



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
Avdelningen för redovisning och finansiering
FE6000RF Kandidatuppsats, 10 p

Marknadsvärdering av tillgångar

- blir redovisningen mer användbar för aktieinvesteraren?



HT 2003

Handledare: Jan Marton

Eva Maria Jernsand	67
Lina Johnsson	78

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Redovisning och finansiering, Kandidatuppsats HT 2003

Författare: Eva Maria Jernsand och Lina Johnsson

Handledare: Jan Marton

Titel: Marknadsvärdering av tillgångar ur en aktieinvesterares perspektiv – en studie av sambandet mellan resultat och aktiepris i förvaltningsfastighetsbranschen

Bakgrund: Senast 2005 ska alla företag inom EU som är noterade på en reglerad marknad utarbeta sin koncernredovisning i enlighet med en enda uppsättning redovisningsstandarder, de s k International Accounting Standards (IAS). Reglerna har sitt ursprung i den anglosaxiska traditionen som har ett aktieinvesterarperspektiv. Enligt IASB bör företag i största möjliga mån marknadsvärdera sina tillgångar inom områden där ett objektivet värde är möjligt att fastställa. De menar att förvaltningsfastigheter är en sådan tillgång. Idag redovisas förvaltningsfastigheter med bokfört värde.

Problem och syfte: Uppsatsen avser att undersöka om det är bättre för en aktieinvesterare att företagen redovisar verkligt värde än bokfört värde i balansräkningen. Syftet är att genom att studera hur resultatet korrelerar med aktiepriset, beroende på om anskaffnings- respektive marknadsvärde på förvaltningsfastigheter används, avgöra om det är bättre för en aktieinvesterare att företagen redovisar verkligt värde i balansräkningen.

Metod: En kvantitativ studie har genomförts på börsnoterade svenska förvaltningsfastighetsföretag för perioden 1996-2002. Vi har för datainsamlingen använt oss av företagens årsredovisningar samt databaserna AffärsData och Six Trust. På dessa data har korrelation och regression beräknats. Tre olika resultatnivåer har använts: rörelseresultat, resultat före skatt samt resultat efter skatt. För uppskattning av tillgångarnas marknadsvärde har taxeringsvärde multiplicerat med 1,33 använts.

Resultat: Vår studie visar att bokfört värde korrelerar bättre med aktiepriset än marknadsvärde. Av studien drar vi slutsatsen att det är bättre att företagen, ur en aktieinvesterares perspektiv, redovisar bokfört värde än marknadsvärde i balansräkningen. Denna slutsats står i motsats till ett av motiven för införandet av IAS i Sverige, d v s att marknadsvärdering av tillgångar skulle vara bättre för aktieinvesterare.

Förslag till fortsatt forskning: Det skulle vara intressant att utföra en liknande studie efter 2005 då IAS 40 har trätt i kraft och se om korrelationen då ser annorlunda ut för de företag som väljer att ta upp förvaltningsfastigheterna i balansräkningen och de som lägger dem i not. I stället för en kvantitativ studie som vi här har genomfört skulle det även vara av intresse att undersöka de kvalitativa egenskaperna som investerare tar hänsyn till vid beslut om att köpa, sälja eller behålla aktier i ett företag.

Nyckelord: IAS 40, förvaltningsfastigheter, marknadsvärdering

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING	2
1.1	BAKGRUND	2
1.2	PROBLEM OCH SYFTE	3
1.2.1	<i>Problemdiskussion</i>	3
1.2.2	<i>Problemformulering</i>	3
1.2.3	<i>Syfte</i>	3
1.3	DEFINITIONER	4
2	METOD	5
2.1	VAL AV UNDERSÖKNINGSMETOD	5
2.2	KVANTITATIVA OCH KVALITATIVA UNDERSÖKNINGAR	5
2.3	SEKUNDÄR- OCH PRIMÄRDATA	6
2.4	URVAL	6
2.4.1	<i>Överlevnadsbias</i>	7
2.5	DATABEHANDLING	7
2.5.1	<i>Extremvärden</i>	8
2.5.2	<i>Regressionsanalys</i>	9
2.5.3	<i>Bortfall</i>	9
2.6	AVGRÄNSNINGAR	9
2.7	VALIDITET OCH RELIABILITET	10
2.8	GENERALISERBARHET	10
2.9	KÄLLKRITIK	11
3	REFERENSRAM	12
3.1	ANVÄNDARNA	12
3.2	IAS/IFRS	12
3.3	TEORIN OM DEN EFFEKTIVA MARKNADEN	13
3.4	VÄRDERING AV TILLGÅNGAR	13
3.5	REDOVISNINGENS KVALITATIVA EGENSKAPER	14
3.5.1	<i>Relevans</i>	14
3.5.2	<i>Tillförlitlighet</i>	15
3.5.3	<i>Validitet</i>	15
3.5.4	<i>Jämförbarhet</i>	15
3.6	REDOVISNINGSPRINCIPER OCH TILLGÅNGSVÄRDERING	16
3.6.1	<i>Fortlevnadsprincipen</i>	16
3.6.2	<i>Försiktighetsprincipen</i>	17
3.6.3	<i>Matchningsprincipen</i>	17
3.6.4	<i>Realisationsprincipen</i>	17
3.6.5	<i>Objektivitetsprincipen</i>	18
4	EMPIRI	19
4.1	FÖRETAGEN	19
4.2	JÄMFÖRELSE AKTIEAVKASTNING/AVKASTNING EGET KAPITAL 1996-2002	19
4.2.1	<i>Aktieavkastning per företag och år</i>	19
4.2.2	<i>Avkastning på eget kapital vid användning av bokfört värde</i>	19
4.2.3	<i>Samband mellan aktieavkastning/avkastning eget kapital vid bokfört värde</i>	20
4.2.4	<i>Avkastning på eget kapital vid användning av marknadsvärde</i>	21
4.2.5	<i>Samband mellan aktieavkastning/avkastning eget kapital vid marknadsvärde</i>	21
4.3	ÅRLIG JÄMFÖRELSE	22
4.3.1	<i>Genomsnittlig årlig avkastning</i>	22
4.3.2	<i>Genomsnittlig aktieavkastning/avkastning på eget kapital (resultat före skatt)</i>	22
4.4	JÄMFÖRELSE AKTIEAVKASTNING/AVKASTNING EGET KAPITAL 1997-2002	23
4.5	REGRESSIONSANALYS	24
4.5.1	<i>Aktieavkastning/avkastning på eget kapital</i>	24
5	ANALYS OCH DISKUSSION	26

5.1	JÄMFÖRELSE AKTIEAVKASTNING/AVKASTNING EGET KAPITAL.....	26
5.2	REGRESSION	26
5.3	DISKUSSION KRING MARKNADSVÄRDERING.....	27
5.4	VÅR STUDIE: EN ANNAN BILD AV MARKNADSVÄRDERING I PRAKTIKEN	28
6	SLUTSATS.....	30
6.1	FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	30

KÄLLOR

BILAGOR

Bilaga 1: Insamlade data och beräkningar

Bilaga 2: Diagram aktieavkastning/avkastning på eget kapital vid bokfört värde

Bilaga 3: Diagram aktieavkastning/avkastning på eget kapital vid marknadsvärde

1 INLEDNING

1.1 Bakgrund

Sverige är präglad av den kontinentala redovisningstraditionen som omfattas av bl a Tyskland och Frankrike. Den kontinentala traditionen baseras på nedskrivna lagar, och kan därmed sägas vara legalistisk. Den pågående internationaliseringen har gjort att det har skett en övergång från den kontinentala mot den anglosaxiska redovisningstraditionen. Den anglosaxiska traditionen omfattar bl a Storbritannien och USA och baserades ursprungligen på sedvanerätt och prejudikat. Numera är den anglosaxiska traditionen mer detaljerad än den kontinentala i sina rekommendationer. Den största skillnaden mellan de båda traditionerna ligger i till vem man i huvudsak vänder sig med redovisningen. Den kontinentala traditionen har en skattemässig grund, medan den anglosaxiska har ett aktieinvesterarperspektiv.¹

Det sker en anpassning på redovisningsområdet inom EU till IAS-regelverket, som ges ut av IASB *International Accounting Standards Board*. Förändringen innebär att alla företag inom EU som är noterade på en reglerad marknad senast 2005 ska utarbeta sin koncernredovisning i enlighet med en enda uppsättning redovisningsstandarder, de s k *International Accounting Standards*.²

Enligt IASB bör företag i största möjliga mån marknadsvärdera sina tillgångar inom de områden där ett objektivi värde är möjligt att fastställa. Detta kan vara svårt att genomföra eftersom en tillgångs värde i många fall då måste grundas på bedömningar. För förvaltningsfastigheter och finansiella instrument finns dock, till skillnad från många andra tillgångar, ett relativt enkelt sätt att få fram det verkliga värdet eftersom det finns en aktiv andrahandsmarknad. För dessa båda områden har IASB därför bestämt att börsnoterade företag ska redovisa sina tillgångar till marknadsvärde enligt IAS 39 *Financial Instruments* och IAS 40 *Investment Property*. Företagen måste alltså uppge marknadsvärde, men de får välja om de vill ta upp marknadsvärdet på tillgången i balansräkningen eller bara ange i not.³

Vi har valt att undersöka svenska företags redovisning av förvaltningsfastigheter. Det svenska redovisningsrådet har i RR 24 *Förvaltningsfastigheter* till största del antagit IAS 40. Rekommendationen infördes i Sverige för räkenskapsår som påbörjades den 1 januari 2003 eller senare. Ett av undantagen är dock att verkligt värde på fastigheterna först fr o m 1 januari 2005 får tas upp i balansräkningen. Tills dess finns det en skyldighet för företag att lämna upplysning om verkligt värde på förvaltningsfastigheter.

¹ Smith, D, 2000

² RR 24

³ RR 24

1.2 Problem och syfte

1.2.1 Problemdiskussion

Marknadsvärdering står i fokus vid införandet av IAS-regelverket. Detta gäller som nämnts tidigare på de områden där det är möjligt att fastställa ett objektivt värde. När verkligt värde används ska detta ge en mer rättvisande bild, och redovisningen uppnå en högre grad av relevans och tillförlitlighet, som är de primära egenskaperna på redovisningens utformning. En rättvisande bild gör redovisningen användbar för beslut.

Ett av de beslut som intressenter tar är aktieinvesterarens beslut om att köpa, behålla eller sälja ett företags aktier. En professionell aktieinvesterare vill ha så mycket tillförlitlig information om företaget som möjligt. För fastigheter finns denna information sedan flera år tillbaka i form av taxeringsvärde i årsredovisningen. Ett ungefärligt marknadsvärde kan därmed räknas fram. Tillgängligheten är dock inte så stor som den vore om det verkliga värdet fanns i balansräkningen.

Bakgrunden till vår undersökning ligger i vår fundering om marknadsvärdering över huvud taget är bättre än bokfört värde baserat på anskaffningsvärde, d v s att förhållandet mellan resultatet och aktiekursen skulle få ett annorlunda utseende om marknadsvärdering tillämpades. Denna breda frågeställning anser vi delvis kunna få svar på genom att undersöka förvaltningsfastighetsbranschen, där ett uppskattat värde i form av taxeringsvärde tvingats anges sedan flera år tillbaka. Sedan den 1 januari 2003 måste även verkligt värde anges i årsredovisningen som en not. Tidigare tillämpning har uppmuntrats.

Vi vill se om det går att urskilja om aktiepriset bättre kommer att spegla resultatet då marknadsvärde på förvaltningsfastigheter tas upp i balansräkningen, vilket ger effekt även på resultaträkningen. Om det visar sig att resultatet vid marknadsvärdering bättre korrelerar med aktiepriset, d v s att resultatet speglas bättre, antar vi att det är bättre att verkligt värde redovisas och därmed ger effekt på företagets vinst. Om resultatet speglas sämre är det bättre för en aktieinvesterare att företagen redovisar bokfört värde.

1.2.2 Problemformulering

Ökar användbarheten för aktieinvesteraren genom att företagen redovisar verkligt värde än bokfört värde i balansräkningen?

1.2.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är således

att genom att studera hur resultatet korrelerar med aktiepriset, beroende på om anskaffnings- respektive marknadsvärdet på förvaltningsfastigheter används, avgöra om redovisningens användbarhet för en aktieinvesterare ökar då företagen redovisar verkligt värde i balansräkningen.

