



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Alternativa mått i fastighetsbranschen

En jämförelse av mått o modeller för analys av fastighetsbolag

Magisteruppsats i Företagsekonomi
Externredovisning och Företagsanalys
Vårterminen 2011

Författare:
Marcus Karlsson 830815

Handledare:
Thomas Polesie

Förord

Det är med stor lättnad jag, efter tio veckors arbete, kan lägga fram min magisteruppsats i externredovisning och företagsanalys.

Efter fyra år i det akademiska har jag ibland fått intrycket att det är inom akademin som de rätta svaren finns, och att företagen där ute är lite dumma som inte gör som akademin säger. Men efter att ha varit ute och pratat med praktiker kan jag konstatera att många av de klokaste personerna finns ute 'i fält'.

Med det vill jag börja med att tacka Håkan Hellström, VD på Castellum, för att, genom att ha delat med sig av sin erfarenhet och kunskaper, bidragit med ovärderliga insikter om fastighetsbranschen och företagsanalys generellt och därmed fört mina egna kunskaper framåt på ett sätt som jag aldrig kunnat klara av själv.

Jag vill också tacka Bo Ullström för att ha bidragit med värdefulla synpunkter i arbetets slutskede.

Till sist vill jag tacka min handledare, Professor Thomas Polesie för att ha väglett och styrt uppsatsen, men framförallt för att ha bidragit med idéer om företagsanalys och ekonomi generellt.

Tack igen!

Göteborg 2011-05-31

Marcus Karlsson

Sammanfattning

Inledning

IFRS-regelverket infördes 2005 och det har påverkat fastighetsbolagens redovisning. Branschen har genom organet EPRA tagit fram egna mått som kan användas för utvärdering och analys av fastighetsbolagen. Studien skall belysa dessa skillnader och forskningsfrågan lyder: *Hur påverkas redovisningens relevans när man fokuserar på branschspecifika mått kontra mått enligt IFRS, för fastighetsföretag?*

Metod

Metoden som används för att hitta intressant data att analysera heter "Lens model". Metoden skall avspegla hur en expert analyserar ett företag, först tittar man brett på företaget i sin miljö, sedan studerar man företaget enskilt för att till sist gå ner på enskilda poster i räkenskaperna.

Teoretisk Referensram

Huvudteorin är agencyteori. Teorin skall förutse vissa beteenden som rationella individer gör när en individ är tillsatt för att maximera vinsten åt en annan. Det uppstår då kostnader för den principalen, den som äger, för att styra agenten, den som är tillsatt.

Resultat

Måtten är olika vad gäller resultat- och balansmått. För resultatmått är syftet så olika att det är svårt att jämföra relevansen. För balansmålet är den största skillnaden uppskjuten skatt, en post där relevansen är relativt låg på grund av ett flertal faktorer.

Diskussion och Slutsats

I slutsatsen sammanfattas och fördjupas reflektionerna från föregående kapitel. Hur står skillnaden blir om man redovisar enligt IFRS eller med branschmätt beror på företagets affärsidé och strategi. Avvikelsen blir större ju längre sikt man förvaltar fastigheterna på. Skillnaden beror på uppskjuten skatt där man har mindre relevans till förmån för tillförlitlighet.

Inledning och Bakgrund	6
<i>Studiens syfte</i>	<i>8</i>
Metod	9
<i>Modell och Perspektiv</i>	<i>9</i>
<i>Nivå 1: Företagen och marknaden</i>	<i>9</i>
<i>Nivå 2: Företagen.....</i>	<i>10</i>
<i>Nivå 3: Enskilda poster</i>	<i>10</i>
<i>Avgränsningar</i>	<i>10</i>
<i>Urval</i>	<i>10</i>
<i>Antaganden</i>	<i>11</i>
<i>Val av mått</i>	<i>11</i>
<i>Net Asset Value, EPRA NAV</i>	<i>11</i>
<i>Förvaltningsresultat, EPRA Earnings</i>	<i>12</i>
<i>Nyckeltal</i>	<i>12</i>
Teoretisk Referensram.....	13
<i>IAS 40</i>	<i>14</i>
<i>IAS 39.....</i>	<i>14</i>
<i>IAS 12.....</i>	<i>14</i>
<i>Fyrkantsmodellen</i>	<i>15</i>
<i>Agency.....</i>	<i>15</i>
Resultat	17
Nivå 1	17
<i>Tolkningar.....</i>	<i>22</i>
<i>Reflektion</i>	<i>22</i>

Nivå 2	24
<i>Castellum</i>	<i>24</i>
<i>Fabege</i>	<i>26</i>
<i>Hufvudstaden</i>	<i>28</i>
<i>Kungsleden</i>	<i>30</i>
<i>Wihlborgs</i>	<i>32</i>
<i>Wallenstam</i>	<i>34</i>
<i>Reflektioner kring nivå 2</i>	<i>36</i>
Nivå 3	37
<i>Temporära skatteskillnader - uppskjuten skatt</i>	<i>37</i>
<i>Reflektion om nivå 3</i>	<i>39</i>
<i>Sammanfattning</i>	<i>39</i>
Diskussion & Slutsats	41
<i>Förslag till fortsatt forskning</i>	<i>44</i>
<i>Källförteckning</i>	<i>45</i>
Bilaga 1	47
Resultat av modell, nivå 1	47
<i>Definitioner</i>	<i>55</i>

Inledning och Bakgrund

Kapitlet syftar till att ge en inblick i problematiken kring fastighetsbolagens redovisning. Det börjar med en kort inledning och mynnar ut i forskningsfråga samt syfte. Meningen är att läsaren skall förstå motiven till att just den här problematiken har studerats.

År 2005 infördes IFRS-regelverket för alla börsnoterade koncerner i EU. För fastighetsföretagen innebar det en stor förändring, man kunde nu redovisa sina fastigheter till verkligt värde, och värdeförändringar påverkade resultatet. Alla större svenska fastighetsbolag har valt att redovisa till verkligt värde¹.

Införandet av verkligt värde har inneburit problem för redovisningen eftersom värdet alltid blir en uppskattning². IAS 40, som reglerar redovisning av de fastigheter som fastighetsföretagen innehar, förespråkar att man skall basera värderingen utifrån värden hämtade på en aktiv marknad, en skrivning som är liknande den man har för finansiella instrument.

Till skillnad från finansiella instrument är fastigheter unika. Att fastigheten breddvid såldes för en viss summa betyder inte att ens egna fastighet har samma värde. Man bör justera för faktorer såsom uthyrningsgrad, byggnadens disposition, hyresgästernas betalningsförmåga på sikt och mycket mer. Det finns andra faktorer som skiljer fastighetsmarknaden från andra marknader, den är i regel mindre likvid och det går inte att spekulera i en nedgång på samma sätt som man kan med aktiemarknaden³.

Det faktum att man i princip uteslutande inom fastighetsbranschen valt att redovisa till verkligt värde kan tyda på att man anser att verkligt värde, oavsett de problem som det medför, är mer relevant än anskaffningsvärde⁴.

Det finns dock vissa delar av IFRS som branschorganet EPRA, som representerar ett stort antal av de noterade europeiska fastighetsbolagen, anser inte speglar verkligheten på ett korrekt sätt och man har därför, tagit fram jämförelsemått som man anser vara bättre än de mått man får av bara redovisning enligt IFRS.

Man anser bland annat att eget kapital har liten relevans:

“NAV reported in the financial statements under IFRS does not provide stakeholders with the most relevant information on the fair value of the assets and liabilities within an ongoing real estate investment company with a long-term investment strategy.”⁵

¹ Bengtsson 2006

²Lorentzon 2011

³The Economist: *A special report on property*, 2010. Enligt artikeln finns det dock ett undantag; den engelska banken HSBC sålde sitt huvukontor i London år 2006, för att sedan köpa tillbaks den under hösten 2008 för ett mindre belopp.

⁴Lorentzon 2011

⁵ EPRA BPR 2010 sidan 6

Med relevans menas den, inom redovisningsteori, kvalitativa egenskapen relevans. Den definieras enligt IASB som hur bra redovisningen är som underlag för beslutsfattande, och man anser att den primära intressenten är en som skall fatta ett beslut rörande handel med företagets värdepapper. Om redovisningen är relevant för den intressenten blir den automatiskt relevant för övriga intressenter⁶.

Det är just dessa "stakeholders" som EPRA anser inte ges rätt information genom IFRS-måtten och EPRA anser att deras mått är mer relevanta.

Förutom ett alternativt mått för eget kapital har EPRA också tagit fram ett mått för att mäta ett företags prestation under en period, det vill säga resultat. Även här anser man att det finns brister i IFRS som man tycker åtgärdas genom sitt eget mått.

