2016. Hele seks selskaper bruker samme antall resultatmål etter retningslinjene trådte i kraft. Av selskapene i analysen er det bare DNB og Norwegian som ikke endrer på bruken av sine resultatmål. Hovedandelen av selskapene benytter seg enten av flere eller samme antall resultatmål. Fra 2014 til 2016 er det bare ett selskap som har hatt en reduksjon i sine resultatmål. Fra 2014 til 2016 har halvparten av selskapene hatt en økning på en eller flere resultatmål. Det er tre selskaper som har benyttet seg av to eller flere resultatmål fra 2015 til 2016. Det kommer også frem at det er flere selskaper som gjør endringer i sine resultatmål for hver av endringsperiodene.

Ifølge resultater fra undersøkelsen til Hähn fremkommer det at ESMA har forårsaket en reduksjon i tyske selskapers bruk av alternative resultatmål (Hähn, 2018: 49). I denne avhandlingen fremstår derimot ikke dette som tilfellet. Man kan imidlertid bemerke seg at Hähn har utført en kvantitativ studie. En kvalitativ og kvantitativ undersøkelse belyser forskjellige sider. Metodevalget kan gi ulikt resultat. Det kan være ulike grunner til at vi kommer frem til forskjellige resultater. Det kan være metodevalg, forskjeller mellom landene eller at Tyskland er medlem av EU og Norge er med i EØS-avtalen. Det er mulig at denne avhandlingen hadde kommet frem til andre resultater dersom det hadde vært en kvantitativ studie.

Ved endringer i bruk av alternative resultatmål stiller ESMA krav til en begrunnet redegjørelse for slike endringer. Det er flere selskaper som presenterer en generell forklaring på hvorfor de benytter seg av alternative resultatmål. Ifølge Finanstilsynet er ikke dette tilstrekkelig. Ved forklaring og begrunnelse av bruk av alternative resultatmål er det i henhold til ESMA's retningslinjer ikke nok med en generell forklaring. Det skal presenteres en detaljert redegjørelse av selskapenes resultatmål for at brukerne skal forstå deres relevans og pålitelighet (Finanstilsynet, 2017: 34). Et mønster som går igjen i flere av selskapenes årsrapporter er at ved små endringer følges ikke ESMA's krav opp på samme måte som med alternative resultatmål som går igjen hvert år. Dersom selskapene kun benytter seg av resultatmål i en av årsrapportene er det svært ofte mangler knyttet til definering, forklaring, avstemming og presentasjonen av sammenligningstall for disse resultatmålene. Et eksempel er Borgestad og Veidekke som justerer sine resultater for engangseffekter i en av årsrapportene uten å følge kravene til ESMA. Problemet med endringer i selskapenes rapportering er at ingen av selskapene i denne analysen velger å følge ESMA's krav om å forklare endringer i detalj. Selv

om flere av selskapene endrer utvalget av alternative resultatmål, er det ingen som forklarer hvorfor disse endringene finner sted og hva som gjør de nye resultatmålene mer relevante for selskapets virksomhet. Det er også flere mangler ved endringene, da flere av disse resultatmålene ikke defineres eller avstemmes mot regnskapet. Det virker som om selskapene er selektive i bruken av ESMA's retningslinjer. Magli, Nobolo & Ogliari tror at grunnen til at selskaper ikke velger å forklare hvorfor de bruker og endrer på enkelte resultatmål, er at de skal ha muligheten til å gjøre endringer hvis resultatmålene ikke reflekterer bedre verdier enn regnskapet (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 23).

Selv om selskapene har presentert samme antall resultatmål fra år til år, betyr det ikke at de har presentert de samme resultatmålene hvert år. Det er derfor nødvendig å se på om selskapene har en konsekvent anvendelse av alternative resultatmål over tid. Dersom et selskap fjerner et alternativt resultatmål fra et år til et annet, skal selskapet forklare årsaken til at måltallet ikke lenger anses som relevant (Finanstilsynet, 2017: 37). Når et selskap legger til flere alternative resultatmål, skal man følge kravet om å forklare bruken av nye resultatmål. Ved benyttelsen av flere resultatmål, skal det legges ved en relevant forklaring på hvorfor selskapet bruker resultatmålet (Finanstilsynet, 2017: 34). Dersom et selskap presenterer de samme alternative resultatmålene som tidligere, med samme definisjon og beregning, i tillegg til å øke antallet resultatmål, vurderer jeg dette som en konsekvent anvendelse. Avhandlingen vil nå ta for seg kravet i punkt 4.