1.3 Definitioner

Anskaffningsvärde = ”det belopp som betalats för en tillgång vid anskaffningen eller det verkliga värdet av vad som erlagts på annat sätt vid anskaffningen.”⁴

Förvaltningsfastigheter = fastigheter som innehas av ägaren/leasetagaren i syfte att generera hyresinkomster och/eller värdestegring. Företagets syfte är således inte att inneha fastigheten för användning i företagets löpande verksamhet eller i försäljning i den löpande verksamheten.⁵

IASB = (International Accounting Standards Board), tidigare IASC, verkar genom internationella rekommendationer och på annat sätt för en internationellt enhetlig redovisningspraxis.⁶

IAS = (International Accounting Standards), internationella redovisningsstandarder.⁷

IFRS = (International Financial Reporting Standards) nya internationella redovisningsstandarder.⁸

Korrelation = Bivariat korrelation mäter sambandet mellan två variabler, men det är möjligt att ta med flera variabler och då få samband mellan alla par av variabler. Korrelationsanalysen ger en koefficient, r , som kan anta värden mellan -1 och +1. Ett samband är negativt (r antar negativt värde), då ökning av den ena variabeln åtföljs av minskning av den andra variabeln. Ett samband är positivt (r antar positivt värde), då ökning av den ena variabeln åtföljs av ökning av den andra variabeln. Avsaknad av samband ($r = 0$) innebär att de två variablerna är helt oberoende av varandra.⁹

Redovisat värde = det värde som en tillgång redovisas till i balansräkningen, d v s anskaffningsvärde minus avskrivningar med justering för eventuella upp- eller nedskrivningar.¹⁰

Verkligt värde = ”det belopp till vilken en tillgång eller en skuld skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.”¹¹

⁴ RR 24, punkt 4

⁵ RR 24, punkt 4

⁶ FAR: Vägledning – om årsredovisning i aktiebolag

⁷ FAR: Vägledning – om årsredovisning i aktiebolag

⁸ FAR: Vägledning – om årsredovisning i aktiebolag

⁹ <http://www.handels.gu.se/stat/software/spsshelp/b131.htm> 2003-12-21

¹⁰ RR 24, punkt 4

¹¹ RR 24, punkt 4

2 METOD

För att få svar på om det vid bedömning om aktieinvestering för användaren är bättre med marknadsvärdering av tillgångar har vi valt att undersöka förvaltningsfastighetsbranschen i Sverige. På grund av att IASB anser att det finns en väl fungerande andrahandsmarknad inom denna bransch är det möjligt att marknadsvärdera tillgångar. Detta är anledningen till att vi valt att undersöka företag med förvaltningsfastigheter som sitt största verksamhetsområde.

Med hjälp av analys av kvantitativa data ska vi försöka klarlägga hur aktiekursens förändring för förvaltningsfastighetsföretag korrelerar med förändringen i samma företags resultat. Därefter ämnar vi jämföra detta med hur denna korrelation ser ut om företagen istället använder sig av marknadsvärderingar av sina fastigheter. Då ökas/minskas tillgångarna med det värde som skiljer marknadsvärdet från anskaffningsvärdet med avdrag för avskrivning och eventuell ned- eller uppskrivning.

Vi antar att det värde, dvs bokfört värde eller marknadsvärde, som korrelerar bäst med aktieavkastningen är det värde som är bäst för aktieinvesteraren och därför är det som bör redovisas i balansräkningen och därmed påverka resultatet. Vi antar därmed att aktieinvesteraren ser bakom redovisningen och på så sätt har all tillgänglig information till hands.

Vår undersökning bygger på att jämföra bokfört resultat med ett uppskattat resultat med hänsyn till marknadsvärdering av förvaltningsfastigheter. Idag finns en skyldighet att i årsredovisningen lämna uppgifter om förvaltningsfastighetens verkliga värde. RR 24 trädde i kraft den 1 januari 2003 men vi tror att de flesta fastighetsbolag redan föregående år valt att redovisa enligt dessa principer eftersom det är vad som har rekommenderats av redovisningsrådet.

2.1 Val av undersökningsmetod

Den undersökningsmetod som används beror på undersökningens syfte. En beskrivande undersökning har ett kartläggande syfte, medan en explorativ undersökning har ett syfte att utforska förhållanden eller fenomen som är mindre kända eller kanske helt okända.¹²

Vår undersökning beskriver hur korrelationen mellan redovisat resultat och aktiekurs ser ut, jämfört med om övervärdet på förvaltningsfastigheter läggs på resultatet. Den beskrivande delen ligger i detta empiriska avsnitt. Därefter jämför vi kurvorna för att se vilken av dessa som har starkast korrelation med aktiekursen, och analyserar utifrån teori och empiri hur förhållandena dem emellan ser ut. Detta blir den explorativa delen.

2.2 Kvantitativa och kvalitativa undersökningar

En kvalitativ undersökning baserar sina slutsatser på icke-kvantifierbar data som attityder, värderingar och föreställningar. Kvantitativa undersökningar baserar sina slutsatser på data

¹² Andersen, Ib, 1998

som kan kvantifieras, dvs det insamlade materialet uttrycks i sifferform och analyseras också kvantitativt.¹³

I vår undersökning använder vi oss av de siffror som finns i årsredovisningar och i databasen Six Trust. Dessa visas kvantitativt i form av diagram och tabeller. Ur dessa data baseras våra slutsatser och vi genomför därmed en kvantitativ undersökning.

2.3 Sekundär- och primärdata

Primärdata är en förstahandskälla som samlas in för ett specifikt syfte och inte finns tillgänglig sedan tidigare.¹⁴ Sekundärdata utgörs av redan insamlad och publicerad information som tidigare använts i annat syfte.¹⁵

Vi använder oss av sekundärdata i form av information från de börsnoterade fastighetsbolagens årsredovisningar. Ur dessa tar vi fram taxerings- och marknadsvärde på fastigheterna. I vissa fall har vi varit tvungna att kontakta företagen för att få uppgifter som saknats i årsredovisningarna. Aktiekurser, aktieavkastning, antal aktier och redovisade resultat har vi hämtat från databasen Six Trust, vilken även den bygger på sekundärdata från årsredovisningar och Stockholmsbörsen.

2.4 Urval

De företag som vi behöver för vår undersökning är börsnoterade förvaltningsfastighetsbolag i Sverige, dvs företag vars huvudverksamhet är att hyra ut och/eller inneha fastigheter för värdestegring.

I Affärdatas databas för företagsfakta sökte vi SNI-koder som har med fastighetsförvaltning att göra. Branschkod 70 *Fastighetsverksamhet* har 10 underkoder. Av dessa har vi valt de som har med förvaltning av fastigheter att göra:

70201	Uthyrning och förvaltning av egna bostäder
70202	Uthyrning och förvaltning av industrilokaler
70203	Uthyrning och förvaltning av egna, andra lokaler
70209	Övrig fastighetsförvaltning
70329	Övrig fastighetsförvaltning på uppdrag

Underkoderna 70209 och 70329 hade inga företag som stämde in på våra kriterier. Urvalet utgjordes således av underkoderna 70201, 70202 och 70203.

Av de företag som fanns inom varje kategori valde vi de som var publika. Sedan jämförde vi dessa med Affärdatas börslista för att se om de var noterade på Stockholmsbörsen. På Stockholmsbörsens hemsida kontrollerade vi vilka företag som börsen klassificerar som förvaltningsfastigheter (real estate). Därefter gick vi tillbaka till Affärdatas företagsfaktabas för att kontrollera om företaget i sin bolagsordning angivit fastighetsförvaltning som sin huvudsakliga verksamhet.

¹³ Lundahl, U & Skärvad P-H, 1992

¹⁴ Dahmström, K, 2000

¹⁵ Wiedersheim-Paul, F & Eriksson, L T, 2001

Vi hittade 13 börsnoterade förvaltningsfastighetsbolag och behövde därför inte göra något ytterligare urval. Däremot föll ett företag bort på grund av att de endast har bedrivit verksamhet sedan 2002. Vårt totala urval blev därför 12 företag.

2.4.1 Överlevnadsbias

De företag som avnoterats under vår undersökningsperiod är inte med i vårt urval. Det finns därför en risk att de företag som är med i undersökningen har en speciell karaktär som inte är 100 % representativ för branschen.

Anledningen till att avnoterade företag har hamnat utanför undersökningen är att uppgifter om dessa är svåra att hitta. På Stockholmsbörsens hemsida finns information om vilka de avnoterade företagen är men inte branschtillhörighet. Det är då svårt att vara säker på att rätt urval görs.

Ytterligare problem som uppstod var att hitta anledningen till avnoteringen för de företag som avnoterats under perioden 1996-1999. Humlegården avnoterades till exempel 1999 utan att det fanns någon kommentar till varför. I Affärsdatas företagsfaktabas finns ett tiotal företag med Humlegården i namnet. Vilket av dessa som avnoteringen gällde var svårt att hitta.

För avnoterade företag under perioden 2000-2002 uppstod också problem. Columna Förvaltnings AB bedriver ingen verksamhet enligt Affärsdata. Ingen SNI-kod har därför angetts i databasen. Branschtillhörighet var därmed svår att avgöra. Evidentia AB avnoterades år 2000 då de blev uppköpta av ett företag som inte bedriver fastighetsförvaltning. I Affärsdata finns ingen SNI-kod angiven, varför ingen branschtillhörighet kunde fastställas. Diös AB köptes år 2000 upp av AP Fastigheter AB. Eftersom ingen verksamhet bedrivs i det uppköpta företaget finns ingen SNI-kod angiven.

Förvaltnings AB Balder köptes upp av Drott AB år 2000 och Norrporten AB köptes upp samma år av NS Holding AB. De här företagen kunde ha varit med i vårt urval, men på grund av att vi beställde årsredovisningarna först den 19 december hann vi inte få dem i tid. Åtta observationer föll därför bort (1996-1999), men vi tror inte att detta är avgörande för undersökningens utfall.

2.5 Databehandling

I databasen Six Trust hämtades tre olika resultat för respektive företag: rörelseresultat, resultat före skatt och resultat efter skatt. För att få fram vinst per aktie för varje resultat hämtades dessutom uppgift om antal aktier per företag och år. Vinsten per aktie dividerades sedan med aktiekursen vid periodens början och adderades med 1, dvs enligt formeln:

$$\frac{\text{Vinst per aktie}_t}{\text{Aktiekurs}_{t-1}} + 1$$

Resultatet av beräkningen blev t ex 1,07, som motsvarar en avkastning på 7 % på eget kapital. Denna avkastning ville vi jämföra med aktiens avkastning under samma period, som kan beräknas med hjälp av formeln:

$$\frac{\text{Aktiekurs}_t - \text{Aktiekurs}_{t-1} + \text{Utdelning}_t}{\text{Aktiekurs}_{t-1}}$$

Ovanstående formel behövde vi dock inte använda oss av, eftersom det i Six Trust finns aktieavkastning per år att hämta i form av indextal. För att få fram en jämförbar aktieavkastning bestämde vi en indexstartpunkt (100) vid tidpunkten t-1, t ex 951231. Vid tidpunkten t, 961231, var motsvarande index t ex 121,3. Vår avkastning för år 1996 blev då 1,213, d v s 21,3 %. Därefter bestämde vi index vid 961231 till 100 för att få fram ett index vid tidpunkten 971231 o s v.

Varje företags årliga avkastning på eget kapital vid de tre olika valda resultatnivåerna beräknades i Excel. Denna jämfördes med aktieavkastning per år, dels i diagramform och dels med hjälp av korrelation.

Därefter hämtade vi ur årsredovisningarna taxeringsvärden och, då det fanns tillgängligt, marknadsvärde för alla företagens förvaltningsfastigheter. Eftersom marknadsvärde i många fall inte uppgetts, särskilt i början av undersökningsperioden, valde vi att istället använda oss av taxeringsvärden som utgångspunkt för marknadsvärdering. Marknadsvärdet beräknades utifrån taxeringsvärdet multiplicerat med 1,33 för att få ett så objektivt värde som möjligt. Enligt Klas Olsson, handläggare på Skattemyndigheten i Göteborg, räknar man med att taxeringsvärdet motsvarar ca 75% av marknadsvärdet vid bestämning av de riktvärden som skall gälla för ett visst värdeområde.¹⁶

Det utgående marknadsvärdet subtraherades med det ingående värdet för att få fram värdetförändringen under året. Hela förändringen lades på rörelseresultatet för respektive år och företag. Resultatet per aktie förändrades därmed, och en ny korrelation mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital kunde beräknas. Motsvarande beräkning gjordes sedan för resultat före skatt. Resultat efter skatt minskades med skatteeffekten av värdeökningen. Nya diagram och korrelationer beräknades och jämfördes sedan med den korrelation vi fått fram vid bokförda värden på förvaltningsfastigheterna.

2.5.1 Extremvärden

Värden som inte kan sägas vara representativa för urvalet och därför påverka korrelationen i negativ riktning kan kallas extremvärden (outliers).¹⁷ Dessa värden kan behöva uteslutas för att få ett mera tillförlitligt resultat. Vi upptäckte att 1996 års observationer kunde betraktas som extremvärden eftersom de observationer som gjordes för året alla avvek kraftigt från övriga observationers relation till aktieavkastningskurvan. Därför valde vi att redovisa både perioden 1996-2002 och perioden 1997-2002 i studien.