"For real estate investment companies, a key measure of a company's operational performance and the extent to which its dividend payments to shareholders are underpinned by earnings is the level of recurring income arising from core operational activities. Unrealised changes in valuation, gains or losses on disposals of properties and certain other items do not necessarily provide an accurate picture of the company's underlying operational performance."⁷

EPRA Earnings utgår ifrån resultatet enligt IFRS men tar bort poster som EPRA anser inte är relevanta för att mäta ett företags prestation eller för att bedöma framtida kassaflöden, framför allt är det orealiserade värdeförändringar som tas bort.

Det finns inte mycket tidigare forskning på just huruvida vissa mått är mer eller mindre relevanta. Den forskning som gjorts har främst fokuserats på att problematisera kring redovisning till verkligt värde⁸ eller att studera hur företagens eget kapital och börsvärde sammanfaller⁹.

För att studera relevans för de olika måtten har det antagits att den bästa metoden är att försöka sätta sig in i en intressents perspektiv, som skall fatta ett beslut rörande värdet på ett företags värdepapper. För att möjliggöra en sådan analys på ett någorlunda strukturerat sätt och dessutom öka studiens generaliserbarhet används "Lens Model", den beskrivs mer ingående nedan.

Det kan uppstå diskrepanser i hur intressenterna, företagen och andra uppfattar vad som är relevant. För att försöka belysa dessa och förklara dem används Agency-, eller principal-agent teori. Det är en etablerad teori som först lanserades 1937 av Ronald Coase i och med hans banbrytande artikel *The Nature of the Firm*, teorin har sedan har utvecklats och bland annat förklarats i mer matematiska termer av Jensen och Meckling, men teorin får fortfarande anses relevant även i sin ursprungsform.

⁶ IASB:s föreställningsram

⁷ EPRA BPR sid. 7

⁸ Lorentzon 2011

⁹ Bengtsson 2006, Liow & Li 2006

IFRS-redovisningens Rapport över finansiell ställning och Årets resultat är de svar på stillbild och mått för utvärdering som måste redovisas enligt gällande lag. Branschens egna mått är frivilliga och publiceras utanför räkenskaperna, även om de bygger på dessa. En intressant fråga är då hur företagens stillbild samt utvärderingsmått skiljer sig och hur skulle en potentiell analytiker se på företaget utifrån de olika måtten.

Forskningsfrågan blir således:

Hur påverkas redovisningens relevans när man fokuserar på branschspecifika mått kontra mått enligt IFRS, för fastighetsföretag?

Studiens syfte

Studiens syfte är att med hjälp av lens model utvärdera och jämföra olika mått för analys av fastighetsföretag samt att förklara och motivera varför något mått är mer relevant med hjälp av agencyteori.

Metod

I metodkapitlet som följer nedan redogörs för de metodval som har gjorts. Modellerna och nyckeltalen som används presenteras och redogörs för.

Modell och Perspektiv

Studien bygger på flera modeller. Siffror har samlats in från respektive företags redovisning och har tolkats. För att försöka besvara frågan har författaren gjort en analys av marknaden, företagen och räkenskaperna ur ett agencyperspektiv. Det innebär att informationen har studerats som om den skulle vara föremål för ett beslut rörande företagen.

Till det syftet tillämpas en övergripande modell, lens model, och två grafiska modeller som används för den första och andra nivån i lens model.

Lens model bygger på en analys i flera nivåer, i det här fallet tre nivåer. Modellen presenterades som en metod för att beskriva revision och analys, av Norman Macintosh. Modellen skall avspegla hur en erfaren expert tar sig an ett analysproblem. Modellen kräver en del kunskaper för att man skall få ett vettigt resultat, man skall göra vettiga tolkningar av vad som skall studeras på nästa nivå¹⁰.

Lens model anses lämpligt för den här typen av studie eftersom studien försöker anta ett utomstående perspektiv av en aktör som skall fatta ett beslut. Lens model ger då en struktur så att läsaren kan följa med beslutsfattandet, den ökar även reliabiliteten i studien. Nackdelen med modellen är att det finns en subjektivitet inbyggd och att resultaten därför kan vara påverkade av de val som gjorts när man beslutat vad man skall titta på i de lägre nivåerna.

Nivåerna är; företagen och marknaden, de enskilda företagen och enskilda poster.

Nivå 1: Företagen och marknaden

Den första modellen som används är interaktiv och grafisk. En interaktiv modell kan på grund av sin natur inte överföras till papper med all information bibehållen, läsaren uppmanas därför att titta på modellen i sin ursprungliga form. För att göra en analys har bilder på modellen vid olika tidpunkter tagits och det är dessa som exemplifieras för analysen. Bildtexten till modellerna är tolkning som är gjord i syfte att underlätta förståelsen för modellen, så att läsaren skall kunna göra egna tolkningar.

För att få ett brett perspektiv på företagen och den omgivande marknaden används en modell som utgår ifrån fyrkantsmodellen¹¹ men som utvidgar den och lägger till marknaden som en variabel.

I modellen finns det fyra variabler, samt tid. Resultat och balansräkning från fyrkantsmodellen jämförs med börsvärde var för sig. Men istället för hela räkenskaperna jämförs NAV och EPRA Earnings med börsvärde.

¹⁰ Macintosh 1985

¹¹ Polesie 1995, för en kortare beskrivning, se avsnittet Teoretisk Referensram

Jämförelsen mellan NAV och börsvärde utgör en axel i modellen och jämförelsen mellan EPRA Earnings och börsvärde den andra axeln.

Rörelser i grafen visar hur förhållandet mellan börsvärde och andra variabler ändras. Rörelser upp och ner visar förändringar i NAV utan att någon annan variabel ändras, rörelser i sidled visar förändringar i förvaltningsresultat efter skatt utan att någon annan variabel ändras. Om företaget rör sig diagonalt, ned och åt höger eller upp och åt vänster avspeglar det en ren kursrörelse utan någon förändring i räkenskaperna. Alla jämförelsetal är nyckeltal, relationsmått i syfte att få jämförbara siffror för företag som är olika stora.

Nivå 2: Företagen

I den andra delen är fokus riktat på de enskilda företagen för sig, balansräkning samt resultaträkning har ställts upp grafiskt, för att göra resultatet mer överblickbart har antalet företag minskats ifrån tio till de sex svenska företagen som finns med.

Modellen visar stillbilder av företagen, deras balansräkning grafiskt, först enligt IFRS, sedan justerat enligt EPRA NAV. Meningen är att läsaren skall få en uppfattning om hur företaget är strukturerat samt vilken skillnad det blir om man tittar på stillbilden enligt IFRS eller enligt EPRA.

Sedan ställs resultatmåttan upp grafiskt, både årets resultat enligt IFRS och enligt EPRA. Det ger en tydlig bild av hur måtten skiljer sig.

Nivå 3: Enskilda poster

I den tredje fasen av studien studeras poster i de enskilda företagens räkenskaper. Det var inte givet på förhand vilken eller vilka poster som skulle ingå. Antalet företag har minskats även i denna nivån till att innehålla de tre som verkade mest intressanta.

Avgränsningar

Studien har fokuserats på tio fastighetsföretag. Antalet företag minskar för varje steg i analysen, detta syftar till att ge fördjupning utan att materialet blir för omfattande. Antalet företag är valt för att få ett material som inte var för stort för att tolka men som ändå uppvisade en viss grad av generaliserbarhet. Tidsperspektivet och den geografiska spridningen på företagen har valts för att de alla använder samma redovisningsprinciper, IFRS.

Urval

Ett urval på 10 företag gjordes på basis av hur relevanta de ansågs för analys. Sex svenska företag valdes ut på grund av hur stor omsättning deras aktier hade på börsen under studieperioden. Detta eftersom börsvärde ingår som en parameter i analysen och ekonomisk teori säger att det behövs en viss omsättning för priset som marknaden kommer fram till skall avspegla den information som finns tillgänglig. Sedan valdes fyra utländska företag på basis av hur stora de var och hur tillgängliga deras räkenskaper var för analys.

Antaganden

Den analys som görs bygger på flera antaganden. För det första bygger den på att materialet, som främst kommer från årsredovisningar, är jämförbart. Det vill säga att liknande tillgångar och händelser i olika företag har redovisats likadant. Det finns emellertid data som tyder på att jämförbarheten mellan företag som redovisar till verkligt värde kan vara bristande¹².

Rimliga antaganden har gjorts i de fall företagen ej redovisar EPRA NAV och EPRA Earnings, eller redovisar alla siffror som krävs för att exakt bestämma dessa enligt normerna. Dessa antaganden kan göra att analysen skiljer sig marginellt i det fall en annan, liknande, analys skulle göras med samma data.