Konsekvent anvendelse av alternative resultatmål		
Selskaper	2014-2015	2015-2016
Aker BP	Nei	Ja
Arcus	Nei	Ja
Arendals Fossekompani	Ja	Nei
Borgestad	Ja	Nei
DNB	Ja	Ja
Fjord1	Nei	Ja
Gyldendal	Nei	Nei
Norwegian	Ja	Nei
Veidekke	Nei	Ja
XXL	Ja	Nei

*Tabell nr. 6: Tabellen viser om selskapene har en konsekvent anvendelse av sine alternative resultatmål over tid fra 2014-2015 og 2015-2016.*

I denne analysen er det bare ett selskap som har en konsekvent anvendelse av alternative resultatmål over hele analyseperioden. DNB er selskapet som oppfyller kravet om konsekvent anvendelse. I motsetning er Gyldendal det eneste selskapet som ikke har en konsekvent anvendelse for noen av rapporteringsårene. De andre selskapene har en konsekvent anvendelse i en av periodene. Av disse selskapene er det både fire selskaper som har en konsekvent anvendelse fra 2014 til 2015 og fra 2015 til 2016. For hver periode er det til sammen fem selskaper som har en konsekvent anvendelse.

Selv om det var seks selskaper som hadde et konsekvent antall resultatmål fra 2015 til 2016, har ikke de samme seks selskapene en konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Av ulike grunner har ikke Arendals Fossekompani, Gyldendal, Norwegian og XXL en konsekvent anvendelse selv om de presenterer samme antall resultatmål. Dette fremhever variasjonen i selskaperenes presentasjon av alternative resultatmål. Selv om flere har en etablert praksis for presentasjon av alternative resultatmål, blir det hos mange gjort endringer fra år til år som gjør at selskapene ikke har en konsekvent anvendelse. Ofte er mangelen på konsekvent anvendelse knyttet til utelatelsen av alternative resultatmål uten en forklaring av årsaken. Selv om

hovedoppstillingen av nøkkeltallene ofte er uendret, blir det gjort andre mindre endringer som ikke følger kravene til ESMA. Selskapenes endringer kan også vurderes som etterlevelse av ESMA krav, slik det er i tilfellet til Aker BP, Arcus og Norwegian. Disse selskapene gjør endringer for å bedre bruken av alternative resultatmål på bekostning av en konsekvent anvendelse. Et «nei» i tabell 6 kan både vurderes som positivt og negativt. Det blir dermed vanskelig å se etter mønstre i selskapenes konsekvente anvendelse.

Den store variasjonen i konsekvent anvendelse hos selskapene kan skyldes flere ulike årsaker. Det kan være endringer på bakgrunn av retningslinjene eller fjerning av mindre relevante eller dårlige resultatmål. Norwegian endrer på definisjonen av flere av sine alternative resultatmål fra 2015 til 2016. Ved å følge kravet om å forbedre sine definisjoner, bryter selskapet kravet om konsekvent anvendelse. Resultatene av konsekvent anvendelse over tid kan ikke ses på svart og hvitt. Disse resultatene må vurderes i forhold til de enkelte selskapene for å få en forståelse av selskapenes rapportering. Aker BP og Arcus har gjort flere endringer og er de selskapene som har vist den tydeligste utviklingen i forhold til ESMA's krav. Ved å benytte seg av mer relevante resultatmål og gjøre endringer i rapporteringen får selskapene en mangel på konsekvent anvendelse fra 2014 til 2015. Arendals Fossekompani og XXL gjør større endringer i utvalget av alternative resultatmål fra 2015 til 2016 og mangler dermed en konsekvent anvendelse for disse årene. Borgestad og Fjord1 fjerner resultatmål fra tidligere rapporter og mangler dermed en konsekvent anvendelse. Veidekke endrer på benevnelsen av netto rentebærende posisjon uten å forklare endringen, noe som fører til deres mangel på konsekvent anvendelse. Gyldendal har også en inkonsekvent og varierende benevnelse av sine resultatmål. Det er dermed flere grunner til selskapenes mangel på konsekvent anvendelse.