¹⁶ E-post med Klas Olsson, Skattemyndigheten 2003-11-19. Frågan löd: Kan taxeringsvärdet sägas motsvara marknadsvärdet på en förvaltningsfastighet?

¹⁷ Dahmström, K, 2000

2.5.2 Regressionsanalys

Ett annat sätt att undersöka sambandet mellan i vårt fall aktieavkastning och avkastning på eget kapital är genom regressionsanalys. Här kan vi också få fram hur stor sannolikheten är att utfallet av vår undersökning överensstämmer med verkligheten. Analysen utfördes i SPSS. Resultatet av regressionsanalysen sammanfattar det linjära sambandet. De mått som används är betavärde, R^2 -värde, f-värde och signifikansen av F. Innebörden av värdena beskrivs närmre i empiriavsnittet.

2.5.3 Bortfall

Vår population består av 12 företag. Varje företag kan ha maximalt 7 observationer. På grund av olika anledningar saknas uppgifter från en del företag vissa år, vilket gör att vissa observationer faller bort.

Wallenstam har inte uppgett taxeringsvärde för 1995, vilket gör att observationen för 1996 bortfaller.

Tornet börsintroducerades 1996. Vi hade därför inget ingående värde på aktieavkastningen för 1996. De undersökta åren blir därför 1997-2002.

Castellum börsintroducerades 1997, vilket betyder att vi inte fått ingående värde på aktieavkastningen för 1997. De undersökta åren blir därför 1998-2002.

Drott och Mandamus börsnoterades först 1998,. De undersökta åren blir därför 1999-2002 för dessa företag. Ett företag Kungsleden, börsintroducerades 1999, men har dock lämnat uppgift om ingående taxeringsvärde. Även här kunde vi alltså använda oss av åren 1999-2002.

Wihlborgs och FastPartner har före 1998 resp 1999 inte uppgett taxeringsvärde på sina fastigheter trots att detta krävs enligt Årsredovisningslagen. Vi har kontaktat Olle Knaust på Wihlborgs vid ett flertal tillfällen angående detta men vi har bara fått till svar att det före 1998 inte publicerades taxeringsvärden. FastPartner har trots våra upprepade försök att få tag på taxeringsvärde valt att inte svara på vår fråga via e-post.

Övriga företag, som varit börsnoterade och lämnat uppgifter för samtliga år under vår undersökningsperiod (1996-2002), har därför fått större utrymme eftersom fler observationer har gjorts. Det totala antalet observationer som ingår i studien är 63 st.

2.6 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till tidsperioden 1996-2002. Den första halvan av 1990-talet påverkades av speciella omständigheter som försämrar jämförbarheten med de följande åren.¹⁸

¹⁸ www.scb.se 2003-05-19

I en aktieinvesterares beslut om att köpa, behålla eller sälja en aktie spelar många andra faktorer in än den information som kan hittas i årsredovisningar. I undersökningen utgår vi även från att en investerare har tillgång till annat publicerat material. Vi är även medvetna om att det finns andra anledningar till investerares beslut. Detta har vi dock inte möjlighet att ta hänsyn till i denna studie som enbart är baserad på kvantitativa data.

2.7 Validitet och reliabilitet

Med validitet avses att vi mäter det vi avser att mäta. Vi har dels använt oss av SNI-kod, d v s den verksamhet som företagen själva anser sig bedriva. Vi har också använt oss av Stockholmsbörsens branschindelning, där indelningen baseras på bolagets huvudsakliga verksamhet, definierad efter hur merparten av intäkterna genereras. Stockholmsbörsens indelning gör att klassificeringen är efterfråge- eller marknadsorienterad. Med denna dubbla kontroll anser vi att vi har fått ett urval som överensstämmer med de företag vi avser att hämta information från. Vi har dessutom kontrollerat att företagen i bolagsordningen angivit fastighetsförvaltning som huvudsaklig verksamhet.

En viss snedfördelning i antalet observationer per företag kan ge en missvisande bild på mätresultatet. Ett företag som t ex har stor avvikelse mellan rörelseresultat och resultat före skatt kan därmed påverka mätresultatet på ett negativt sätt om detta företag har fler observationer än andra. Detta motverkas genom att vi i diagrammen har lagt varje företags årliga observationer i följd, så att avvikelser kan urskiljas.

Vid framtagning av data upptäckte vi ofta en stor skillnad mellan taxeringsvärde och företagets internt/externt bedömda marknadsvärde. Denna skillnad var större än de 33% som vi lagt till på taxeringsvärdet för att få fram marknadsvärde. Skattemyndighetens riktvärden som gäller vid fastighetsbeskattning kan därför anses vara lågt uppskattade. Det kan t ex bero på att företagen själva uppger ett för lågt värde och att detta inte kontrolleras av skattemyndigheten. En höjning av vårt pålägg på taxeringsvärdet för att få fram marknadsvärde skulle dock inte påverka korrelationen mellan aktieavkastningskurvan och avkastningskurvan på eget kapital.

Med reliabilitet avses att resultatet ska vara tillförlitligt, d v s att det saknas slumpmässiga fel och att samma resultat skulle uppnås om en annan person genomförde samma undersökning. Vid användning av en kvantitativ metod är därför reliabiliteten näst intill 100 %.

2.8 Generaliserbarhet

Generaliserbarhet innebär hur säkra vi kan vara på att det som vi finner i primärstudierna kan sägas gälla för en hel population av personer, grupper, miljöer, procedurer, betingelser, processer etc¹⁹.

I vår undersökning innebär generaliserbarheten hur väl vi kan applicera resultatet av vår studie på andra företag och på andra typer av tillgångar för vilka ett objektiskt värde kan fastställas. En kvantitativ studie gör det möjligt att mäta generaliserbarheten i numeriska

¹⁹ Backman, J, 1998

termer. Vi kan få en siffra på hur stor sannolikheten är att utfallet på den mätning vi gör stämmer överens med verkligheten. Detta görs med hjälp av regressionsanalys.

2.9 Källkritik

För att möta *samtidskravet*²⁰, d v s att bedöma informationens aktualitet för undersökningens syfte, har vi försökt använda så aktuell information som möjligt.

*Tendenskritiken*²¹ innebär att skärskåda vilken vinkling som författaren har haft och att försöka bedöma om uppgiftslämnaren har några egna intressen i den lämnade informationen. Årsredovisningarnas uppgiftslämnare är företagen själva. Vi har använt oss av det taxeringsvärde som angetts i årsredovisningen. Taxeringsvärdena är utsatta för viss bedömning, både från skattemyndighetens och från företagets sida. När vi räknat upp taxeringsvärdena med 33 % för att få fram ett marknadsvärde, förutsätter vi att taxeringsvärdet är 75 % av marknadsvärdet. Detta gäller enligt skattemyndigheten när man bestämmer de riktvärden som skall gälla för ett visst värdeområde²². Vi anser dock att möjligheten att påverka uppgifterna om taxeringsvärden på fastigheterna är marginell.

*Beroendekritiken*²³ innebär att granska vilka källor som har använts för att producera rapporten. Det kräver att man kontrollerar att författarna inte är beroende av varandra, exempelvis hämtat sin information från samma källa. I vårt empiriska material har databasen Six Trust använt sig av årsredovisningarna, d v s den källa som företagen själva författat. I vårt studie spelar detta ingen roll eftersom det är den faktiska årsredovisningens effekt på användarna som granskas, inte årsredovisningens tillförlitlighet.

²⁰ Wiedersheim-Paul, F & Eriksson, L T, 2001

²¹ Wiedersheim-Paul, F & Eriksson, L T, 2001

²² Klas Olsson, Skattemyndigheten Göteborg, 2003-11-19

²³ Wiedersheim-Paul, F & Eriksson, L T, 2001

3 REFERENSRAM

3.1 Användarna

Syftet med den externa redovisningen är att förmedla information om företaget till dess externa intressenter. Ägarna har en särställning bland intressenterna eftersom dessa inte har en kontraktsbunden ersättning utan får av den del som blir över av vinsten i företaget när de andra intressenterna fått sin del (t ex långgivare, kunder, anställda samt stat och kommun). Olika intressenter kräver olika typer av information från företaget och olika individer inom dessa olika grupper har förmodligen också olika informationsbehov.²⁴

Ur ägarnas perspektiv finns det två syften med redovisningen. Det ena är att bedöma hur företagsledningen sköter företaget och om detta sker på ett tillfredsställande sätt eller inte. Det andra syftet är att informationen ska användas för beslut om att köpa, behålla eller sälja aktier i företaget.²⁵ Det är det sistnämnda syftet som behandlas i denna uppsats och som således fokus kommer att ligga på i detta avsnitt.

3.2 IAS/IFRS

Den ökande globaliseringen och utvecklandet av den europeiska unionen har påverkat redovisningen. Företagen blir alltmer internationaliserade och så även kapitalmarknaden, som investerar i företagens aktier. Detta har ökat efterfrågan på internationella redovisningsstandarder för att göra redovisningen jämförbar företag emellan. Den ökade konkurrensen mellan kapitalmarknader anser företagen vara den avgörande faktorn till att det finns ett intresse av internationella standarder för redovisning.²⁶

International Accounting Standards Committee (IASC) bildades år 1973 genom en överenskommelse mellan revisororganisationerna i ett tiotal industrialiserade länder. År 1999 ombildades organisationen till IASB, International Accounting Standards Board. IASB:s högsta beslutande organ är styrelsen och dess uppgift är att fatta beslut om standarder. IASB ska som en oberoende part arbeta för den privata sektorn och se till att företags externa finansiella rapporter skall vara jämförbara oavsett i vilket land företaget bedriver verksamhet. Organisationen har huvudsakligen två intressenter. Den första är den internationella kapitalmarknaden och de storföretag som finansierar sig på denna marknad. Den andra är de länder utanför den västliga industrialiserade världen som behöver dra till sig utländskt kapital och som behöver ha tillgång till enhetliga och internationellt accepterade redovisningsregler. Organisationen har till uppgift att i allmänt intresse formulera och publicera redovisningsregler som skall tillämpas på företags externa finansiella rapporter, samt att verka för global acceptans och efterlevnad av reglerna. IASB:s uppgift är även att allmänt arbeta för att lagstiftning, kompletterande normgivning och övriga regler rörande företags externa finansiella rapporter förbättras och harmoniseras. Det regelverk som ges ut av IASB kallas IAS/IFRS.²⁷

²⁴ Smith, D, 2000

²⁵ Smith, D, 2000

²⁶ Brosse, M-J, 1997

²⁷ Jönsson - Lundmark, B, 1999

Kravet på rättvisande bild (true and fair view) finns med i den del av IAS/IFRS som behandlar de kvalitativa krav som de finansiella rapporterna måste uppfylla. Begreppet rättvisande bild har fått en avgörande roll för regelsystemets uppbyggnad och tillämpning. I och med införandet IAS får flera av de grundläggande svenska redovisningsprinciperna mindre betydelse. De principer som ska tillämpas ska

- ge en rättvisande bild av företagets ställning och resultat
- återspegla transaktionernas verkligt ekonomiska innebörd och inte enbart deras juridiska form
- vara neutrala i den bemärkelsen att informationen inte blir vinklad
- vara försiktiga
- vara fullständiga²⁸

3.3 Teorin om den effektiva marknaden

Ända sedan 1960-talet har teorin om den effektiva kapitalmarknaden funnits i akademisk litteratur. Teorin innebär att ett värdepappers pris helt återspeglar all tillgänglig information. Hypotesen har delats in i tre kategorier, som var och en handlar om olika typer av information. I dess *svaga form* har den senaste tidens förändringar i värdepapperspriset testats i avseende att se om all information som finns i historiska priser reflekteras i dagens priser. I dess *semistarka* form har publicerad information testats för att bedöma om denna helt reflekteras i dagens priser. I dess *starka* form har all information, både publicerad och icke-publicerad, testats för att se om denna reflekteras i värdepapperspriset och om någon investerare kan göra övervinster.²⁹

Den publicerade information som finns tillgänglig för kapitalmarknaden i Sverige är i första hand företagens årsredovisningar. Enligt årsredovisningslagen måste alla företag ange varje post som tas upp som en anläggningstillgång i balansräkningen eller i noter och lämna uppgift om t ex anskaffningsvärde³⁰. Den kunnige placeraren kan därmed ta fram ett marknadsvärde på t ex fastigheter (där det finns en aktiv andrahandsmarknad) och därigenom se igenom redovisningen.

3.4 Värdering av tillgångar³¹

Vid värdering av anläggningstillgångar finns det fyra metoder. Dessa är:

Historisk kostnad: Vid värdering av materiella anläggningstillgångar till historisk kostnad används det planmässiga restvärdet. Det är tillgångens anskaffningskostnad som utgör utgångspunkten för värderingen. Om tillgångens livslängd vid anskaffningstidpunkten uppskattades till 10 år och det nu har gått 6 år så är det planmässiga restvärdet för denna tillgång 4/10 av det ursprungliga anskaffningsvärdet. Detta gör att två företag med samma kvantiteter av en tillgång kan ta upp denna till olika värden i balansräkningen beroende på att de köpts in vid olika tillfällen och då till olika priser.