Val av mått

Studien använder andra tal i resultat- och balansräkningen utöver de som blir framstående när man redovisar enligt IFRS. Mätetal framtagna av den europeiska fastighetsföretagsorganisationen EPRA används. Dessa skall avspegla prestationen hos fastighetsbolag med långsiktig förvaltning som främsta mål¹³.

Net Asset Value, EPRA NAV

Net asset value, eller NAV, är ett vanligt begrepp inom framförallt finansbranschen. Det betyder egentligen nettovärde av tillgångar och kan tolkas ner till att betyda ett företags eller fonds eget kapital. En sökning på Net asset value i databasen JSTOR ger över 30 000 träffar¹⁴. Det finns olika definitioner på vad NAV är för något men de går alla ut på någon form av eget kapital, vad ägarna har för krav på en rörelse. För fastighetsbranschen har det europeiska branschorganet för noterade fastighetsföretag (EPRA) tagit fram en metod för att räkna ut ett NAV baserat på företagets underliggande IFRS-redovisning. Man drar ifrån vissa skulder för att på så sätt få ett, enligt EPRA, bättre mått på vad ett företags substansvärde är.

Studier har visat att fastighetsföretags NAV och börskurs verkar korrelera på lång sikt¹⁵, det är dock inte EPRA NAV man menar i den studien, då den gjorts på asiatiska företag.

EPRA NAV är ett mått som skall spegla det långsiktiga värdet på ett fastighetsbestånd, istället för eget kapital. Den största skillnaden mot eget kapital redovisat enligt IFRS är att man återför uppskjuten skatt till NAV istället för att redovisa det som en skuld. Detta sker av framförallt två skäl, dels så kommer den uppskjutna skatten aldrig att realiseras om man innehar fastigheterna på lång sikt, vilket är utgångspunkten för EPRA:s mått, dels så kan företagen sälja fastigheterna med en mycket lägre aktuell skatt om de säljer dem som en del av ett företag. Man tar även bort balanserade derivatinstrument eftersom man antar att de kommer hållas till att de förfaller¹⁶.

¹² Lorentzon 2011

¹³ EPRA BPR

¹⁴ Sökning gjord 2011-04-28

¹⁵ Liow & Li 2006

¹⁶ EPRA BPR 2010

Förvaltningsresultat, EPRA Earnings

Förvaltningsresultat är ett mått som avspeglar resultatet av att hyra ut, förvalta och finansiera en fastighet. Man börjar med driftsnettot, fastigheternas intäkter och kostnader, och drar sedan av central administration och finansnetto.

EPRA Earnings bygger på förvaltningsresultat, men det är efter skatt. I den här studien har 5% skattesats antagits för alla företag, det är en nära approximation av vad företagen faktiskt betalar.

Till skillnad från Årets resultat enligt IFRS finns inte värdeförändringar, realiserade eller orealiserade, eller enskilda händelser med i EPRA Earnings. Meningen är att det skall visa företagets långsiktiga intjäningskapacitet på huvudverksamheten. Måttet kallas på svenska för förvaltningsresultat, På engelska kallas måttet i vissa fall för Recurring Income. Den enda väsentliga skillnaden är att EPRA Earnings är efter skatt. En skatt på 5% har antagits för alla bolag, det är nära den aktuella skatten man faktiskt betalar.

Nyckeltal

För att få en uppfattning om hur marknaden värderar ett företags långsiktiga resultat så ställs det i förhållande till aktuell aktiekurs vid bokslutet. Detsamma gäller för det långsiktiga substansvärdet (NAV), substansvärdet per aktie ställ i förhållande till den aktuella aktiekursen. Belåningsgraden är justerad på samma sätt som man justerar eget kapital för att få ut NAV. Det definieras som $(\text{Tillgångar} - \text{NAV}) / \text{Tillgångar}$. Storleken på företagen har definierats som storleken på deras balansomslutning.

Teoretisk Referensram

I följande kapitel presenteras de teorier som används för att försöka analysera det empiriska materialet, i syfte att besvara forskningsfrågan. Huvudteorin är Agencyteori och den presenteras sist.

Redovisningsteori & IFRS

Företag har, sedan företag som vi känner dem idag och även långt tidigare, redovisat enligt den dubbla bokföringens princip¹⁷. Det innebär att man får ut en balansräkning, som visar företagets tillgångar, skulder och eget kapital, samt en resultaträkning som visar hur mycket vinst eller förlust man har gjort under perioden¹⁸.

Redovisningsteori har länge utgått ifrån ett praktikerperspektiv, man dokumenterar vad praktiker gör och varför. Nomenklaturen i redovisningen är till stor del utvecklad av praktiker, uttryck som jämförbarhet, försiktighet och realisationsprincip har alla sitt ursprung i det praktiska fältet¹⁹. Den nomenklaturen är den som används normgivare och de går igen i IASBs ramverk²⁰.

Sedan IFRS-regelverket blev obligatoriskt för börsnoterade koncerner har verkligt värde på tillgångar introducerats för bland annat fastighetsbranschen. Verkligt värde har funnits som begrepp inom akademien sedan 70-talet, men det var först på 2000-talet som det kom att tillämpas på praktisk redovisning²¹.

International Financial Reporting Standards eller IFRS, är samlingsnamnet på de redovisningsregler som ges ut av International Financial Standards Board, IASB, i London. De reglerna skall genom en EU-förordning tillämpas i alla företag vars värdepapper handlas på en reglerad marknad. IASB har definierat fyra kvalitativa egenskaper som redovisningen bör ha för att leva upp till sitt syfte. De är relevans, reliabilitet, begriplighet och jämförbarhet²².

Relevans definieras som hur användbar redovisningen är för att använda som underlag för beslut, man har också definierat handlare på värdepappersmarknaden som de primära intressenterna, och menar att om man tillgodoser deras behov så tillgodoser man också andra intressenters behov. De andra kvalitativa egenskaperna följer av relevansen. Tillförlitlighet betyder att siffrorna som utgör den finansiella rapporteringen skall stämma överens med verkligheten i så hög grad som möjligt. Begriplighet innebär att användarna måste förstå

¹⁷ Macintosh 2001

¹⁸ Whittington 1992

¹⁹ Whittington 1992

²⁰ IASBs föreställningsram

²¹ Lorentzon 2011

²² IASBs föreställningsram

informationen i rapporterna, givet en viss förkunskap och jämförbarhet innebär att siffrorna skall vara jämförbara över tiden samt mellan företag²³.

De delar av regelverket som är mest relevanta för att studera fastighetsbolag är: IAS 40, förvaltningsfastigheter IAS 39, Finansiella instrument samt IAS 12, Inkomstskatter.

IAS 40

IAS 40, förvaltningsfastigheter, tillåter företagen att värdera sina förvaltningsfastigheter till "verkligt värde". Standarden ger en hierarkisk modell för hur värderingen bör gå till, i första hand skall man titta på jämförbara transaktioner på en aktiv marknad och i sista hand skall man använda sig av modeller för att beräkna ett hypotetiskt marknadsvärde²⁴. Alla de svenska noterade fastighetsbolagen har valt att redovisa verkligt värde i balansräkningen och får därmed värdeförändringar i resultaträkningen²⁵.

IAS 39

IAS 39, finansiella instrument, är applicerbar på grund av att flertalet fastighetsföretag idag säkrar sina räntor med derivatinstrument för att minska volatiliteten. IAS 39 definierar finansiella instrument och bestämmer hur de ska värderas. Derivatinstrument skall alltid värderas till verkligt värde och omvärderas via resultaträkningen om man inte tillämpar säkringsredovisning, då kan man skjuta upp resultateffekten tills dess att säkringen har utfört sitt syfte och därmed minska volatiliteten²⁶. Säkringsredovisning används inte av några av de studerade företagen i dagsläget men det har tillämpats i några av de studerade perioderna.

IAS 12

IAS 12, inkomstskatter, behandlar främst hur företag skall redovisa sin faktiskt betalda, eller aktuella skatt och de temporära skatteskillnader som uppstår till följd av koncernredovisningen²⁷. Där man kan ha olika bokförda värden på tillgångar i skatteredovisningen och i koncernredovisningen. För svensk del innebär det skillnader i juridisk persons årsredovisning och koncernredovisning, eftersom skatten är kopplad till den finansiella rapporteringen i Sverige. Eftersom alla studerade företag använder verkligt värde i koncernredovisningen medan det är förbjudet i juridisk person i Sverige så uppstår det alltid skillnader, vilket gör det motiverat att studera IAS 12 som en del av analysen.

Om det finns en skillnad i värde på en tillgång, så skall man enligt IAS 12 föra över den del av skillnaden som motsvarar bolagsskatten till en uppskjuten skatteskuld eller skattefordran. När man sedan realiserar tillgången eller avskrivningar gör att det skattemässiga och koncernredovisningsmässiga värdet blir samma, så bokas posten bort.