På bakgrunn av resultatene er det vanskelig å spesifisere en konkret konklusjon med hensyn til ESMA's krav. Det kommer derimot tydelig frem at selskapene ikke rapporterer på en konsekvent måte over tid og dermed mangler sammenligningsgrunnlag, noe som også er vist i andre avhandlinger (Andersson & Hellman, 2007 henvist til Doyle et al., 2003 og Bhattacharya et al., 2004). En av bekymringene knyttet til bruken av alternative resultatmål som ESMA har fokusert på, er mangelen på sammenligningsgrunnlag i et selskaps rapportering over tid og mellom forskjellige selskaper. Norske selskapers rapportering oppfyller foreløpig ikke alle ESMA's krav. ESMA har med sine retningslinjer ennå ikke klart å oppnå sine målsettinger på dette området. Dette kan skyldes at retningslinjene ikke inneholder definisjoner og krav som er spesifisert godt nok. Magli, Nobolo & Ogliari mener at kvalitative retningslinjer hverken kan garantere sammenlignbarhet eller åpenhet av alternative resultatmål (Magli, Nobolo & Ogliari,

2017: 23). Det kan stilles et spørsmålstegn ved om ESMA's retningslinjer kan ha en sterkere påvirkning på selskapenes rapportering de kommende årene. Det er mulig at kravene må revideres, bli strengere eller håndheves i større grad for at ESMA skal klare å oppnå sine ønskede målsettinger. Det blir selvfølgelig også opp til selskapene å ta sin del av ansvaret.

Presentasjon av justerte resultatmål			
Selskaper	2014	2015	2016
Aker BP	Nei	Nei	Nei
Arcus	Ja	Ja	Ja
Arendals Fossekompagni	Ja	Ja	Nei
Borgestad	Nei	Ja	Nei
DNB	Nei	Nei	Nei
Fjord1	Nei	Nei	Nei
Gyldendal	Nei	Nei	Nei
Norwegian	Nei	Nei	Nei
Veidekke	Nei	Nei	Ja
XXL	Ja	Ja	Nei

*Tabell nr. 7: Tabellen viser om selskapene presenterer justerte resultatmål i perioden 2014-2016.*

Som vist i tabell 7 er det fem, altså halvparten, av selskapene som presenterer justerte resultatmål i løpet av analyseperioden. Av disse er det kun Arcus som gjør dette konsekvent gjennom hele analysen. Bare to av selskapene i analysen presenterer justerte resultatmål i 2016. Det er dermed tre selskaper som har presentert justerte resultatmål i løpet av 2014 og 2015 som ikke lenger presenterer justerte størrelser i 2016. Resultatene fra analysen tyder dermed på at færre selskaper benytter seg av justerte resultatmål etter at ESMA's retningslinjer offisielt ble tatt i bruk. Det er en svært positiv tendens som kan tyde på at ESMA har oppnådd en av målsettingene med sine retningslinjer.



Av de justerte størrelsene til selskapene er de fleste høyere enn resultatmålet justeringen er basert på. Blant selskapene med positive justeringer er Arcus som har justert EBITDA for engangseffekter i 2015 og 2016 med en differanse på henholdsvis 16,6 og 44,8 millioner. Arendals Fossekompani justerer sitt totalresultat for omregningsdifferanser, verdiendringer ved salg, minoritetsinteresser og andre inntekter og kostnader. I 2015 hadde selskapet en differanse på 553 millioner, mens differansen var på 261 millioner i 2014. Borgestad justerer sin EBITDA for en positiv engangseffekt på 9,7 millioner, mens Veidekke justerer for en positiv engangseffekt etter pensjonsendring på 108 millioner. I denne analysen er det også to selskaper som presenterer negative justeringer. I 2014 justerte Arcus for negative engangseffekter på til sammen 5,8 millioner, mens XXL justerte for negative engangseffekter på 36 millioner i 2014. I 2015 presenterer XXL også tilsvarende benevnelser for justering av engangseffekter som i 2014, men selskapet hadde ingen engangseffekter i 2015. Selskapet har dermed en nøytral justering i 2015 for å opprettholde en konsekvent anvendelse.

Ved bruk av justering er det ingen av selskapene som har snudd et underskudd til et overskudd. Det er derimot flere som har pyntet betraktelig på resultatene sine. Arendals Fossekompani har den største justeringen ved økningen av resultatet på 553 millioner i 2015. Problemet med justering av engangseffekter er at det ikke finnes noen regulering som definerer hva som regnes som engangskostnader. Det er dermed opp til selskapene selv å beskrive en slik definisjon (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 22). Når vi tenker på engangskostnader er dette kostnader som finner sted en gang. Selskaper har derimot en svært utbredt og variert bruk av engangskostnader. Svært få av kostnadene selskapene anser som engangskostnader er bare forekommet en gang (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 22). Ifølge resultater fra undersøkelsene til Hähn virker det ikke som retningslinjene til ESMA har hatt noen påvirkning på ekskluderinger av kostnader. Selskaper har derimot hatt en økende ekskludering av kostnader fra inntjeningen i sine rapporter (Hähn, 2018: 51). Selskaper rapporterer også en stadig større andel av kostnader som engangskostnader. Endringen i rapporteringen til selskaper har ført til en økende differanse mellom presentasjonen av regnskapstall og alternative resultatmål (Bradshaw & Sloan, 2002: 64). Det er en tendens til lignende resultater i min analyse.