²⁸ Jönsson - Lundmark, B, 1999

²⁹ Elton E J & Gruber M J, 1987

³⁰ ÅRL 5 kap 3 §

³¹ Smith, D, 2000

Nukostnad: Nukostnaden för en materiell anläggningstillgång beräknas med det skattemässiga restvärdet. Detta värde ska motsvara ett återanskaffningsvärde för tillgången. På en väl fungerande andrahandsmarknad är nukostnaden de likvida medel som det skulle krävas för att köpa in motsvarande tillgång idag. Om det inte finns någon fungerande andrahandsmarknad görs likadant som vid värdering till historisk kostnad.

Nutida försäljningsvärde: Med en tillgångs nutida försäljningsvärde menas de likvida medel som man skulle få in om man på balansdagen hade sålt tillgången. Detta värde, samt nukostnaden, kan sägas uttrycka marknadsvärdet på tillgången. Fördelen med denna metod är både att den ger uttryck för det alternativ som för företaget alltid finns tillgängligt, d v s sälja tillgången istället för att behålla den, samt att detta värde ger ett mått på företagets kortsiktiga likviditetssituation, d v s vilka likvida medel som skulle frigöras vid försäljning av tillgången.

Framtida värde: Framtida värde kan beräknas antingen som diskonterat eller som odiskonterat framtida värde. Med det odiskonterade framtida värdet avses det kassaflöde som tillgången förväntas inbringa antingen genom användning eller försäljning av denna. Det diskonterade framtida värdet är däremot de kassaflöden diskonterade till balansdagen som tillgången förväntas inbringa med hänsyn till den kalkylränta som uttrycker företagets avkastningskrav. Vid värdering av anläggningstillgångar används det diskonterade framtida värdet, d v s de betalningsströmmar som tillgången förväntas ge under den återstående livslängden.

3.5 Redovisningens kvalitativa egenskaper

Utifrån användarnas informationsbehov har vissa kvalitetskrav på utformningen av den externa redovisningen formulerats – de kvalitativa egenskaperna.³²

3.5.1 Relevans

Den primära av de kvalitativa egenskaperna är att redovisningen ska vara relevant, d v s att den ska vara användbar för beslut. Redovisningen kan ibland sägas ha en rituell eller kosmetisk form. De två primära aspekterna som brukar nämnas angående redovisningens relevans är prognosrelevans och återföringsrelevans. Prognosrelevans betyder att redovisningsdata används som underlag för att kunna prognostisera framtida händelser och utfall. Dessa kan vara avgörande vid köp - eller säljbeslut som aktieinvestorer kontinuerligt står inför. Innebörden i återföringsrelevans är att redovisningsdata används för att kolla riktigheten i tidigare prognoser. Graden av återföringsrelevans kan sedan i sin tur påverka efterföljande prognoser. Svårigheten med prognosrelevans är hur sambanden mellan historiska och framtida händelser ska behandlas.

Två andra aspekter på redovisningens relevans är begriplighet och aktualitet. *Begriplighet* innebär som man kan antyda att man som mottagare ska kunna förstå informationen för att den ska kunna vara relevant för beslut. *Aktualitet* innebär att externa rapporter bör ges ut så nära redovisningsperiodens slut som möjligt och med inte alltför stora intervall om de ska ha någon effekt på investerarnas beslut.

³² Smith, D, 2000

3.5.2 Tillförlitlighet

Redovisningens tillförlitlighet ligger i hur väl den avspeglar den ekonomiska verkligheten i företaget. Om den avspeglar rätt aspekter av verkligheten och detta görs på ett sätt som inte är alltför osäkert, har redovisningen hög tillförlitlighet. Dessa aspekter kan beskrivas med hjälp av begreppen verifierbarhet och validitet. *Verifierbarhet* innebär att man kan mäta sanningshalten i redovisningen genom någon form av bevis. Detta kan t ex vara inköpsfakturer eller liknande. Många mått inom redovisningen är dock påverkade av mer eller mindre subjektiva bedömningar. För att minska denna effekt kan verifierbarheten höjas genom att t ex låta ett antal personer vara med i bedömningen av t ex ekonomisk livslängd på en anläggningstillgång.

Det är svårt att bedöma det för företaget mest riktiga värdet på en tillgång. T ex kan det vid marknadsvärdering av en tillgång vara värt att fastställa värdet på denna om det inte finns en aktivt fungerande marknad där ett sant värde kan fastställas. På en inte fullt så effektiv andrahandsmarknad skulle det ju kunna vara så att även oberoende bedömare har olika uppfattningar om värdet på tillgången.

3.5.3 Validitet

Validitet innebär att redovisningen avbildar de aspekter av verkligheten som den avser att avbilda. T ex bör man därför kunna se balansräkningen som en direkt avspeglning av företaget på balansdagen. Det kan dock vara svårt att avgöra vad det är som på bästa sätt ger en korrekt spegelbild av företaget. Enligt IASC ska balansräkningen innefatta alla de transaktioner och händelser som gett upphov till de tillgångar som på balansdagen uppfyller kriteriet för att tas med i denna. Minimikraven för validitet är neutralitet, ”innebörd och form”, fullständighet och väsentlighet.

Neutralitet betyder att företaget på bästa möjliga sätt ska avbilda verkligheten i företaget. Detta kriterium talar alltså mot att företaget på något sätt ska försöka anpassa redovisningen för att försöka framstå på ett sätt som man i företaget egentligen inte tror på. *Innebörd och form* betyder att företaget bör redovisa den efter den ekonomiska innebörden, d v s substansen, om denna vid en affärshändelse skiljer sig från dess juridiska innebörd.

Fullständighet innebär bl a att redovisningen ska innefatta alla väsentliga ekonomiska aspekter av företaget vid redovisningsperiodens slut. Kriteriet *väsentlighet* bygger på att informationen i redovisningen ska vara tillräckligt betydelsefull för att kunna påverka beslut hos någon grupp av användare.

3.5.4 Jämförbarhet

Jämförbarhet har en väsentlig betydelse för redovisningens relevans och betyder i detta sammanhang såväl jämförbarheten företag emellan som jämförbarheten över tid för ett och samma företag.

Jämförbarheten mellan företag innebär att dessa ska redovisa lika händelser och tillstånd på samma sätt och inte nödvändigtvis att företagen ska beräkna alla mått på samma sätt oberoende på omständigheterna. För investeraren på aktiemarknaden är jämförbarheten

mellan de olika företagens redovisningsmått viktig eftersom det ofta är dessa mått som ligger till grund för beslut om investering i eller försäljning av aktien.

Jämförbarheten över tid har direkt betydelse för prognosrelevansen. Detta beror på att redovisningsmått för historiska perioder bygger på antagandet att måtten är beräknade på samma sätt över tiden. Företaget måste naturligtvis anpassa sig till förändringar i lagar eller rekommendationer samt till förbättringar för företaget. I dessa fall bör dock företagen i rapporten beskriva dessa förändringar som har skett i redovisningens utformning samt vilken inverkan detta har på resultat och ställning vid jämförelse med historiska data.

3.6 Redovisningsprinciper och tillgångsvärdering

Som en följd av uppkomsten av multinationella företag och att dessa företag framför allt är noterade på börserna i London och New York har den anglosaxiska redovisningstraditionen fått större betydelse även för svensk redovisning. Begreppet "true and fair view" har upphöjts till en övergripande princip i EG:s redovisningsdirektiv. Begreppet har i den svenska årsredovisningslagen översatts till rättvisande bild. Innebörden i detta är att det kan vara tillåtet att avvika från lagar och rekommendationer om detta speglar företaget bättre. Några av de principer som styr redovisningen kan relateras till valet av tillgångsvärderingsmetod.³³

3.6.1 Fortlevnadsprincipen

Värdering till marknadsvärden ses som ett uttryck för att finna likvidationsvärden på tillgångarna, d v s nutida försäljningsvärden. Detta står i motsättning till fortlevnadsprincipen, som är antagandet att företaget kommer att fortsätta sin verksamhet under obestämd tid framöver. Enligt vissa forskares tolkning av fortlevnadsprincipen är det inte aktuellt med marknadsvärdering, utan det är tillgångarnas historiska kostnad som ska fördelas ut över tillgångens livslängd. Detta synsätt, som t ex författarna Paton & Littleton stått för, har bl a Sterling invänt mot. Sterling ifrågasätter relevansen i fortlevnadsprincipen. Det finns inga bevis för att företaget ska fortsätta leva; en hel del gör inte det! Sterling invänder också mot att fortlevnadsantagandet måste leda till användning av historiska värden. Det finns ju alternativ användning för företagets resurser. Ytterligare ett argument är tanken om kapacitetsbevarande. För att ett företag ska kunna fortleva måste värderingen av tillgångarna ske på sådant sätt att vinsten inte leder till att medel delas ut eller beskattas bort. Vinsten hade behövts för att upprätthålla företagets produktionskapacitet, d v s tillgångarna måste ersättas i takt med att de förslits. Genom att värdera till förväntade nyanskaffningskostnader (marknadsvärde) hålls medel kvar i företaget som möjliggör företagets fortsatta existens med bibehållen produktionskapacitet.³⁴

Relevansen och validiteten av en värdering till likvidationsvärde kan dock ifrågasättas, om företaget inte har för avsikt att avyttra tillgången och likvidationsvärdet är mycket lågt i förhållande till marknadsvärdet.³⁵

³³ Smith, D, 2000

³⁴ Artsberg, K, 1992

³⁵ Smith, D, 2000

3.6.2 Försiktighetsprincipen

Försiktighetsprincipen innebär att man i valet mellan två tänkbara värden ska välja det lägsta värdet vid värdering av tillgångar³⁶. Om det finns någon osäkerhet över en utgifts framtida värde för att generera intäkter ska utgiften omedelbart kostnadsföras. När man diskuterar denna osäkerhet är det naturligtvis viktigt att också diskutera vem som gör denna bedömning. När banker och andra långivare var de huvudsakliga finansiärerna var en medveten undervärdering önskvärd eftersom det konsoliderade företaget och ökade skyddet för borgenärerna³⁷. I de länder som tillhört den kontinentala traditionen har dessutom kopplingen mellan redovisningen och beskattningen bidragit till att förstärka användningen av försiktiga värderingar för att anpassas till den värdering som skattelagstiftningen tillåtit.³⁸

I konventionell svensk redovisning har tillgångar normalt värderats till historisk kostnad. Vid värdering till historisk kostnad ligger tonvikten vid kravet på verifierbarhet snarare än kraven på relevans och reliabilitet. Vid värdering till framtida värde – om detta är lägre än den historiska kostnaden – accepteras emellertid subjektiva framtidsbedömningar därför att kraven på relevans och validitet tar över. Denna asymmetri kan få negativa effekter för jämförbarheten mellan perioder eftersom tillgångsvärdena vid periodskiften kan ha bestämts enligt olika metoder. Försiktighetsprincipen kan också få till följd att jämförbarheten mellan företag blir sämre eftersom den slår på tillgångsvärderingen på ett oförutsägbart sätt och att företag tillämpar principen olika.³⁹

3.6.3 Matchningsprincipen

Matchning innebär att man bestämmer samband mellan kostnader och intäkter för att redovisa dem under samma period. Matchningen resulterar i att balansräkningen innehåller en blandning av kontraktsrättsliga tillgångar/skulder och utgifter som väntar på att allokeras ut över resultaträkningen för att möta intäkter. Sådan matchning är t e x avskrivningar exempel på. Tillgångens värde fördelas ut över den ekonomiska livslängden, d v s den period när tillgången förväntas bidra till genererandet av intäkter. Paton & Littleton betonar att det är historiska värden som är grunden för matchningsprincipen. Artsberg menar tvärtom att det vore mera riktigt att matcha nukostnader (återanskaffningsvärden) mot intäkterna då intäkterna ju är uttryckta i ”nuvärden”.⁴⁰

3.6.4 Realisationsprincipen

Realisationsprincipen handlar om att bestämma kriterier för när en intäkt ska anses vara realiserad, d v s vid vilken tidpunkt man i redovisningen ska erkänna en ökning av nettotillgångarna. Denna kritiska händelse är således enligt kongruensprincipen även den händelse vid vilken man erkänner en vinst.⁴¹

³⁶ Smith, D, 2000

³⁷ Artsberg, K, 1992

³⁸ Smith, D, 2000

³⁹ Smith, D, 2000

⁴⁰ Artsberg, K, 1992

⁴¹ Smith, D, 2000

Det finns två synsätt: det legalistiska (formsynsättet) och det ekonomiska (substanssynsättet). Om det legalistiska synsättet tillämpas måste en marknadstransaktion (ett äganderättsskifte) ha ägt rum. Vid tillämpning av det ekonomiska synsättet behöver inte detta vara fallet. Det räcker med en generell värdeökning på marknaden. Tanken bakom att räkna upp det redovisade värdet på en tillgång utifrån marknadsvärdet är att man kunde ha avyttrat tillgången. Realisationsprincipen utifrån det ekonomiska synsättet sammanfaller inte med den definition av realisationsprincipen som har använts i den kontinentala traditionen. Enligt det ekonomiska synsättet kommer inte bara kostnaderna utan även intäkterna att periodiseras.⁴²

3.6.5 Objektivitetsprincipen

När kan en värdeökning med objektivitet bestämmas? Objektivitet är en gradfråga, inte en antingen/eller-fråga. Objektivitet kan enligt Ijiri & Jaedickes definition⁴³ fastställas oberoende av användningssituation. Om vi istället talar om ett måtts tillförlitlighet (reliabilitet) måste måttet relateras till en användningssituation. Definitionsmässigt beror graden på reliabilitet på hur väl det aktuella måttet stämmer överens med det verkliga värdet. Graden av objektivitet beror på hur nära det aktuella måttet ligger medelvärdet. Reliabiliteten kan förbättras genom att graden av objektivitet ökar.⁴⁴

⁴² Artsberg, K, 1992

⁴³ Ijiri & Jaedickes definition av objektivitet: ”Konsensus bland de som utför mätningen om hur väl regeln (mätinstrumentet) mäter den specifika egenskapen hos objektet som är föremål för mätningen.”