²³ IASBs föreställningsram

²⁴ IAS 40

²⁵ Bengtsson 2006

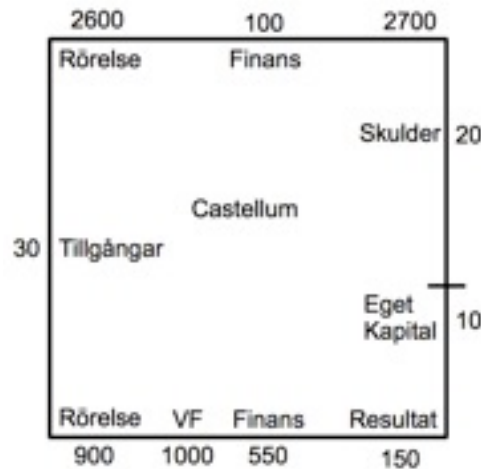
²⁶ IAS 39

²⁷ IAS 12

I den här studien används EPRA NAV och IFRS för att ge två alternativa stillbilder av företagen, samt EPRA Earnings och IFRS för att ge två olika resultatmätt.

Fyrkantsmodellen

Fyrkantsmodellen är en grafisk modell för att studera företag. Man ställer upp periodens utgående balansräkning på den vertikala axeln med tillgångar på ena sidan och skulderna på den andra. Sedan ställer man upp resultaträkningen på den horisontella axeln med intäkter på ena sidan och utgifter på den andra. Årets resultat läggs så att sidorna balanserar. Genom att studera fyrkantens proportioner samt förändring över tid kan man se förhållande mellan operativ drift och finansiering samt utveckling över tid²⁸.



Bilden ovan exemplifierar en fyrkant för Castellum. Det som skiljer mellan de olika måtten är var gränsdragningen mellan eget kapital och skulder skall dras samt hur bred rutan skall vara. Vad som skall räknas in i resultatet.

Agency

Agencyteorin, eller principal-agent teorin, har sin utgångspunkt i ekonomiska antaganden om människans natur att maximera sin egen vinst, rationella förväntningar och asymmetrisk information. För ett företag kan teorin appliceras på ägarens förhållande till ledningen. Det betyder att man har en ägare, en principal, och ledningen, en agent. Principalen har tillsatt agenten för att maximera principalens utdelning, medan agenten har egna syften och därtill besitter mer information om företaget än vad principalen gör²⁹.

²⁸ Polesie 1995

²⁹ Coese 1937

Ett agerande i syfte att maximera principalens vinst är inte nödvändigtvis samma agerande som maximerar agentens vinst. För principalen uppstår därför ekonomiska kostnader och om principalen vill minimera dessa kostnader så är det i hennes intresse att likställa agentens intressen med sina egna. Kostnaderna för principalen består förutom de ekonomiska kostnaderna av agentens, för principalen, icke-optimala agerande också i kostnader för att övervaka och styra agenten³⁰.

En tolkning av agencyteori är att agenten gärna vill förhålla sig till ett avkastningskrav ifrån principalen. Upp till det kravet kommer då agenten att arbeta så hårt hon kan, för att sedan kanske inte ta sig an alla potentiellt vinstgivande projekt när kravet är uppfyllt. Principalen måste då sätta ett uppnåeligt, men inte för lågt avkastningskrav.

Värdet på en tillgång, både en fastighet och en aktie bör kunna definieras som summan av alla diskonterade framtida kassaflöden. Man kan aldrig säkert veta de framtida kassaflödena, de blir alltid prognoser som kan vara mer eller mindre tillförlitliga. Diskonteringsräntan bör avspegla risken i investeringen, en hög risk ger en högre ränta än en låg risk. Värdet på tillgången ökar när räntan sjunker eller när de förväntade framtida kassaflödena ökar och värdet sjunker om räntan ökar eller om de förväntade framtida kassaflödena minskar.

Aktörerna på marknaden sätter priset så att avkastningskravet motsvarar den risk de förknippar med tillgången.

³⁰Jensen & Meckling 1976

Resultat

I följande kapitel presenteras resultaten för de tre olika nivåerna i studien, efter varje nivå följer en reflektion och analys som i huvudsak bygger på den tidigare givna teoretiska referensramen.

Nivå 1

Den första modellen innehåller marknadspriser, EPRA NAV, EPRA Earnings, Belåningsgrad samt tiden. Den första bilden visar snittrörelser för *hela perioden*. De andra visar stillbilder för *varje år*. För att öka läsbarheten har enbart de svenska företagen markerats i bilderna, för att se bilderna utan markeringar, se bilaga 1.

Snittrörelser 1/1/2005-1/1/2011



Bild 2: Snittrörelser för de studerade företagen i modellen.

Bilden visar hur medelvärdet har förändrats under den studerade perioden. Först uppåt och till vänster innan krisen, sedan kraftigt nedåt och till höger och till sist en återhämtning upp och till vänster igen.