Både Arcus og Arendals Fossekompani har betydelige økninger i sine justerte resultater. Tendensen til at færre selskaper presenterer justerte størrelser i 2016 fremstår dermed som svært bra med tanke på målsettingene til ESMA. I motsetning til denne avhandlingens resultater viser undersøkelsen av tyske selskaper en reduksjon av positivt justerte måltall (Hähn 2018: 50). Det er så klart også mulig at utviklingen er tilfeldig på grunn av variasjoner, f.eks.

konjunktursvingninger. Det har derimot lenge vært en stadig økende differanse mellom regnskapstall, alternative resultatmål og justerte størrelser. En publisering av Morgan Stanley viser P/E estimater av månedlig avkastning siden 1985 (Papa, Peters & Schacht, 2016: 26). Tabellen viser at differansen mellom estimater på regnskapstall, alternative resultatmål og justerte måltall bare blir større og større etter år 2000. Justerte resultatmål har høyere avkastning enn alternative resultatmål som igjen har en betydelig høyere avkastning enn resultater fra regnskapet. Studien viser at alternative resultatmål har en bedre prediktiv verdi enn alternativene. Selv om de alternative resultatmålene er noe optimistiske, er de hovedsakelig basert på IFRS tall. Det er dermed vanskelig å vurdere dem som villedende (Papa, Peters & Schacht, 2016: 25).

Flere av selskapene har med årene fått en tydeligere og mer oversiktlig fremstilling av sine alternative resultatmål. Det er flere selskaper som presenterer sine resultatmål i tabeller enn tidligere. Mange av resultatmålene som presenteres i årsberetningene blir flyttet over i tabeller. Dette gjøres i årsrapportene til både Arcus, Arendals Fossekompani og Veidekke. I tillegg virker det også som flere selskaper endrer på formatet i rapportene for å fremstille resultatmålene på en tydeligere måte. Dette er en enkel måte for selskapene å følge ESMA's retningslinjer. Årsrapportene blir mer brukervennlige uten at det går utover hvordan selskapene ønsker å presentere alternative resultatmål. Endringene er bare visuelle og har ingen effekt på beregningen av resultatmålene. Slik viser selskapene at de følger ESMA's retningslinjer uten at det går utover deres egne interesser.

Her ser avhandlingen på kravene i punkt 5 og 6. Et krav selskapene følger tilfredsstillende er presentasjonen av sammenligningstall. Samtlige selskaper i analysen presenterer sammenligningstall for sine alternative resultatmål. Når de alternative resultatmålene presenteres utenfor nøkkeltaloppstillinger er kravet om presentasjonen av sammenligningstall i enkelte tilfeller ikke tilfredsstillende. Antallet sammenligningsår som blir presentert varierer fra 2 til 10 år.

En annen fellesnevner for selskapene i analysen er benyttelsen av en relevant og meningsfull benevnelse. Selskapenes benevnelser fremstår ikke som optimistiske og ligner ikke på størrelser som er definert i IFRS. Dette gjelder for alle selskapene i hvert år av analysen. Før SECs publisering av Regulation G i 2003 var det problemer med relevante benevnelser av resultatmål i USA. Dette bedret seg betydelig etter publiseringen til SEC (Gary Entwistle, Glenn Feltham & Chima Mbagwu, 2006). Det er mange år siden SEC begynte å regulere og

overvåke alternative resultatmål i USA. De amerikanske selskapene har dermed fått tid og mulighet til å få en mer etablert praksis for bruk av alternative resultatmål.