⁴⁴ Artsberg, K, 1992

4 EMPIRI

4.1 Företagen

Undersökningspopulationen består av 12 börsnoterade företag inom förvaltningsfastighetsbranschen. I empirin har vi i vissa fall använt oss av förkortningarna för dessa företag. I de fall där observationerna för ett företag är färre än 7 saknas de som avser de första åren i undersökningsperioden. (För insamlade data samt beräkningar se bilaga 1).

Kortnamn	Företagsnamn	Antal observationer
CAST	<i>Castellum</i>	5
DROT	<i>Drott</i>	4
FPAR	<i>FastPartner</i>	3
HEBA	<i>Heba</i>	7
HUFV	<i>Hufvudstaden</i>	7
KLED	<i>Kungsleden</i>	3
LJGR	<i>Ljungberggruppen</i>	7
LUND	<i>Lundbergs</i>	7
MFAS	<i>Mandamus</i>	4
TORN	<i>Tornet</i>	6
WALL	<i>Wallenstam</i>	6
WIHL	<i>Wihlborgs</i>	4
Summa observationer		63

4.2 Jämförelse aktieavkastning/avkastning eget kapital 1996-2002

4.2.1 Aktieavkastning per företag och år

Aktieavkastningskurvan är hämtad från databasen Six Trust och bygger på kursförändring plus utdelning för varje företag (se figur 1). Kurvan blir densamma både vid beräkningar av bokfört värde och vid marknadsvärde och är den kurva som utgör utgångspunkten i undersökningen.

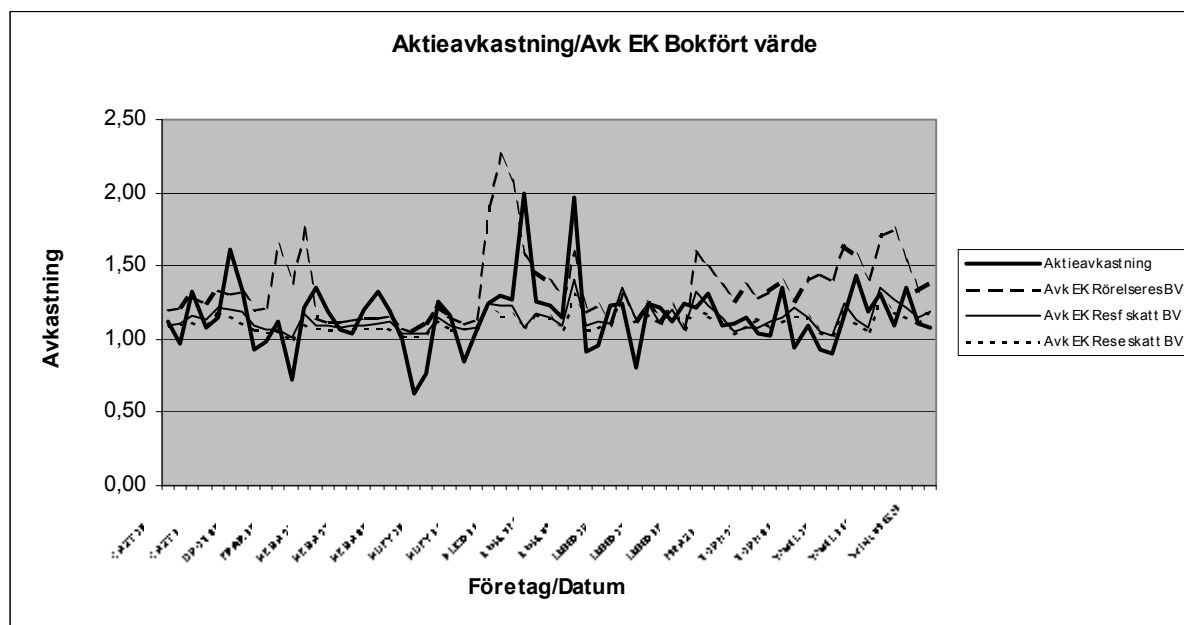
4.2.2 Avkastning på eget kapital vid användning av bokfört värde

Avkastningen på eget kapital när bokfört värde används har beräknats på tre resultatnivåer: avkastning på rörelseresultat vid bokfört värde, avkastning på resultat före skatt vid bokfört värde samt avkastning på resultat efter skatt vid bokfört värde.

Enligt figur 1 (se även bilaga 2) är avkastningen på resultat efter skatt vid bokfört värde ganska låg, och varierar relativt lite under hela perioden. Avkastningen på resultat före skatt vid bokfört värde skiljer sig inte mycket från beräkningen efter skatt. Däremot avviker rörelseresultatskurvan från de övriga, då denna ibland ligger runt 100 % i avkastning. För

FastPartner avviker rörelseresultatet väsentligt från såväl aktieavkastningskurvan som de övriga två kurvorna. Även för Kungsleden avviker rörelseresultatet på liknande sätt. Mandamus, Tornet, Wallenstam och Wihlborgs har en rörelseresultatkurva som ligger ovanför de andra kurvorna.

Rörelseresultatet kan avvika från resultat före skatt om företaget har stora överavskrivningar eller höga finansiella kostnader.



Figur 1: Aktieavkastning/Avkastning eget kapital vid bokfört värde

4.2.3 Samband mellan aktieavkastning/avkastning eget kapital vid bokfört värde

En perfekt korrelation har värdet 1, vilket innebär att värdena följer varandra exakt i positiv riktning. Om värdena har direkt motsatt effekt på varandra är korrelationen -1. En korrelation som har värdet 0 är helt slumpmässig. Korrelationen mellan aktieavkastningen och avkastningen på eget kapital vid beräkning med rörelseresultat och bokfört värde är 0,36. 36 % av observationerna beror därmed på den andra variabeln (aktieavkastning eller avkastning på eget kapital) medan 64 % beror på andra omständigheter. Vid beräkning med resultat före skatt är korrelationen 0,49 och vid beräkning med resultat efter skatt 0,45. Det största sambandet finns alltså mellan aktieavkastning och resultat före skatt.

Bokfört värde 1996-2002

Korrelation Aktieavkastning/Avkastning eget kapital Rörelseresultat	0,36
Korrelation Aktieavkastning/Avkastning eget kapital Res före skatt	0,49
Korrelation Aktieavkastning/Avkastning eget kapital Res efter skatt	0,45

Tabell 1: Korrelation mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital vid bokfört värde

Marknadsvärde 1996-2002

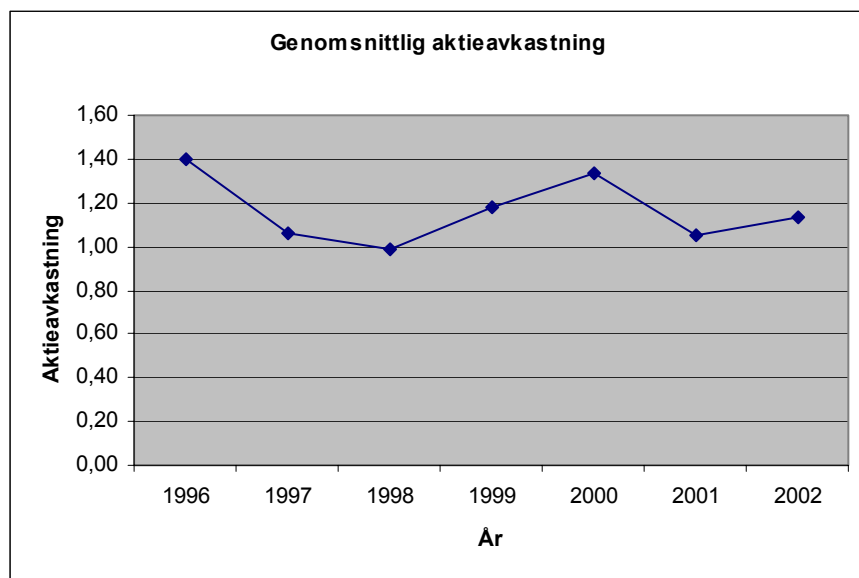
Korrelation Aktieavkastning/Avkastning eget kapital Rörelseresultat	0,28
Korrelation Aktieavkastning/Avkastning eget kapital Res före skatt	0,24
Korrelation Aktieavkastning/Avkastning eget kapital Res efter skatt	0,20

Tabell 2: Korrelation mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital vid marknadsvärde

4.3 Årlig jämförelse

4.3.1 Genomsnittlig årlig avkastning

För att se om det vore relevant för undersökningen att jämföra olika tidsperioder har den totala genomsnittliga årliga aktieavkastningen lagts in i ett diagram (figur 3). Avkastningen var högst år 1996 med i genomsnitt 40 % och föll sedan relativt kraftigt de två följande åren till -1 % år 1998. Därefter fram till år 2000 steg avkastningen till 34 % för att sedan falla till 5 % år 2001. År 2002 steg avkastningen åter med 9 % -enheter till 14 %. Variationen mellan olika perioder i vår undersökning är således stor.

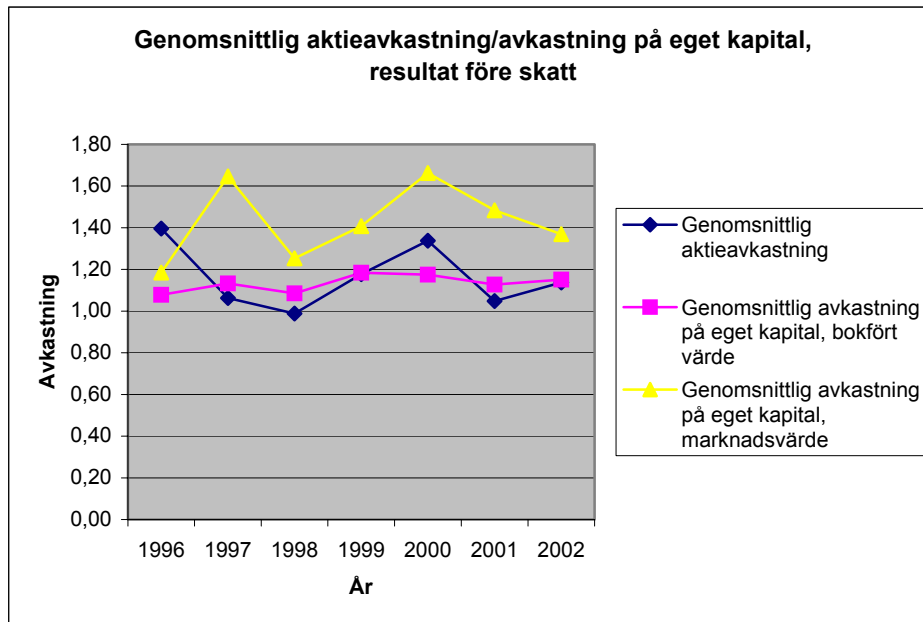


Figur 3: Genomsnittlig aktieavkastning för hela populationen

4.3.2 Genomsnittlig aktieavkastning/avkastning på eget kapital (resultat före skatt)

Utan hänsyn till specifika företag vill vi jämföra aktieavkastningen med avkastningen på eget kapital för varje år. Vi väljer att använda oss av resultat före skatt, då korrelationen mellan aktieavkastningen och avkastningen på eget kapital vid bokfört värde var högst vid denna resultatnivå. Korrelationen mellan samtliga företags genomsnittliga aktieavkastning och avkastningen på eget kapital vid resultat före skatt blir mycket låg, både vid bokfört värde och marknadsvärde (0,10 resp -0,07). När vi studerar kurvorna ser vi att år 1996 avviker väsentligt från övriga år. På grund av de många bortfall vi har under de första observationsåren är jämförelsen för 1996 enbart baserad på observationer av fyra företag. Därför kan det misstänkas att dessa få observationer inte är helt representativa för

populationen. När vi istället beräknar korrelationen för åren 1997-2002 får vi en betydligt bättre korrelation (0,85 för bokfört värde resp 0,54 för marknadsvärde). Observationerna för år 1996 kan därför ses som extremvärden. Dessa kan uteslutas ur undersökningen för att få ett mera tillförlitligt resultat. Vi väljer dock att behålla 1996 i den fortsatta undersökningen, men visar även perioden med 1997 som utgångspunkt. Utan parentes visas observationer för perioden 1996-2002. Inom parentes visas observationer för perioden 1997-2002.