31/12/2004

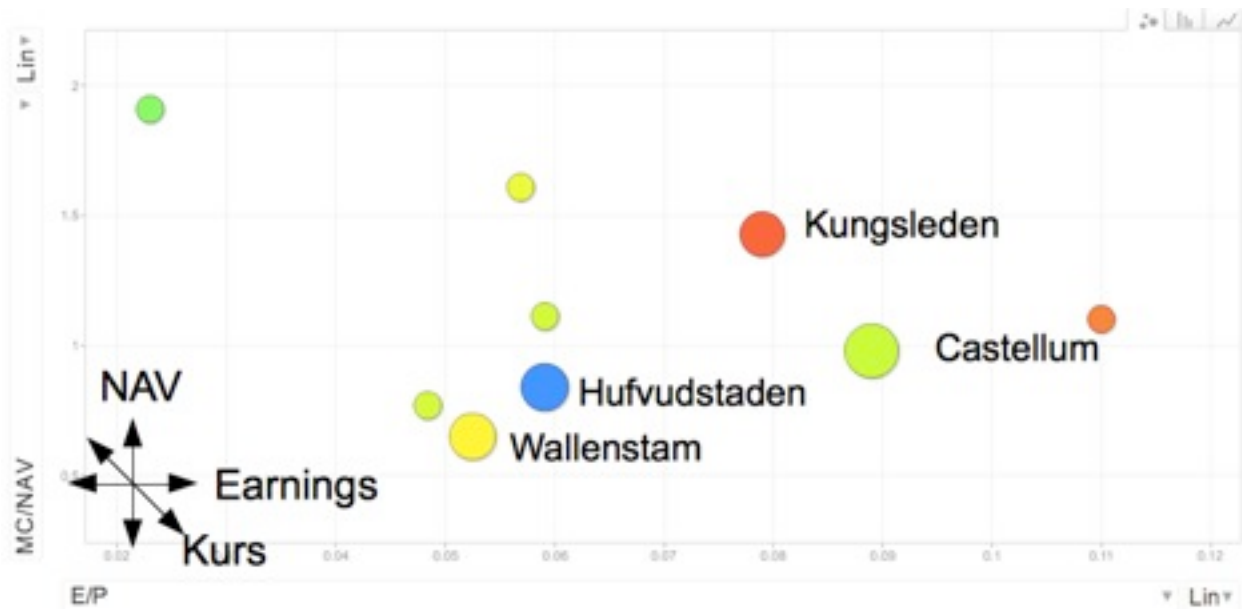


Bild 3: 31/12/2004

31/12/2005

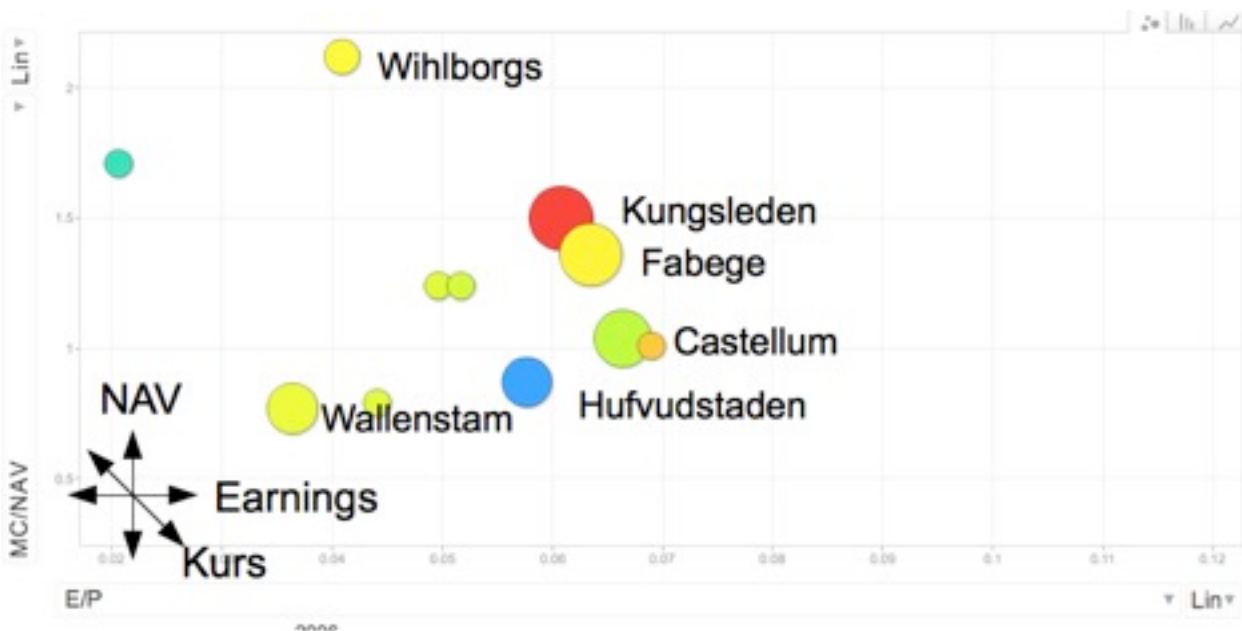


Bild 4: 31/12/2005

Bilderna ovan visar förhållandena i början och slutet av 2005. Det man kan se är att under 2005 så förskjuts företagen generellt åt vänster i modellen. Det betyder att avkastningskraven sjunker. Förhållandet mellan bokförda värden och börskurs är ungefär samma.

31/12/2006

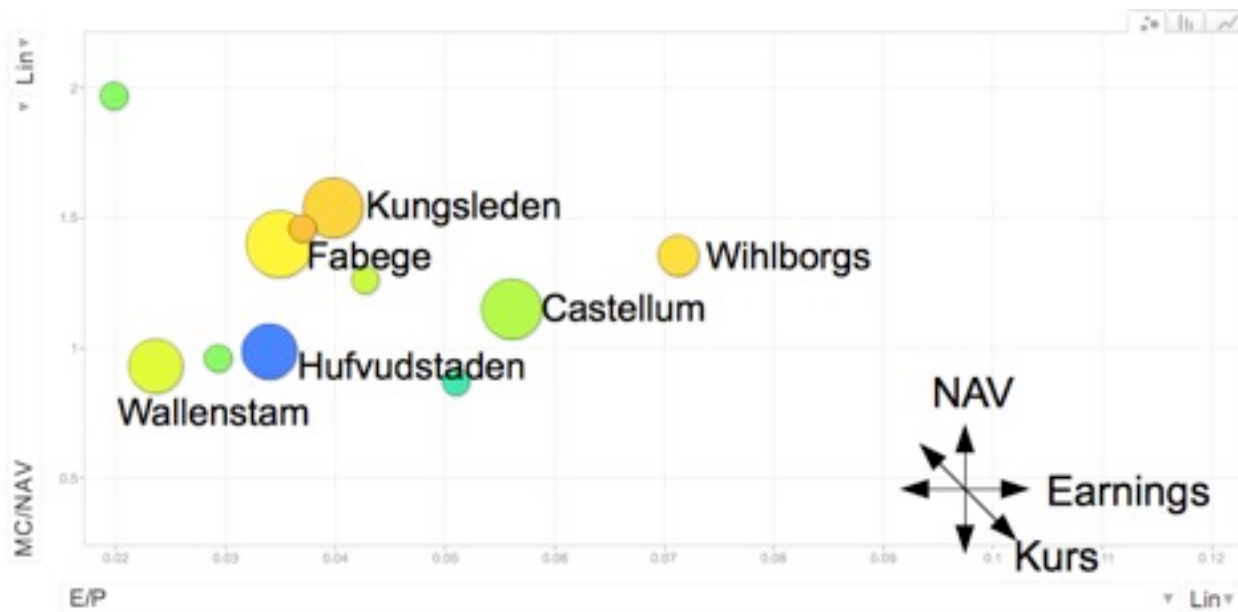


Bild 5: 31/12/2006

31/12/2007

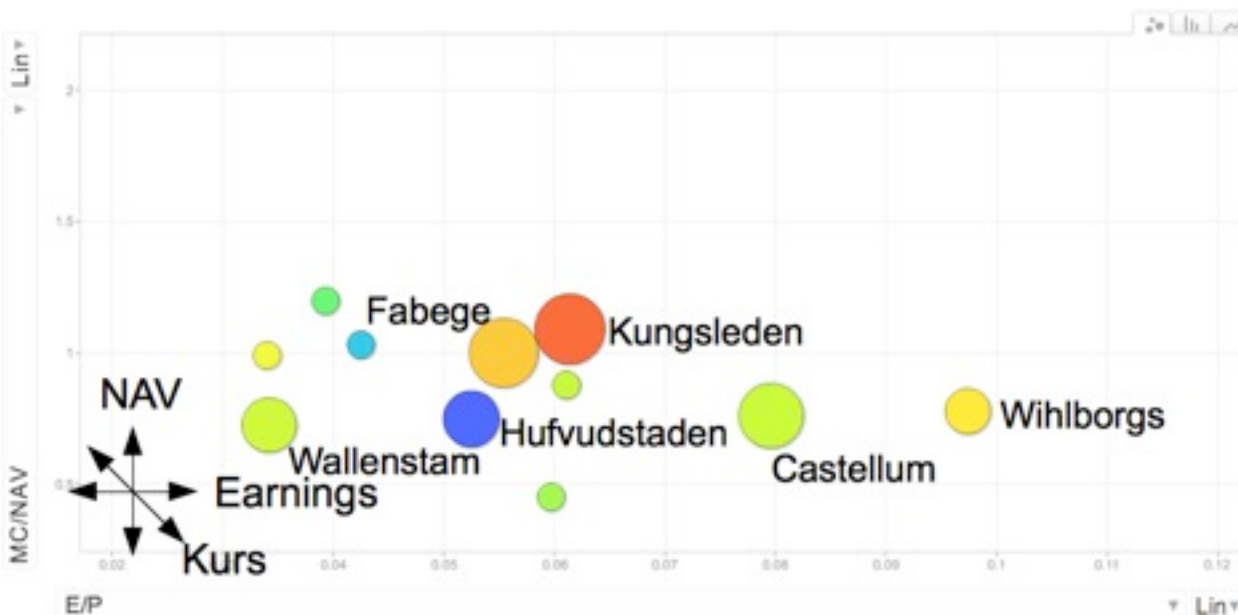


Bild 6: 31/12/2007

Under 2006 förskjuts företagen ytterligare åt vänster i modellen, medan de under 2008 börjar gå åt höger. Generellt sett så minskar kursen i förhållande till substansvärdet också, det tyder på att aktörerna på marknaden kanske tror att värdet på fastigheterna kommer sjunka.