De siste årene har det vært en økende globalisering. Flere selskaper vokser seg store og får en spredt virksomhet rundt omkring i verden. Dette fører til at selskapene må følge internasjonale regelverk. I utarbeidelsen av regelverket i IFRS og retningslinjene til ESMA har europeisk regulering vært påvirket av amerikanske regnskapsregler og regulering (Bernhoft, Kvifte & Tofteland, 2011: 236; Hähn, 2018: 51). Det er dermed ikke utenkelig at rapporteringen til selskapene i Europa kan være påvirket av praksisen i USA. At kravene til ESMA om sammenligningstall og meningsfulle benevnelser blir fulgt på en tilfredsstillende måte kan dermed skyldes av den enkle grunnen at selskapene har opparbeidet seg en god praksis for presentasjon av alternative resultatmål.

## 7. Konklusjon

Resultatene fra analysen viser at det er variasjon i graden av etterlevelse av ESMA's retningslinjer. Enkelte selskaper virker ikke å ha blitt påvirket av de nye retningslinjene, mens andre tydelig har latt seg påvirke. Hovedandelen av selskapene har i en grad konsekvent praksis, mens kvaliteten på presentasjonene varierer. Flere av selskapene i analysen har allerede en etablert praksis for presentasjon av alternative resultatmål før publiseringen av ESMA's retningslinjer. Denne praksisen er også på mange måter tilfredsstillende for flere av kravene som fremkommer i ESMA's retningslinjer, spesielt kravene om sammenligningstall, oversiktighet og relevant og meningsfull benevnelse. For selskapene med etablert praksis er det derimot vanlig at det blir gjort små endringer som ikke følger kravene til ESMA's retningslinjer. Endringer i utvalg av resultatmål, spontane presentasjoner av justerte størrelser og mangel på forklaringer, avstemming og definisjoner er blant endringene som ikke tilfredsstiller kravene til ESMA.

Ifølge resultatene er det lite endringer å spore i årsrapportene til Fjord1 og Gyldendal. Begge selskapene vurderes å ha flere mangler knyttet til ESMA's retningslinjer. Dette er selskaper som har en sakte utvikling i sin bruk av alternative resultatmål og kan sannsynligvis trenge tid på å tilpasse seg de nye retningslinjene. Andre selskaper som Borgestad, Veidekke og XXL gjør flere mindre endringer, men har fortsatt en vei å gå for å tilfredsstille ESMA's retningslinjer. Selskapene som har en etablert konsekvent praksis av høy kvalitet for hele analyseperioden er DNB og Norwegian. DNB har som eneste finansselskapet i analysen, en

svært høy kvalitet på sin presentasjon av alternative resultatmål. Norwegian har et positivt unntak hvor de gjør en forbedring av sine definisjoner. Endringen fører til at selskapet bryter kravene om forklaring og konsekvent anvendelse fra 2015 til 2016. Endringer kan dermed vurderes både som positive og negative. De største endringene i bruk av alternative resultatmål kommer fra Aker BP, Arcus og Arendals Fossekompani. Disse tre har tydelige endringer både i bruk og presentasjon av alternative resultatmål. De gjør endringer som forbedrer presentasjonen med tanke på krav om oversiktighet og tydelighet, definering, avstemming og justerte resultatmål. Flere av endringene kommer også i 2016 etter ESMA's retningslinjer offisielt trådte i kraft.

Avhandlingens resultater viser tendenser som tyder på at retningslinjene til ESMA har hatt en viss grad av påvirkning på selskapenes bruk av alternative resultatmål. I likhet med Hähn finner jeg tendenser som tyder på at ESMA har oppnådd noen av målsettingene sine (Hähn, 2018: 49). Endringer i selskapenes rapportering viser tendenser til oppfølging av ESMA's krav om oversiktighet, definering og presentasjon av sammenligningstall. I tillegg benytter færre selskaper seg av justerte størrelser. Det er hovedsakelig kravene om definisjon og justerte resultatmål hvor det observeres tendenser til positive endringer på grunn av krav fra ESMA's retningslinjer. Resultatene samsvarer delvis med tematilsynsrapporten og den rapporterte økningen i planlagt etterlevelse av kravene til ESMA (Finanstilsynet, 2017: 28). Flere selskaper definerer sine resultatmål og Arcus avstemmer vesentlige poster. Alle selskapene presenterer også sammenligningstall.