Figur 4: För hela populationen: Genomsnittlig aktieavkastning/avkastning på eget kapital, resultat före skatt

4.4 Jämförelse aktieavkastning/avkastning eget kapital 1997-2002

1996 års värden fick enligt ovan alltför stort utslag på korrelationen vid beräkning av den årliga och för samtliga företag genomsnittliga korrelationen. Värdena för 1996 avsåg endast 4 observationer och kunde därför vara missvisande. För säkerhets skull gjordes därför en ny beräkning av korrelationen aktieavkastning/avkastning på eget kapital uppdelat på företag för åren 1997-2002. Vid en jämförelse av värdena i tabell 1 och tabell 3 är skillnaden i korrelation liten (0,02) vid jämförelse av aktieavkastning/avkastning eget kapital vid beräkning med rörelseresultat. Däremot är skillnaden större vid beräkning med resultat före och efter skatt (0,14 resp 0,12).

Bokfört värde 1997-2002

Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital rörelseresultat	0,38
Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital res före skatt	0,63
Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital res efter skatt	0,57

Tabell 3: Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital vid bokfört värde

Vid en jämförelse av värdena i tabell 2 och tabell 4 är skillnaden i korrelation mycket liten, som mest 0,01, vilket för undersökningen är obetydligt. Vid bokfört värde är alltså skillnaden i korrelation relativt stor medan den vid marknadsvärde är mycket liten.

Marknadsvärde 1997-2002

Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital rörelseresultat	0,28
Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital res före skatt	0,25
Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital res efter skatt	0,19

Tabell 4: Korrelation aktieavkastning/avkastning eget kapital vid marknadsvärde

4.5 Regressionsanalys

För att ytterligare undersöka sambanden mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital samt för att urskilja hur stor sannolikheten är att utfallet av undersökningen överensstämmer med verkligheten görs en regressionsanalys i SPSS. Analysen görs både för perioden 1996-2002 och för 1997-2002 eftersom extremvärden har hittats för år 1996. Dessa extremvärden kan påverka utfallet.

Följande mått används:

Betavärdet beskriver lutningen på regressionslinjen. Ett betavärde på 1 betyder att lutningen på linjen är 45°. Värdet 0 betyder att det inte finns något samband mellan aktieavkastningen och avkastningen på eget kapital. Detta värde ska överensstämma med den tidigare beräknade korrelationen.

R²-värdet är ett förklaringsvärde och ett mått på hur stor del av aktieavkastningen som beror på redovisningen. Resterande andel beror på andra faktorer.

F-värdet beskriver sannolikheten att modellen har ett förklaringsvärde enligt R². Ju högre f-värde desto större är förklaringsvärdet.

Signifikansen av F anger risken för att värdet är 0, d v s att det inte finns något samband mellan aktieavkastningen och avkastningen på eget kapital.

4.5.1 Aktieavkastning/avkastning på eget kapital

Betavärdet på samtliga beräkningar överensstämmer med de korrelationer som tidigare angivits.

R²-värdet är generellt högre vid beräkning med bokfört värde än med marknadsvärde. Vid bokfört värde ligger detta värde på mellan 12 och 19 %. Om vi tar bort extremvärdena (år 1996) blir värdet väsentligt högre: mellan 13 och 38 %. Vid marknadsvärde ligger värdena mellan 2 och 6 % i samtliga fall.

F-värdet är också väsentligt högre vid bokfört värde än vid marknadsvärde. Vid bokfört värde när 1996 räknas med ligger F-värdet mellan 9 och 19. Motsvarande siffra om 1996 räknas bort är mellan 9 och 37. Vid marknadsvärde ligger värdena mellan 2 och 5 i samtliga fall.

Signifikansen av F är i samtliga fall vid bokfört värde näst intill obetydlig, om inte 0. Vid marknadsvärde är significansen högst vid beräkning med resultat efter skatt: 12 resp 14 % (1996 resp 1997 som startår). När rörelseresultat och resultat före skatt använts är significansen av F 3 resp 5 % för 1996 som startår och 4 resp 5 % för 1997 som startår.

Bokfört värde 1996-2002

	<i>Betavärde</i>	<i>R²-värde</i>	<i>F-värde</i>	<i>Signifikans av F</i>
Rörelseresultat	0,364	0,118	9,305	0,003
Resultat före skatt	0,491	0,229	19,367	0,000
Resultat efter skatt	0,451	0,191	15,600	0,000

Tabell 5: Regressionsanalys aktieavkastning/avkastning på eget kapital vid bokfört värde (1996-2002)

Marknadsvärde 1996-2002

	<i>Betavärde</i>	<i>R²-värde</i>	<i>F-värde</i>	<i>Signifikans av F</i>
Rörelseresultat	0,280	0,063	5,197	0,026
Resultat före skatt	0,244	0,044	3,856	0,054
Resultat efter skatt	0,200	0,024	2,551	0,115

Tabell 6: Regressionsanalys aktieavkastning/avkastning på eget kapital vid marknadsvärde (1996-2002)

Bokfört värde 1997-2002

	<i>Betavärde</i>	<i>R²-värde</i>	<i>F-värde</i>	<i>Signifikans av F</i>
Rörelseresultat	0,377	0,127	9,435	0,003
Resultat före skatt	0,627	0,382	36,911	0,000
Resultat efter skatt	0,568	0,311	27,135	0,000

Tabell 7: Regressionsanalys aktieavkastning/avkastning på eget kapital vid bokfört värde (1997-2002)

Marknadsvärde 1997-2002

	<i>Betavärde</i>	<i>R²-värde</i>	<i>F-värde</i>	<i>Signifikans av F</i>
Rörelseresultat	0,275	0,059	4,664	0,035
Resultat före skatt	0,252	0,047	3,862	0,054
Resultat efter skatt	0,194	0,021	2,229	0,141

Tabell 8: Regressionsanalys aktieavkastning/avkastning på eget kapital vid marknadsvärde (1997-2002)

5 ANALYS OCH DISKUSSION

5.1 Jämförelse aktieavkastning/avkastning eget kapital

Avkastning på eget kapital vid beräkning på resultat före och efter skatt är låg och varierar inte mycket över tiden. Detta kan bero på att företaget vill hålla en jämn vinstnivå gentemot aktieägarna för att framstå som stabilt. Dessutom hålls vinstnivån nere för att undvika skatt. Vinster reserveras till dåliga år för att få en jämn resultatutveckling.

Avkastning på eget kapital vid beräkning på rörelseresultat avviker däremot från de andra två kurvorna. Denna resultatnivå inbegriper inte kostnader för avskrivningar och finansiella poster. Därför korrelerar denna sämre med aktieavkastningskurvan än de andra två resultatnivåerna eftersom denna inte är av samma intresse ur aktieägarperspektiv. Vid beräkning med bokfört värde är sambandet 0,36 (0,38)⁴⁵. Den bästa korrelationen; 0,49 (0,63), finns mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital vid resultat före skatt, vilket är ett relativt bra samband. Sambandet vid beräkning med resultat efter skatt är också bra: 0,45 (0,57).

Variationen på samtliga kurvor är större vid marknadsvärdering än vid beräkning med bokfört värde. Korrelationen är sämre vid samtliga resultatnivåer i förhållande till aktieavkastningen. Det största sambandet vid marknadsvärdering finns mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital vid beräkning med rörelseresultat 0,28 (0,28). I relation till de andra resultatnivåerna är variationsvidden mellan högsta och lägst korrelationsvärde inte så stor som vid bokfört värde. Korrelationen mellan aktieavkastning och avkastning på eget kapital vid resultat före skatt är 0,24 (0,25) och vid resultat efter skatt 0,20 (0,19).

Slutsatsen vi kan dra av den empiriska undersökningen är att resultatet korrelerar bättre med aktiepriset om bokfört värde används på förvaltningsfastigheter än om marknadsvärde används. Enligt vår problemformulering är det därför bättre för aktieinvestorer att företagen redovisar bokfört värde i balansräkningen.

5.2 Regression

R²-värdet är ett mått på hur stor andel av aktieavkastningen som beror på redovisningen. Värdet är högre vid beräkning med bokfört värde, 12-19 % (13-38%), än med marknadsvärde, 2-6 % (2-6 %). Det bokförda värdet är därmed det väsentligt bättre värdet. Innebörden av detta är att en aktieinvestorer inte bryr sig särskilt mycket om det uppskattade marknadsvärdet på förvaltningsfastigheter. Denne ser istället till bokfört värde, eller det resultat som ges vid bokfört värde, vid ett beslut om att köpa, sälja eller behålla en aktie.

Sannolikheten att vår modell har ett förklaringsvärde beskrivs av f-värdet. Ju högre f-värdet är desto större är förklaringsvärdet. Även här är siffrorna högre vid beräkning med bokfört värde än med marknadsvärde. Vid bokfört värde ligger värdet mellan 9 och 19 (9 och 37). Vid marknadsvärde ligger värdena mellan 2 och 5 (2 och 5).

⁴⁵ Siffror inom parentes motsvarar perioden 1997-2002

Signifikansen av F anger risken för att värdet är 0, d v s att det inte finns något samband mellan aktieavkastningen och avkastningen på eget kapital. Vid bokfört värde är värdet näst intill 0 i samtliga fall, d v s risken är obetydlig. Vid marknadsvärde är significansen högst vid beräkning med resultat efter skatt: 12 % (14 %). Detta beror på att korrelationen är lägst vid denna resultatnivå. När rörelseresultat och resultat före skatt används är significansen 3-5 % (4-5 %). Det finns en större risk att aktieavkastningen inte har något samband med avkastningen på eget kapital vid marknadsvärde, d v s en aktieinvestor ser inte den marknadsvärdering av förvaltningsfastigheter som görs i årsredovisningen som relevant vid sin bedömning av företaget.

5.3 Diskussion kring marknadsvärdering

Vi har i vår teoretiska del kommit fram till att marknadsvärde är övervägande bättre för aktieinvestorerna. Med bakgrund av detta är övergången till IAS motiverad eftersom regelverket är baserat på redovisning från länder som traditionellt sett har tagit mer hänsyn till aktieinvestorerna. I Sverige har däremot redovisningen haft ett mera skattegrundande syfte.

När försiktighetsprincipen frångås till förmån för marknadsvärdering är denna väl förenlig med de kvalitativa kriterierna relevans, verifierbarhet, validitet och jämförbarhet.

Relevansen säger hur användbar redovisningen är som underlag för beslut, i det här fallet om att sälja, köpa eller behålla aktier i företag. Kravet på relevans bör uppfyllas bättre vid marknadsvärdering av tillgångar än vid bokfört värde eftersom det borde avspeglade företaget mer rättvist genom att ha ett mer aktuellt och relevant värde på tillgångarna. För en aktieinvestor som inte är redovisningskunnig borde begripligheten vara större om marknadsvärdet redovisas i balansräkningen. Det är lättare att förstå hur mycket en tillgång är värd idag än att enbart se det bokförda värdet (anskaffningsvärdet minus avskrivningar). Det historiska värdet saknar i princip betydelse annat än för bolagsskatteberäkning. Enligt IAS ska transaktionerna återspegla den ekonomiska innebörden framför den juridiska formen. Utifrån detta borde relevansen då öka om företaget tillämpar marknadsvärdering av sina tillgångar.

Verifierbarhet innebär att man kan mäta sanningshalten i redovisningen genom någon form av bevis. Anledningen till att IASB valt ut förvaltningsfastigheter och finansiella instrument för marknadsvärdering är just att man bedömt att det finns en väl fungerande andrahandsmarknad för dessa tillgångar. Kravet på verifierbarhet överensstämmer därför med marknadsvärdering eftersom värderingen kan verifieras av relativt oberoende värderingsinstitut.