31/12/2008

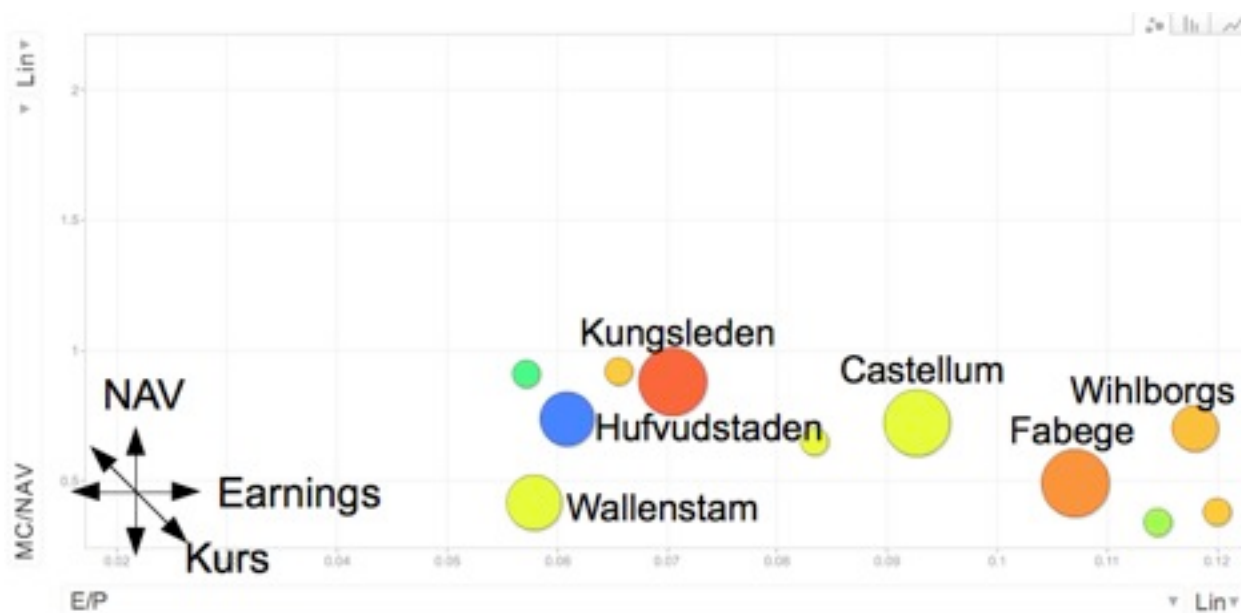


Bild 7: 31/12/2008

31/12/2009

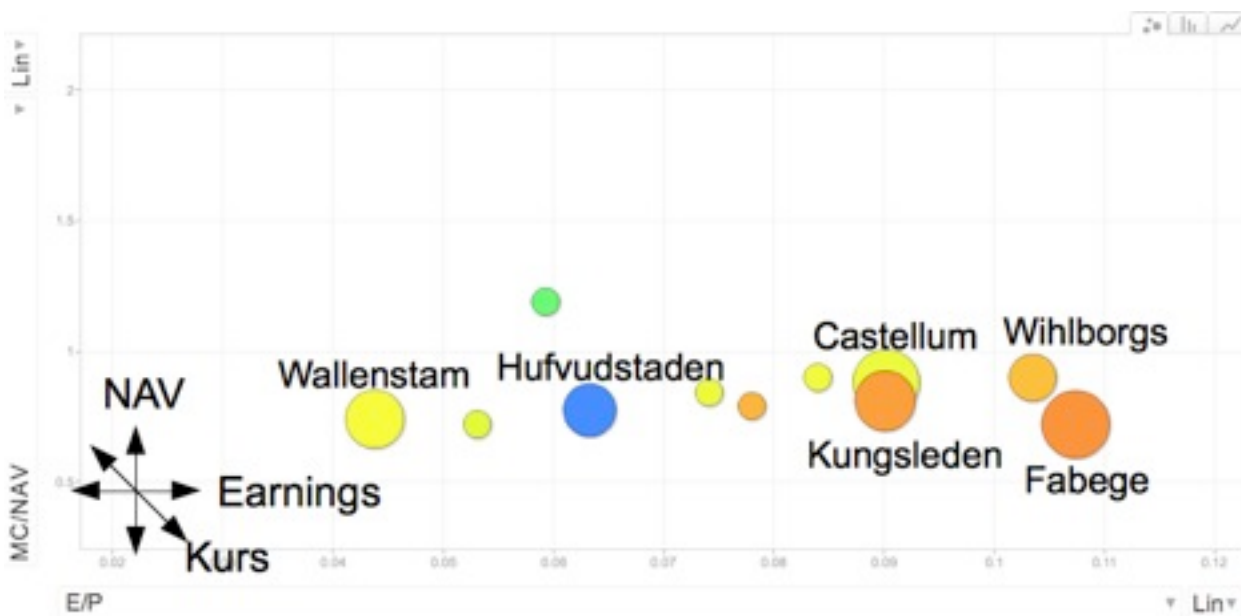


Bild 8: 31/12/2009

Under 2008 förskjuts företagen återigen åt höger och nedåt. Avkastningskraven ökar ytterligare och företagen ligger generellt sett under bokfört värde. Under 2009 stabiliseras förhållandena något, här kan vi se att förhållandet mellan börskurs och NAV ligger ganska nära för alla de studerade företagen. Skillnaderna har generellt sett minskat under hela den studerade perioden (se sista bilden i bilaga 1).

31/12/2010

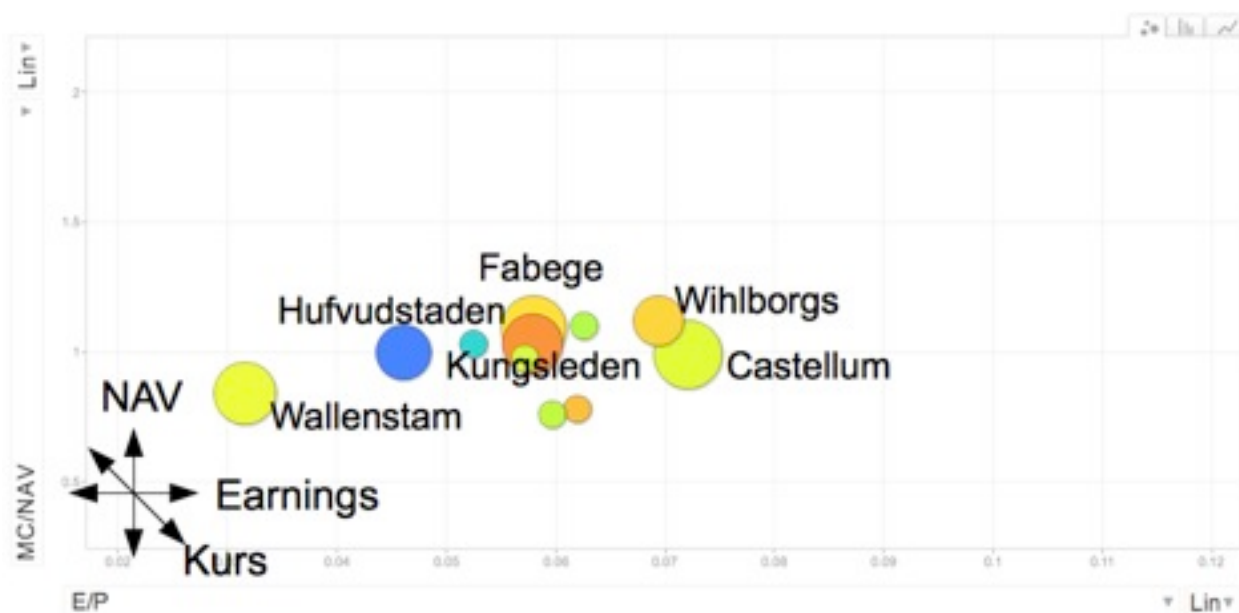


Bild 9: 31/12/2010

Under 2010 har återhämtningen blivit ett faktum. Företagens avkastningskrav har minskat, det vill säga att de har gått åt vänster i modellen. Fortfarande är det små skillnader på bokfört värde i förhållande till substansvärde. Det har emellertid ökat generellt och nu ligger flertalet företags börsvärde nästan exakt på substansvärdet.

Tolkningar

Överlag tycks det som att tre observationer kan göras:

1. Företagen är, relativt varandra, ganska orörliga, vad gäller förvaltningsresultat relativt aktiekurs
2. Under de senaste två perioderna har företagen visat en låg avvikelse på NAV relativt börsvärde. Under 2010 är NAV och börsvärde nästan lika stort för flertalet företag.
3. De diagonala rörelserna upp och till vänster samt ner och till höger, dessa avspeglar bara rena kursrörelser utan att resultat eller NAV ändras i samma utsträckning, är de största rörelserna.

Reflektion

För att tolka modellen ur ett agencyperspektiv görs antagandet att variablerna i modellen som visar marknaden representerar principalen och de som visar NAV och EPRA Earnings representerar agenten.

Både NAV och EPRA Earnings visar siffror där antingen lån eller kostnader för lån är borträknade, och är därför mått som är direkt tillämpliga ur ett ägarperspektiv, detta i motsats till IFRS där man genomgående har ett enhetsperspektiv.

Att E/P-måttet minskar eller ökar, det vill säga att företagen rör sig i sidled i modellen tyder på att avkastningskravet på företagen förändras. Principalen är mindre benägen att riskera pengar i företaget.

Att MC/NAV måttet ökar eller minskar kan också tolkas ur ett avkastningsperspektiv. Om NAV och börsvärde är samma borde det vara så att agenten och principalen har samma avkastningskrav på sitt egna kapital som man har investerat i fastigheter respektive företag. Om NAV är högre än börsvärdet så är avkastningskravet på företaget högre än vad företaget har på sitt egna kapital i fastigheterna.

Observationen att företagen inte förändras relativt varandra vad gäller E/P kan tolkas som att principalen för företagen har olika krav på företagen och dessa krav är relativt fasta. Sedan läggs det på en riskpremie och den varierar med konjunkturen.

Fabege och Wihlborgs är de två svenska företagen som bryter mot mönstret, de får ett, relativt mot de andra, högre avkastningskrav under den värsta tiden under krisen. Dessa två företag har en liknande ägarstruktur och det är möjligt att det faktum att de, i större grad än de andra

företagen, har samma principal, har bidragit till att de får en större rörelse relativt de andra företagen under krisen.

Observationen att avvikelsen mellan börsvärde och NAV har minskat under de senaste åren kan ha flera förklaringar. En förklaring kan vara att principalen och agenten har från något håll enats om vad ett korrekt värde på fastigheterna skulle kunna vara. Antingen har principalen prissatt aktierna efter substansvärde eller så har agenten satt avkastningskravet på så sätt att det matchar principalens förväntningar.