Det er flere viktige krav fra retningslinjene som samtlige selskaper har unngått. Det er ingen selskaper i analysen som forklarer endringer av sine resultatmål. Kravet er viktig for at brukerne skal forstå relevansen og årsaken til at alternative resultatmål benyttes. Graden av definering av alternative resultatmål er bedret etter retningslinjene ble publisert. Sammenlignbarheten av definisjonene mellom selskapene er derimot ikke tilfredsstillende, ettersom det benyttes ulike definisjoner av samme måltall. De fleste selskapene presenterer sin avstemming av resultatmålene i tabeller. Fjord1 er det eneste selskapet som ikke viser til noen avstemming, mens Arcus er alene om å presentere en avstemming av vesentlige poster. Alternative resultatmål som presenteres utenfor tabellene blir ikke avstemt på samme måte. Her kommer avstemmingen av resultatmålene frem på en utydelig måte, i tillegg til at det er mangler knyttet til avstemmingen av disse resultatmålene. Jeg finner dermed lignende resultater for norske selskaper som er funnet for italienske selskaper. Selskapene i analysen benytter seg av forskjellige definisjoner, mangler forklaringer ved bruk og endringer og i enkelte tilfeller er

avstemmingene uklare (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 24). ESMA's retningslinjer har heller ikke hatt noen påvirkning på bruk av resultatbaserte måltall som EBIT og EBITDA og versjoner av disse. Tvert imot er det faktisk flere selskaper som presenterer slike resultatmål i 2015 og 2016. Dette er et problem det vil være viktig for ESMA å ta tak i for å forbedre forståelsen og påliteligheten til selskapenes alternative resultatmål i fremtiden.

Presentasjonen av alternative resultatmål har hos flere av selskapene manglende oppfølging av ESMA's retningslinjer. ESMA presenterer en rekke nye krav for hvordan alternative resultatmål skal presenteres, noe som burde ført til en signifikant endring (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 23). Det vil være nødvendig å se på utviklingen de kommende årene for å undersøke om selskapene gradvis tar til seg kravene fra retningslinjene. Det er en forsinket etterlevelse av ESMA's retningslinjer som gjør at det ikke er mulig å vurdere den totale effekten av endringene ennå (Magli, Nobolo & Ogliari, 2017: 24). Det har i denne avhandlingen blitt observert positive endringer i presentasjonen av alternative resultatmål, men ikke i så stor grad som det burde vært forventet. Det vil være nødvendig med ytterligere forskning på området for å fastslå om ESMA's retningslinjer får en ytterligere og den ønskede påvirkning på selskapers presentasjon av alternative resultatmål i årene som kommer. Det blir også interessant å se om tematilsynsrapporten fra 2017 påvirker rapporteringen til norske selskaper i fremtiden.

## 8. Litteraturliste

- Albring, S. M., Cabán-García, M. T. & Reck, J. L. (2010). The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. *Review of Accounting and Finance*, 9(3), 264-284. doi: 10.1108/14757701011068066.
- Andersson, P. & Hellman, N. (2007). Does pro forma reporting bias analyst forecasts? *The European Accounting Review*, 16(2), 277–298. doi: 10.1080/09638180701390966.
- Bernhoft, A. C., Kvifte, S. S. & Tofteland, A. (2011). *Finansregnskap – god regnskapsskikk og IFRS*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E. & Larson, C. R. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 285-319. doi: 10.1016/j.jacceco.2003.06.001.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E. & Mergenthaler, R. D. (2007). Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review*, 82(3), 581–620. doi: 10.2308/accr.2007.82.3.581.
- Black, D. E. & Christensen, T. E. (2009). US Managers' Use of 'Pro Forma' Adjustments to Meet Strategic Earnings Targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 297-326. doi:10.1111/j.1468-5957.2009.02128.x.
- Bradshaw, M. T. & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41-66. doi: 10.1111/1475-679X.00038.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D. & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252. doi: 10.1111/j.1475–679X.2004.00136.x.

- Cahan, S. F., Emanuel, D. & Venter, E. R. (2014). The Value Relevance of Mandatory Non- GAAP Earnings. *Abacus*, 50(1), 1-24. doi:10.1111/abac.12020.
- Committee of European Securities Regulator (CESR). (2005, oktober). *CESR Recommendation on Alternative Performance Measures*. Hentet fra [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05\\_178b.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_178b.pdf), lastet ned 07.04.18.
- Deloitte. (2018, 12. juni). *Hva er IFRS?* Hentet fra <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/articles/hva-er-ifrs.html>, lastet ned 12.06.2018.
- Doyle, J. T., Jennings, J. N. & Soliman M. T. (2013). Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 40-56. doi: 10.1016/j.jacceco.2013.03.002.
- Doyle, J. T., Lundholm, R. & Soliman, M. T. (2003). The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies*, 8(2), 145-174. doi: 10.1023/A:1024472210359.
- Entwistle, G. M., Feltham, G. D. & Mbagwu, C. (2006). Misleading Disclosure of Pro Forma Earnings: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics*, 69(4), 355-372. doi: 10.1007/s10551-006-9095-4.
- Entwistle, G. M., Feltham, G. D. & Mbagwu, C. (2010). The Value Relevance of Alternative Earnings Measures: A Comparison of Pro Forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(2), 261-288. doi:10.1177/0148558X1002500205.
- Ernst og Young (EY). (2017, 6. desember). *Alternative resultatmål – ny veiledning fra 3. juli*. Hentet fra <http://www.ey.com/no/no/services/assurance/act-ey-regnskapsnyheter-juni2016-alternative-resultatmal>, lastet ned 06.12.2017.

- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). (2009, mai). *The Needs of Users of Financial Information. A User Survey*. Hentet fra <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FPAInE%2520Paper%2520-%2520The%2520Needs%2520of%2520Users%2520of%2520Financial%2520Information%2520-%2520May%25202009.pdf>, lastet ned 07.04.18.
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2015, 5. oktober). *ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures*. Hentet fra <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>, lastet ned 04.12.2017.
- European Securities and Markets Authority (ESMA). (2018, 7. april). *Who We Are*. Hentet fra <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>, lastet ned 07.04.18.
- Finanstilsynet. (2017, 17. oktober). *Tematilsyn om alternative resultatmål*. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/feba848927be4ee0ac7789a7e14d0c73/tematilsyn-om-alternative-resultatmal-2017.pdf>, lastet ned 07.12.2017.
- Guillamon-Saorin, E., Isidro, H. & Marques, A. (2017). Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 448-479. doi: 10.1111/jbfa.12238.
- Hähn, F. (2018). *The Disclosure of Alternative Performance Measures at the German Capital Market*. (Bachelorgradsavhandling, Hochschule Rhein-Waal: University of Applied Sciences). Hentet fra <https://opus4.kobv.de/opus4-rhein-waal/frontdoor/index/index/docId/211>, lastet ned 04.05.18.
- Heflin, F. & Hsu, C. (2008). The impact of the SEC's regulation of non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2), 349-365. doi: 10.1016/j.jacceco.2008.07.002.
- Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1996). *Metodevalg og metodebruk*. Otta: TANO A.S.



- Holthausen, R. W. (2009). Accounting standards, financial reporting outcomes, and enforcement. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 447–458. doi: 10.1111/j.1475–679X.2009.00330.x.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2002, 19. mai). *Cautionary Statement Regarding Non-GAAP Results Measures*. Hentet fra <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS4.pdf>, lastet ned 07.04.18.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2016, juni). *Statement on Non-GAAP Financial Measures*. Hentet fra <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>, lastet ned 07.04.18.
- Isidro, H. & Marques, A. (2015). The Role of Institutional and Economic Factors in the Strategic Use of Non-GAAP Disclosures to Beat Earnings Benchmarks. *European Accounting Review*, 24(1), 1-33. doi: 10.1080/09638180.2014.894928.
- Jennings, R. & Marques, A. (2011). The Joint Effects of Corporate Governance and Regulation on the Disclosure of Manager-Adjusted Non-GAAP Earnings in the US. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(3-4), 364-394. doi: 10.1111/j.1468-5957.2011.02238.x.
- KPMG. (2017, 20. juni). *Alternative resultatmål*. Hentet fra <https://home.kpmg.com/no/nb/home/nyheter-og-innsikt/2016/11/alternative-resultatmaal.html>, lastet ned 08.12.2017.
- Landsman, W. R., Miller, B. L. & Yeh, S. (2007). Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3-4), 650-675. doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02033.x.
- Lougee, B. & Marquardt, C. (2004). Earnings Informatives and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings. *The Accounting Review*, 79(3), 769-795. doi: 10.2308/accr.2004.79.3.769.