Validitet innebär att redovisningen avbildar de aspekter av verkligheten som den avser att avbilda. Kravet på validitet uppfylls bättre vid marknadsvärdering av tillgångar då vi med validitet menar att prissättningen på tillgångar sker på väl fungerande marknader där objektiva priser uppkommer. Marknadspriset borde bättre överensstämma med verkligheten än det bokförda värdet och därför bättre avbilda företagens värde. Enligt validitetskriteriet ”innehåll och form” betyder marknadsvärdering att den ekonomiska innebörden ska redovisas framför formen. Formen är i detta fall det bokförda värdet. Detta kan betyda att tillgångens värde på balansdagen har ett annat värde än det bokförda. För förståelsen och därmed användbarheten av redovisningen bör det vara viktigt för investoren att den ekonomiska innebörden framgår.

Marknadsvärdet står också i bättre överensstämmelse med kravet på jämförbarhet eftersom värdering till anskaffningsvärde (historisk kostnad) innebär att två företag med identiskt lika

tillgångar värderas till olika belopp om de köpts in vid olika tillfällen och därmed till olika priser. När en ny värdering på företagets tillgångar görs vid varje bokslutstillfälle blir jämförbarheten mellan olika företag större. Jämförbarheten underlättar för investeraren och borde därmed göra redovisningen mera användbar för beslut om investeringar.

Redovisningsprinciperna (t ex realisations- och objektivitetsprincipen) kan tolkas både utifrån ett perspektiv som förespråkar marknadsvärdering och ett som förespråkar värdering till historiska värden. Vi tolkar det som att de kvalitativa egenskaperna i redovisningens utformning är viktigare vid marknadsvärdering än vid värdering med historiska värden. De historiska värdena ger en mindre rättvisande bild i den bemärkelsen då de inte uppfyller kraven på de kvalitativa egenskaperna lika bra. Dock verkar de historiska värdena ge en bättre grund för bedömningar av företaget eftersom de uppfyller mätbarhetskravet bättre. Matchningsprincipen förespråkar marknadsvärdering i den bemärkelsen att kostnader för fastigheterna (avskrivningarna) bör matchas med intäkterna (hyror) som ju kan sägas vara marknadsvärderade. Om bokfört värde tillämpas och avskrivningar görs på detta värde baseras kostnaderna på historiska värden medan intäkterna från hyror förmodligen sätts till ett högre värde (marknadspris). Vid marknadsvärdering av förvaltningsfastigheter matchas kostnaderna bättre med intäkterna. Samma sak borde således gälla för andra typer av tillgångar och i andra branscher.

5.4 Vår studie: en annan bild av marknadsvärdering i praktiken

Den empiriska undersökning vi utfört har visat på att det inte är marknadsvärdet som korrelerar bäst med aktiekursen. Detta betyder att aktieinvestorer använder sig av det bokförda värdet vid bedömning av företaget och således är det värde som borde redovisas i balansräkningen. Om det sedan finns ett annat värde än det bokförda värdet eller marknadsvärdet som är avgörande vid beslut om att köpa, behålla eller sälja aktier har vi ingen uppfattning om eftersom det ligger utanför vår studie. Vi utgår dock ifrån att all publicerad information finns tillgänglig för och används av investeraren enligt teorin om den effektiva marknaden. Det är därmed den semistarka formen av den effektiva marknaden.

Om IAS har ett användarperspektiv, där användaren är aktieinvesteraren som redan ser igenom redovisningen och själv kan bestämma ett verkligt värde på företaget, kan införandet av marknadsvärdering enligt IAS ifrågasättas. Vår undersökning visar att det bokförda värdet ger tillräcklig information för att fatta beslut om att köpa, sälja eller behålla en aktie. Att då införa ett regelsystem där marknadsvärdering tillämpas för tillgångar verkar inte ha någon relevans, d v s denna information verkar inte vara användbar eller avgörande för beslut. Prognosrelevansen ser ut att vara högre vid bokfört värde. Det är prognosen för framtida aktieavkastning som en investerare är intresserad av. Vi gör då ett antagande om att det bokförda värdet är ett mer pålitligt värde utifrån vilket en investerare, enligt teorin om den effektiva marknaden, kan göra egna uppskattningar om marknadsvärdet och därmed företagets värde. Detta ger i så fall också en bättre jämförbarhet mellan företag för en aktiv investerare.

Tillförlitligheten i redovisningen genom verifierbarheten kan också den vara större vid bokfört värde. Det finns ett kvitto på betalningen från inköpstillfället som verifierar marknadspriset vid den tidpunkten. Kvittot säkrar tillgångens värde på ett bättre sätt än när en oberoende uppskattning görs av företaget, skattemyndigheten eller en extern bedömare. Det verkar som om det är det säkra värdet som används. Uppskattningen av företagets verkliga

värde lämnas till aktieinvesteraren. Detta följer väl försiktighetsprincipen eftersom tonvikten snarare ligger vid kravet på verifierbarhet än på relevans och reliabilitet och talar för att försiktighetsprincipen inte bör frångås till förmån för marknadsvärdering av tillgångar. Även med hänsyn till realisationsprincipen ligger det en viss osäkerhet bakom att värdera tillgångar till marknadsvärde eftersom den kritiska händelsen (försäljningen) inte inträffat.

Värdering till marknadsvärde bör enligt IASB ske inom de områden där objektivt värde är möjligt att fastställa. De menar att förvaltningsfastigheter är ett sådant område. Graden av objektivitet beror på hur nära det aktuella måttet ligger medelvärdet, d v s det genomsnittliga värde som ett antal oberoende bedömare skulle komma fram till. Vår studie visar på att det objektiva värde som anges i årsredovisningen (taxeringsvärde eller i vissa fall verkligt värde) uppenbarligen ifrågasätts av investerare. Denna slutsats drar vi eftersom vi fått fram att det angivna marknadsvärdet inte används. Mätbarheten utifrån mer pålitliga värden, d v s de bokförda värdena, är till synes större.

Teorin om den effektiva marknaden är möjligen inte helt införlivad i praktiken. Det finns en risk för att det antagande vi har gjort i undersökningen om att den publicerade informationen används till fullo inte stämmer helt. Utfallet av studien skulle istället kunna visa på att investerare inte använder all publicerad information och att det således används ett missvisande värde på företaget. Kanske använder sig investerare av generella beräkningar som inte baseras på företagets specifika tillgångar eller branschegenskaper utan istället av nyckeltal och resultatanalyser som inte speglar företaget helt korrekt. Vi har ändå utgått från att de flesta investerare är aktiva och söker den information som finns tillgänglig i årsredovisningar och som är av vikt för deras beslut. Denna information finns, som vi upptäckt under arbetets gång, lätt åtkomlig.

Vi har med denna studie enbart undersökt ett område av tillgångar (förvaltningsfastigheter). Det är utifrån studien vi dragit slutsatser om marknadsvärdering generellt sett är bättre än värdering med bokfört värde. På olika områden inom branscher och deras sätt att redovisa kunde resultatet av studien fått ett annorlunda utfall. IASB menar dock att värdering av förvaltningsfastigheter kan ske utifrån marknadsvärde eftersom det objektivt kan bestämmas av oberoende parter.

6 SLUTSATS

I teorin ser det ut som att marknadsvärdering för aktieinvestorer är en bättre värderingsbas än bokfört värde. De kvalitativa egenskaperna tillgodoses bättre genom att marknadsvärdering ger en mer rättvisande bild av företaget då det speglar värdet av företaget på balansdagen bättre. För investeraren är det viktigt att redovisningen är relevant, d v s användbar som underlag för beslut. I det här fallet gäller det beslut om att sälja, köpa eller behålla aktier i företag. Det är även viktigt att kunna jämföra olika företag som har likvärdiga tillgångar anskaffade vid olika tidpunkter liksom att jämföra företag över landsgränserna.

Genom vår studie har vi dock kommit fram till att resultatet korrelerar bättre med aktiepriset när bokfört värde används. Avkastningen på eget kapital vid beräkning med bokfört värde på tillgångarna har ett större samband med aktieavkastningen än om marknadsvärde används. Detta samband säger att det för aktieinvestorer inte är bättre att företagen marknadsvärderar sina tillgångar utan att det bokförda värdet speglar resultatet bättre. Det objektiva marknadsvärde som anges i årsredovisningen verkar inte vara av betydelse för aktieinvestorer. Det bokförda värdet är således tillräckligt att använda som beslutsgrund. Uppskattningen av företagets verkliga värde kan därför sägas lämnas till investeraren själv.

Om det således finns ett användarperspektiv för införandet av IAS, där användaren är aktieinvestorer och denne redan ser igenom redovisningen och själv kan bestämma ett verkligt värde på företaget, kan införandet av marknadsvärdering enligt detta regelverk ifrågasättas. Slutsatsen som vi drar från resultatet av vår studie står nämligen i motsats till ett av motiven för införandet av IAS i Sverige, d v s att marknadsvärdering av tillgångar skulle vara bättre för aktieinvestorer.

6.1 Förslag till fortsatt forskning

Det skulle vara intressant att utföra en liknande studie efter 2005 då IAS 40 har trätt i kraft och se om korrelationen då ser annorlunda ut för de företag som väljer att ta upp förvaltningsfastigheterna i balansräkningen och de som lägger dem i not.

Även en kvalitativ undersökning, som behandlar de aspekter som är viktiga för en aktieinvestorer vid beslut om att köpa, sälja eller behålla aktier i ett företag, hade också varit av intresse.

Källor

Litteratur

Artsberg, Kristina, *Normbildning och redovisningsförändring: värdering vid val av mätprinciper inom svensk redovisning*, Lund University Press (1992)

Brosse, Marie-Josèphe, [*IASC : toward convergence of national accounting standards? = IASC : vers la convergence des normes comptable nationales? /*](#), Paris: Jouve (1997)

Dahmström, Karin, *Från datainsamling till rapport – att göra en statistisk undersökning*, Studentlitteratur, 3:e upplagan (2000)

Elton Edwin J & Gruber Martin J, *Modern portfolio theory and investment analysis*, New York University, Graduate School of Business Administration: John Wiley & Sons, 3rd edition (1987)

FAR: Vägledning – om årsredovisning i aktiebolag, Stockholm: FAR förlag AB

Jönsson-Lundmark, Birgitta, *IASC och IAS: en introduktion*, KPMG redovisningsregler (distributör) (1999)

Körner, Svante & Wahlgren Lars, *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, 3:e upplagan, (2000)

Körner, Svante & Wahlgren Lars, *Praktisk statistik*, Studentlitteratur, 3:e upplagan, (2002)

Lundahl Ulf & Skärvad, Per-Hugo, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur, 3:e upplagan, (1999)

Smith, Dag, *Redovisningens språk*, Studentlitteratur, 2:a upplagan (2000)

Wiedersheim-Paul, Finn & Eriksson, Linn, *Att utreda, forska och rapportera*, Malmö: Liber-Hermods, 5:e upplagan (1992)

Övrigt

E-post från Klas Olsson, Skattemyndigheten Göteborg, 2003-11-19

E-postkontakt med informationsansvariga på samtliga i undersökningen ingående företag, 2003-11-11 t o m 2003-12-19