Observationen att kursrörelser står för mycket större förändringar i modellen än förändringar i NAV eller EPRA Earnings kan tolkas som att principalen är mer osäker på hur stor riskpremien skall vara. Eller att principalen gör antaganden om framtida utveckling som sedan inte infrias eller så kan det vara rent spekulativa grunder, att rörelserna driver varandra.

Aktier är en mer likvid tillgång än fastigheter, det kan också förklara en del av observationen.

Nivå 2

Nedan presenteras företagen var för sig. Först balansräkningen enligt IFRS och EPRA NAV, och sedan företagens resultat enligt IFRS och EPRA Earnings.

Castellum

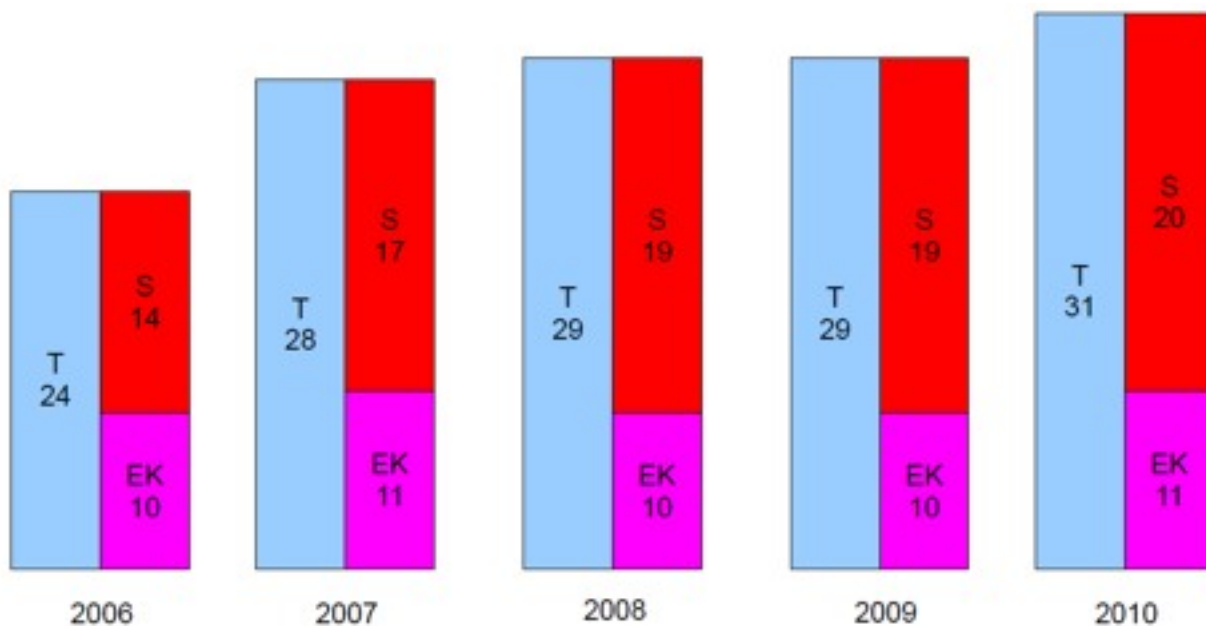


Bild 10: Castellum enligt IFRS

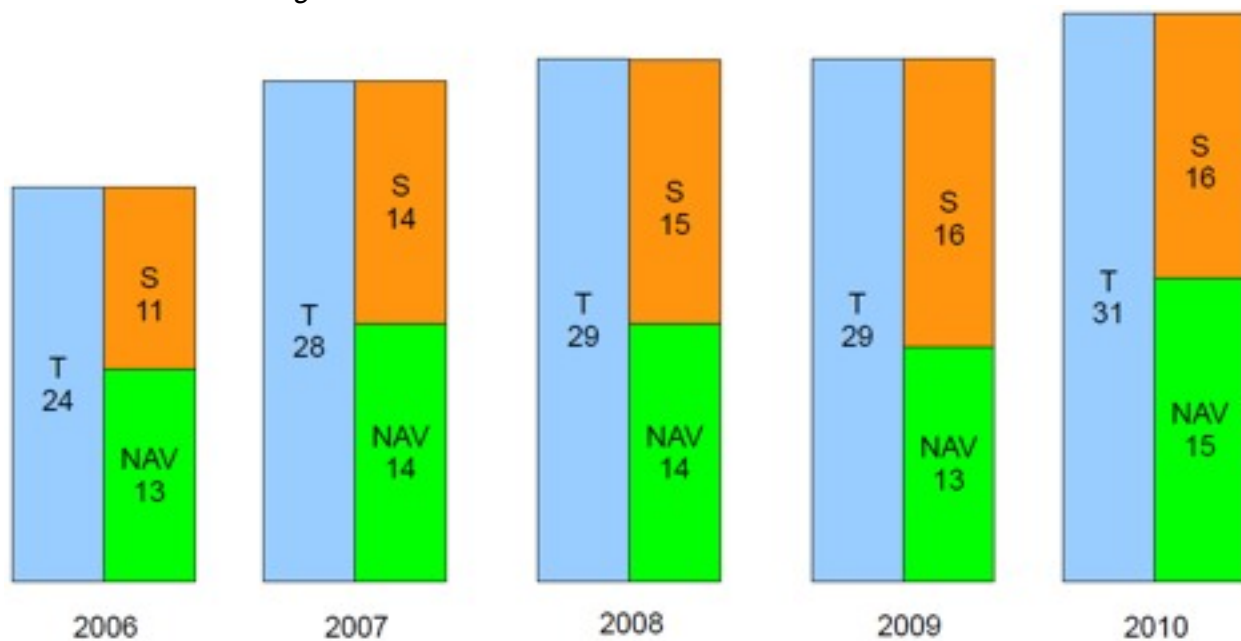


Bild 11: Castellum enligt EPRA NAV

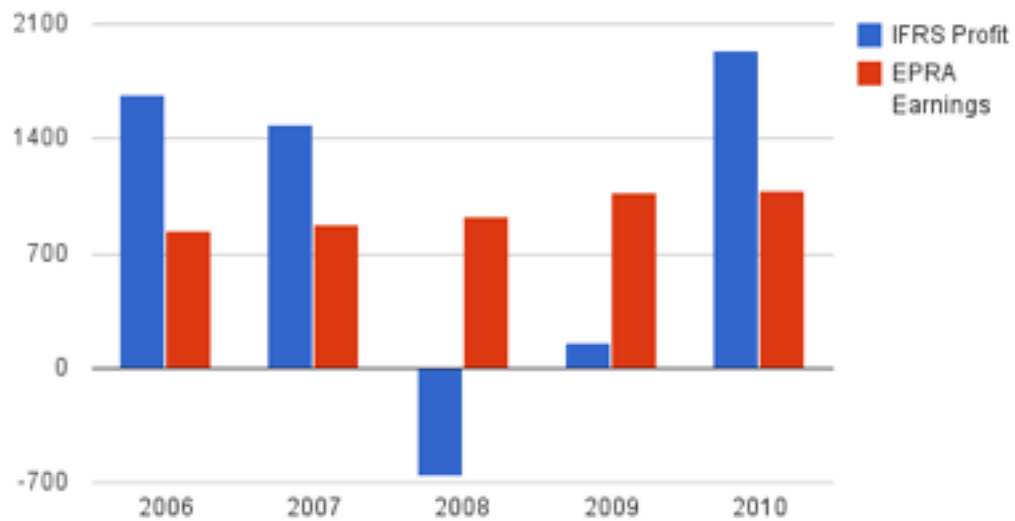


Bild 12: Castellums resultat enligt IFRS och EPRA Earnings

Castellums tillgångar har under perioden ökat från 24 miljarder till 31 miljarder. Under 2010 skiljer sig belåningsgraden från ungefär 66% till ungefär 50% beroende på om man använder IFRS eller EPRA NAV. Resultatet enligt IFRS visar på högre vinst än resultatet enligt EPRA Earnings under de goda åren, 2006, 2007 och 2010, medan det visar ett sämre resultat under 2008 och 2009.