- Magli, F., Nobolo, A. & Ogliari, M. (2017). Alternative Performance Measures and ESMA Guidelines: Improving Stakeholders' Communication. *International Journal of Business and Management*, 12, 15-28. doi:10.5539/ijbm.v12n12p15.
- Miller, J. (2009). Opportunistic Disclosures of Earnings Forecasts and Non-GAAP Earnings Measures. *Journal of Business Ethics*, 89(1), 3-10. doi: 10.1007/s10551-008-9903-0.
- Papa, V. T., Peters, S. J. & Schacht, K. (2016). Investor Uses, Expectations, and Concerns on Non-GAAP Financial Measures. *Codes, Standards, and Position Papers*, 11, 1-94. doi: 10.2469/ccb.v2016.n11.1.
- Parrino, R. J. (2016). New compliance guidance by SEC staff signals increased scrutiny of non-GAAP financial measures. *Journal of Investment Compliance*, 17(4), 23-33. doi: 10.1108/JOIC-09-2016-0038.
- Price, R. (2016, 4. april). *The importance of Alternative Performance Measures (APMs) disclosures*. Hentet fra <https://www.addison-group.net/blog/blog-posts/the-importance-of-alternative-performance-measures-disclosures/>, lastet ned 20.11.2017.
- PwC Global. (2017, 19. desember). *Corporate performance: what do investors want to know?* Hentet fra <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/investor-view/investor-survey-edition.html>, lastet ned 19.12.2017.

### Årsrapporter:

- Aker BP ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.akerbp.com/wp-content/uploads/2015/03/DETNOR-Årsrapport-2014.pdf>
- Aker BP ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra [https://www.akerbp.com/wp-content/uploads/2016/03/PERT\\_0181\\_Aarsrapport\\_2015\\_norsk\\_web.pdf](https://www.akerbp.com/wp-content/uploads/2016/03/PERT_0181_Aarsrapport_2015_norsk_web.pdf)

- Aker BP ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.akerbp.com/wp-content/uploads/2017/03/AKERBP-Årsrapport-2016.pdf>
- Arcus ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.arcus.no/investor/rapporter-og-presentasjoner/årsrapporter>
- Arcus ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.arcus.no/investor/rapporter-og-presentasjoner/årsrapporter>
- Arcus ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.arcus.no/investor/rapporter-og-presentasjoner/årsrapporter>
- Arendals Fossekompani ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.arendalsfoss.no/wp-content/uploads/2013/09/Aarsrapport-2014-AFK.pdf>
- Arendals Fossekompani ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.arendalsfoss.no/wp-content/uploads/2016/04/AFK---rsrapport-2015.pdf>
- Arendals Fossekompani ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.arendalsfoss.no/wp-content/uploads/2017/05/AFK-Årsrapport-2016-web.pdf>
- Borgestad ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <http://borgestad.no/wp-content/uploads/2016/09/arsrapport-2014.pdf>
- Borgestad ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <http://borgestad.no/wp-content/uploads/2016/09/aarsrapport-2015-BOR.pdf>
- Borgestad ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <http://borgestad.no/wp-content/uploads/2017/03/BOR-årsrapport-2016.pdf>
- DNB ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/om-oss/resultater/2014/konsern-aarsrapport-dnb-2014.pdf>

- DNB ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2015/konsern-aarsrapport-dnb-2015.pdf>
- DNB ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/om-oss/resultater/2016/konsern-aarsrapport-dnb-2016.pdf>
- Fjord1 ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Mottatt som pdf fil på mail fra Fjord1 ASA.
- Fjord1 ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Mottatt som pdf fil på mail fra Fjord1 ASA.
- Fjord1 ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.fjord1.no/Investor-Relations/Finansiell-info/Rapportar>
- Gyldendal ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra [http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport\\_2014\\_gyldendal\\_asa.pdf](http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport_2014_gyldendal_asa.pdf)
- Gyldendal ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra [http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/1\\_arsrapport\\_gyldendal\\_asa\\_2015.pdf](http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/1_arsrapport_gyldendal_asa_2015.pdf)
- Gyldendal ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra [http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport\\_gyldendal\\_asa\\_2016.pdf](http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport_gyldendal_asa_2016.pdf)
- Norwegian Air Shuttle ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2014-interactive.pdf>

- Norwegian Air Shuttle ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2015-interactive.pdf>
- Norwegian Air Shuttle ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2016-interactive.pdf>
- Veidekke ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <http://veidekke.com/no/borsmeldinger/article15389.ece/binary/Aarsrapport%202014>
- Veidekke ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <http://veidekke.com/no/borsmeldinger/article21574.ece/binary/Aarsrapport%202015>
- Veidekke ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <http://veidekke.com/no/borsmeldinger/article24681.ece/binary/Aarsrapport%202016>
- XXL ASA. (2014). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-report-2014.pdf>
- XXL ASA. (2015). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-20151.pdf>
- XXL ASA. (2016). *Årsrapport 2016*. Hentet fra <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2015/04/XXL-ASA-Annual-Report-2016.pdf>