Samtal med Henrik Röhs, Six AB, 2003-11-26

<http://www.handels.gu.se/stat/software/spsshelp/b131.htm> 2003-12-21

<http://www.scb.se>, 2003-05-19

<http://www.stockholmsborsen.se>, 2003-11-17

Six Trust databas

AffärsDatas databas

Insamlad data och beräkningar

Företag	Företag/Datum	Aktieinde xförändri	Aktieav- kastning	Aktiekurs	Resultat beräknat med bokfört värde, Mkr			Antal aktier Milj
					Rörelseres	Res före skatt	Res efter skatt	
Castellum	CAST 981230	111,54	1,12	75,25	718	321	320	50
Castellum	CAST 991230	97,62	0,98	76,95	815	409	409	50
Castellum	CAST 001229	132,48	1,32	103,60	991	531	396	43
Castellum	CAST 011228	107,96	1,08	108,06	1089	567	426	43
Castellum	CAST 021228	115,09	1,15	116,55	1561	1003	873	43
Drott	DROT 991230	161,54	1,62	83,06	1968	1247	1059	102
Drott	DROT 001230	134,12	1,34	119,12	2746	1566	1050	102
Drott	DROT 011228	92,86	0,93	101,81	2479	1107	850	102
Drott	DROT 021228	98,04	0,98	87,04	2018	617	544	92
FastPartner	FPAR 001229	112,69	1,13	8,72	231	24	24	54
FastPartner	FPAR 011228	72,55	0,73	5,59	180	5,4	0,4	54
FastPartner	FPAR 021228	121,62	1,22	6,44	226	52	33	54
Heba	HEBA 961230	135,40	1,35	36,03	58	37,5	29	14
Heba	HEBA 971230	118,37	1,18	39,64	60	43	33	14
Heba	HEBA 981230	106,10	1,06	40,56	66	42,5	33	14
Heba	HEBA 991230	103,53	1,04	40,82	75	55	41	14
Heba	HEBA 001229	119,77	1,20	52,15	81	52,4	45	14
Heba	HEBA 011228	132,35	1,32	64,26	103	76	55	14
Heba	HEBA 021228	118,94	1,19	72,74	140	101	73	14
Hufvudstader	HUFV961230	99,39	0,99	46,20	449	215	153	145
Hufvudstader	HUFV 971230	62,37	0,62	31,02	374	258	183	145
Hufvudstader	HUFV 981230	77,05	0,77	20,76	596	234	218	183
Hufvudstader	HUFV 991230	126,18	1,26	24,18	879	577	524	183
Hufvudstader	HUFV 001229	116,66	1,17	28,11	855	509	363	211
Hufvudstader	HUFV 011228	84,52	0,85	24,92	664	381	483	211
Hufvudstader	HUFV 021228	104,60	1,05	26,90	739	453	337	211
Kungsleden	KLED 001229	124,32	1,24	88,59	1175	316,1	309	19
Kungsleden	KLED 011228	129,61	1,30	107,58	2096	381	266	19
Kungsleden	KLED 021228	127,19	1,27	134,93	2170	452	322	19
Ljungberggr	LJGR 961230	200,00	2,00	26,21	103	14	14	13
Ljungberggr	LJGR 971230	125,42	1,25	31,14	162	61	61	13
Ljungberggr	LJGR 981230	122,56	1,23	40,26	188	69	69	15
Ljungberggr	LJGR 991230	114,63	1,15	45,43	164	55	39	15
Ljungberggr	LJGR 001229	196,81	1,97	88,83	403	282	203	15
Ljungberggr	LJGR 011228	91,89	0,92	81,11	254	128	92	15
Ljungberggr	LJGR 021228	95,29	0,95	76,63	286	146	104	15
Lundbergs	LUND 961230	123,53	1,24	91,35	540	601	584	76
Lundbergs	LUND 971230	124,73	1,25	121,83	2051	2480	2023	76
Lundbergs	LUND 981230	80,60	0,81	93,13	1167	1249	1152	76
Lundbergs	LUND 991230	123,66	1,24	111,40	1730	1762	1257	76
Lundbergs	LUND 001229	122,17	1,22	133,82	929	858	806	68
Lundbergs	LUND 011228	111,74	1,12	153,52	2135	1898	1986	68
Lundbergs	LUND 021228	124,04	1,24	182,14	785	652	597	62
Mandamus	MFAS 991230	121,84	1,22	47,73	521	288	201	21
Mandamus	MFAS 001229	131,31	1,31	61,25	482	222	162	21
Mandamus	MFAS 011228	109,52	1,10	67,92	468	188	147	21
Mandamus	MFAS 021228	111,19	1,11	71,11	350	73	50	21
Tornet	TORN 971230	114,14	1,14	103,37	928	203,8	203	28
Tornet	TORN 981230	103,54	1,04	105,28	873	229	449	30
Tornet	TORN 991230	103,07	1,03	110,12	1025	354	266	30
Tornet	TORN 001229	135,75	1,36	138,86	1133	431	346	27
Tornet	TORN 011228	94,86	0,95	137,23	939	790	611	27
Tornet	TORN 021228	108,79	1,09	151,43	1467	536	534	27
Wallenstam	WALL 971230	92,45	0,92	50,49	423	54,8	53	19
Wallenstam	WALL 981230	90,16	0,90	41,37	391	28,9	27	19
Wallenstam	WALL 991230	116,71	1,17	42,34	504	185,9	184	19
Wallenstam	WALL 001229	143,65	1,44	62,61	432	107	96	18
Wallenstam	WALL 011228	118,70	1,19	65,90	445	91	59	17
Wallenstam	WALL 021228	131,03	1,31	87,86	747	379	307	16
Wihlborgs	WIHL 991230	108,67	1,09	46,33	1383	502	361	47
Wihlborgs	WIHL 001229	135,42	1,35	68,48	1602	649	466	65
Wihlborgs	WIHL 011228	110,94	1,11	68,06	1603	704	529	71
Wihlborgs	WIHL 021228	108,51	1,09	73,42	1974	1002	971	77

Foretag/Datum	Avkastning på eget kapital, bv			Mv förändri	Skatt 28%	Res beräknat med marknadsv, M			Avkastning på eget kapital, mv		
	EPS Rörel	EPS res f	EPS res e sk			Rorelsers	Res f ska	Res e ska	EPS Rorelsers	EPS res f ska	EPS res e skatt
CAST 981230	1,197682	1,086379	1,068103301	269	90	967	590	499	1,271743619	1,162440461	1,137419124
CAST 991230	1,216611	1,108704	1,108704319	852	115	1467	1061	946	1,389900332	1,281893355	1,251556146
CAST 001229	1,299488	1,160472	1,119674378	-352	149	639	179	-105	1,193110928	1,054095237	0,968364884
CAST 011228	1,244446	1,127273	1,095623482	569	159	1858	1136	836	1,372168308	1,254995897	1,167709304
CAST 021228	1,335933	1,215849	1,167672796	1103	281	2664	2108	1665	1,573302552	1,453218909	1,364804637
DROT 981230	1,310804	1,196938	1,167246906	4505	349	6473	5752	5 215	2,022274997	1,908408123	1,823574933
DROT 001230	1,325122	1,185412	1,124318247	10784	438	13530	12350	11 396	2,601929414	2,462218384	2,349210545
DROT 011228	1,204653	1,091388	1,070171586	-5136	310	-2657	-4029	-4 596	0,780651879	0,667386685	0,620581412
DROT 021228	1,21448	1,085577	1,05781821	2299	173	4317	2916	2 670	1,458825757	1,30992261	1,263802384
FPAR 001229	1,635165	1,085991	1,065991167	-101	7	130	-77	-84	1,357452155	0,788278339	0,769600812
FPAR 011228	1,382805	1,011484	1,000650677	84	2	264	89,4	83	1,561446979	1,190126363	1,176277338
FPAR 021228	1,750193	1,172611	1,109541144	-37	15	189	15	-19	1,627373704	1,049791564	0,938391238
HEBA 961230	1,147857	1,095597	1,073928657	-7	11	51	30,5	12	1,130012465	1,077752553	1,029316536
HEBA 971230	1,121027	1,086736	1,066564566	132	12	192	175	153	1,36728492	1,325994067	1,308536986
HEBA 981230	1,121008	1,077922	1,060503956	-61	12	5	-18,5	-40	1,009167266	0,968081115	0,926845217
HEBA 991230	1,134373	1,09854	1,073457367	96	15	171	151	122	1,306370968	1,270538106	1,2178638
HEBA 001229	1,144209	1,093291	1,060116336	241	15	322	293,4	271	1,573276893	1,522358511	1,463062338
HEBA 011228	1,143537	1,105911	1,076648079	168	21	271	244	202	1,377656135	1,340028678	1,281109947
HEBA 021228	1,158337	1,114229	1,062561433	208	28	348	309	253	1,39358053	1,349472367	1,265620895
HUFV 961230	1,072576	1,047152	1,024730695	-625	60	-176	-410	-532	0,971551619	0,933728204	0,913975976
HUFV 971230	1,055639	1,03852	1,027322501	1061	72	1435	1319	1 172	1,214250216	1,196931035	1,174947619
HUFV 981230	1,104886	1,041118	1,038364464	2673	68	3269	2907	2 825	1,575290972	1,511584844	1,497238647
HUFV 991230	1,231204	1,151768	1,13782785	-515	162	364	62	-153	1,09574301	1,016307875	0,959672105
HUFV 001229	1,167394	1,099653	1,071069026	4527	143	5382	5036	4 747	2,053701102	1,965960378	1,929473227
HUFV 011228	1,111802	1,084152	1,061325927	1596	107	2260	1977	1 972	1,380531254	1,332880659	1,332092656
HUFV 021228	1,140361	1,086052	1,064018561	3263	127	4002	3716	3 473	1,780220401	1,705891807	1,659761891
KLED 001229	1,905457	1,243567	1,238115935	1175	89	2350	1491,1	1 395	2,810914069	2,149044242	2,075368551
KLED 011228	2,258752	1,228809	1,159746177	2292	107	4388	2673	2 451	3,635211376	2,805268917	2,472139095
KLED 021228	2,073177	1,223537	1,159245686	468	127	2636	920	663	2,3046277	1,454867674	1,328105459
LJGR 961230	1,564586	1,07674	1,076730639	124	4	227	138	134	2,244281675	1,756435556	1,734948401
LJGR 971230	1,466799	1,17577	1,175770133	447	17	609	508	491	2,754819649	2,463790613	2,414574976
LJGR 981230	1,398273	1,146175	1,146174833	17	19	205	86	67	1,434267548	1,162188922	1,141259969
LJGR 991230	1,268758	1,090132	1,063912003	28	15	192	83	52	1,314643707	1,136017852	1,084560496
LJGR 001229	1,585251	1,40953	1,294803684	60	79	463	342	184	1,672384712	1,496664301	1,267289292
LJGR 011228	1,188175	1,094828	1,068157815	229	36	483	357	265	1,357828528	1,264481956	1,211259562
LJGR 021228	1,229923	1,117373	1,063608321	795	41	1081	941	858	1,869044187	1,756494524	1,6896651203
LUND 961230	1,095193	1,05947	1,02949635	-757	168	-217	-156	-341	0,96174638	0,972499702	0,939637809
LUND 971230	1,295688	1,357778	1,291848732	404	694	2455	2884	1 733	1,354171348	1,416061168	1,249954085
LUND 981230	1,126237	1,135107	1,124614539	1505	350	2672	2754	2 307	1,2890365	1,297906632	1,249563883
LUND 991230	1,244822	1,24905	1,177685059	-516	493	1214	1246	248	1,17179989	1,178328386	1,035044913
LUND 001229	1,122112	1,112779	1,105944295	-1305	240	-376	-447	-739	0,950576855	0,941244293	0,902630942
LUND 011228	1,233617	1,207684	1,217313119	-788	531	1347	1110	667	1,147392131	1,121458994	1,072936673
LUND 021228	1,08228	1,06834	1,062574847	669	183	1454	1321	1 063	1,152401721	1,136461261	1,113561293
MFAS 991230	1,579229	1,320188	1,223464706	1092	81	1613	1360	1 212	2,793276489	2,53423531	2,347859073
MFAS 001229	1,491623	1,226432	1,165234168	-20	62	462	202	80	1,471223367	1,206032728	1,081433926
MFAS 011228	1,371961	1,14942	1,11683402	1235	53	1703	1423	1 329	2,353526096	2,130985106	2,05656104
MFAS 021228	1,250889	1,052324	1,035638481	611	20	961	684	641	1,688815596	1,490270414	1,459133942
TORN 971230	1,367227	1,080647	1,060330643	1987	57	2915	2190,8	2 133	2,153519246	1,868939954	1,844042102
TORN 981230	1,286152	1,075062	1,147173477	667	64	1540	896	1 052	1,504762081	1,293691392	1,344785828
TORN 991230	1,32968	1,113929	1,065607829	1304	99	2329	1658	1 471	1,749551257	1,53360066	1,473379113
TORN 001229	1,367346	1,147349	1,118269202	-199	121	934	232	26	1,31931247	1,079315303	1,008998184
TORN 011228	1,25458	1,214183	1,165852981	559	221	1496	1349	949	1,406134476	1,365737923	1,257236576
TORN 021228	1,402454	1,147045	1,146496551	3596	150	5063	4132	3 600	2,36887385	2,13356507	2,09184373
WALL 971230	1,451236	1,058458	1,056537851	491	15	914	545,8	529	1,975011242	1,58223319	1,563944796
WALL 981230	1,409067	1,030237	1,02624866	313	8	704	341,9	332	1,736565464	1,357715529	1,347261321
WALL 991230	1,643607	1,237394	1,234967535	-160	52	344	25,9	-28	1,43928713	1,033074234	0,964177667
WALL 001229	1,567164	1,140478	1,126036437	1436	30	1866	1543	1 502	3,452458995	3,025773142	2,971997596
WALL 011228	1,411971	1,084246	1,054620915	932	25	1377	1023	966	2,274796602	1,947071114	1,893657382
WALL 021228	1,703332	1,356845	1,289053595	-850	108	-103	-471	-649	0,903021107	0,55653341	0,368825832
WIHL 991230	1,747942	1,271487	1,195232857	-157	141	1226	345	63	1,683034578	1,188579677	1,034309085
WIHL 001229	1,531935	1,215497	1,154732713	3087	182	4689	3736	3 371	2,556956414	2,240518056	2,119414805
WIHL 011228	1,329718	1,144805	1,108609116	2133	197	3736	2837	2 465	1,768451527	1,563537736	1,506997002
WIHL 021228	1,379146	1,182454	1,186499904	-817	281	1157	185	-127	1,222224911	1,035532937	0,975691629

Aktieavkastning/Avk EK Bokfört värde