Fabege

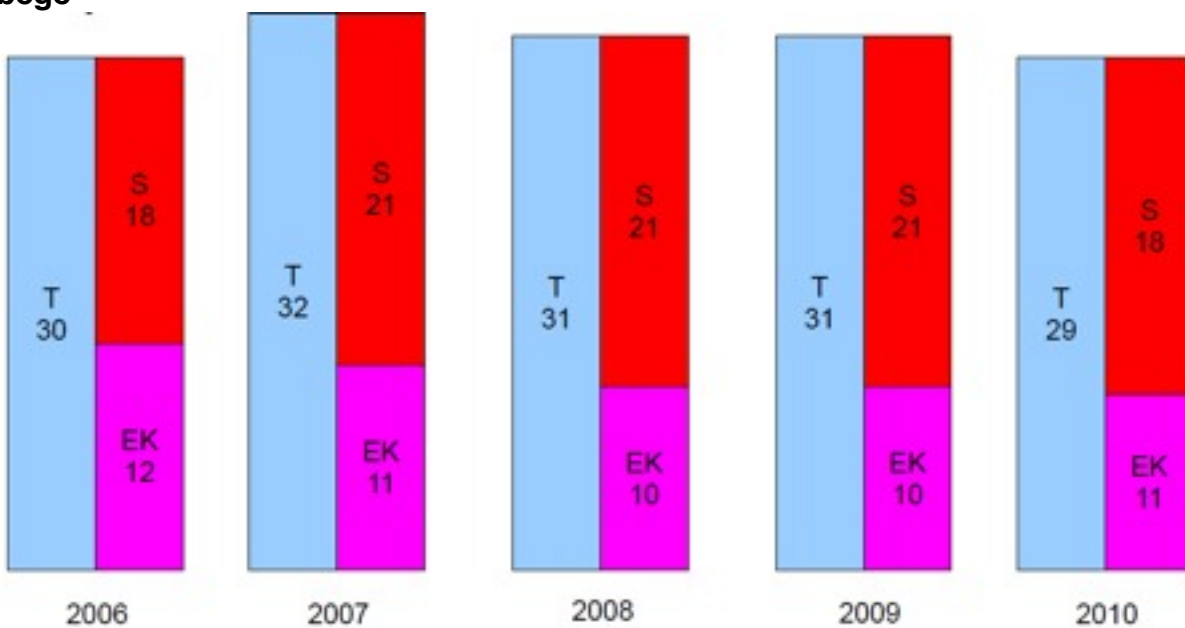


Bild 13: Fabege enligt IFRS

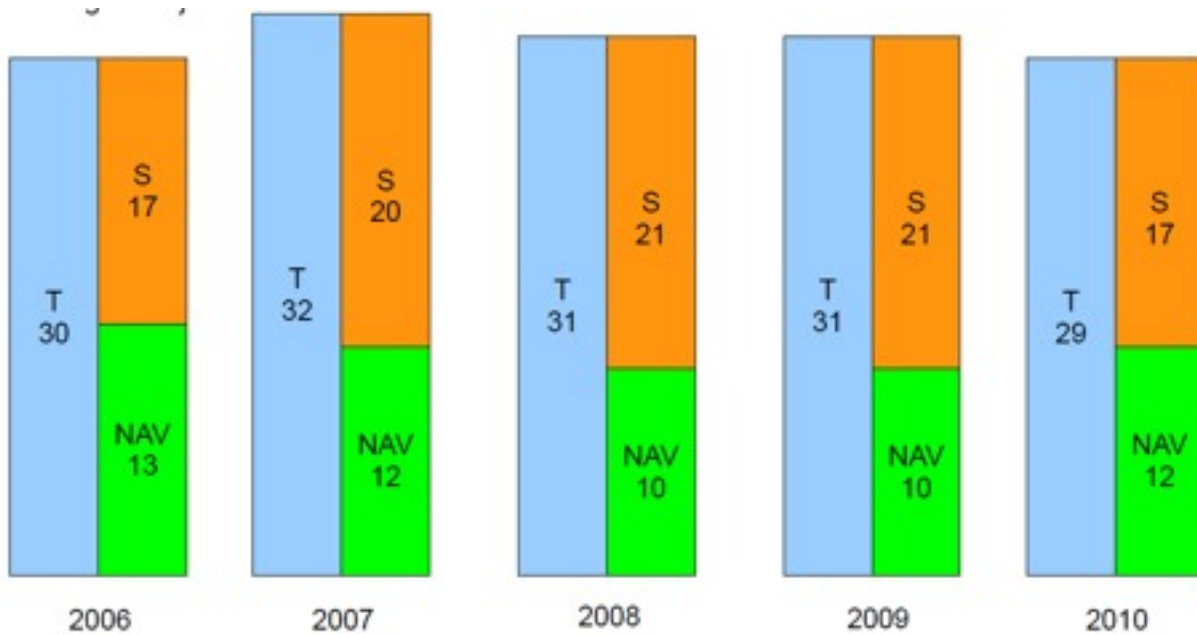


Bild 14: Fabege enligt EPRA NAV

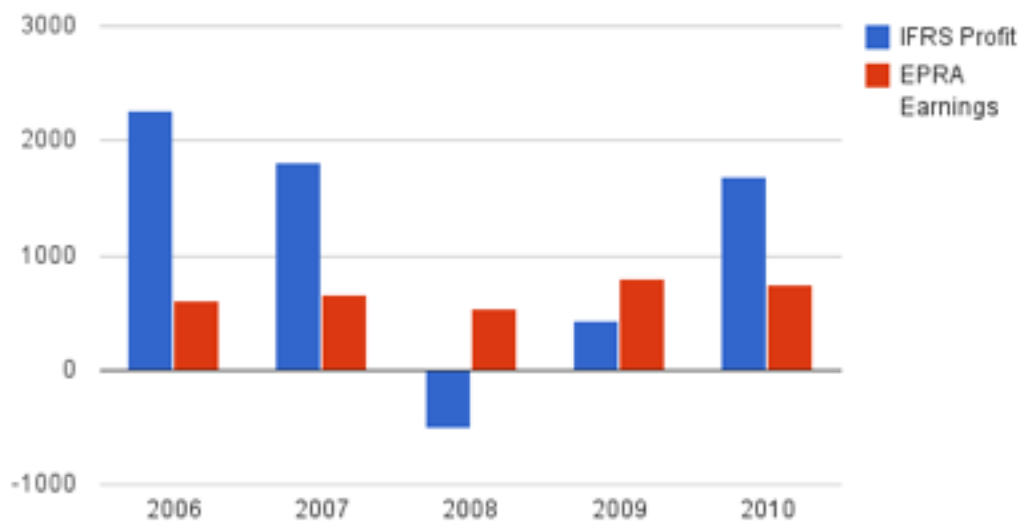


Bild 15: Fabeges resultat enligt IFRS och EPRA Earnings

Fabeges tillgångar har under perioden varit stabila. Det är ingen större skillnad på balansräkningen beroende på om man använder IFRS eller EPRA Nav. Resultatet enligt IFRS visar på högre vinst än resultatet enligt EPRA Earnings under de goda åren, 2006, 2007 och 2010 medan det visar på ett sämre resultat under 2008 och 2009.

Hufvudstaden

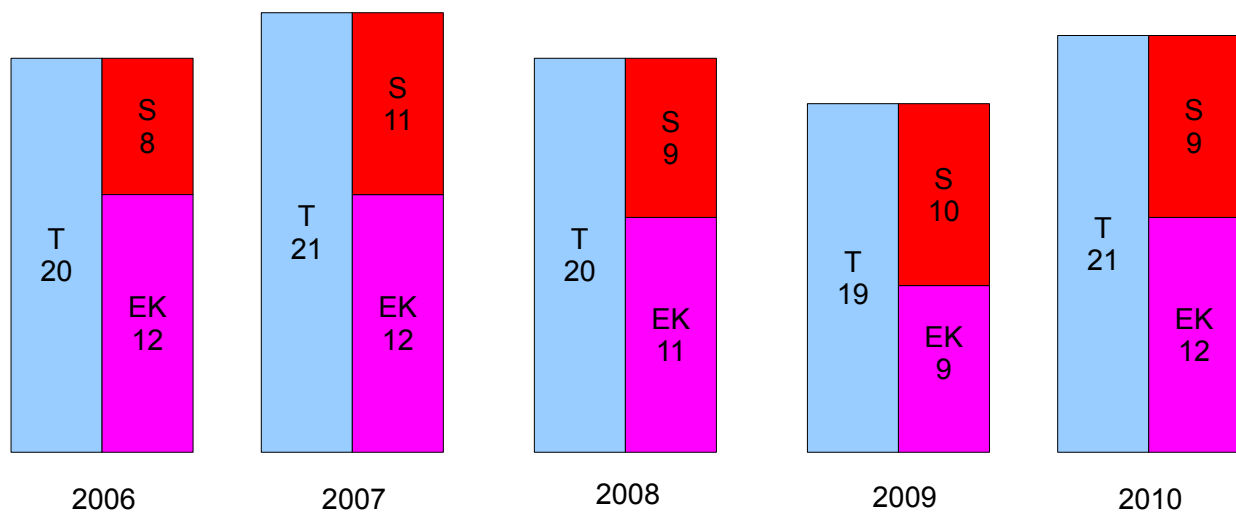


Bild 16: Hufvudstaden enligt IFRS

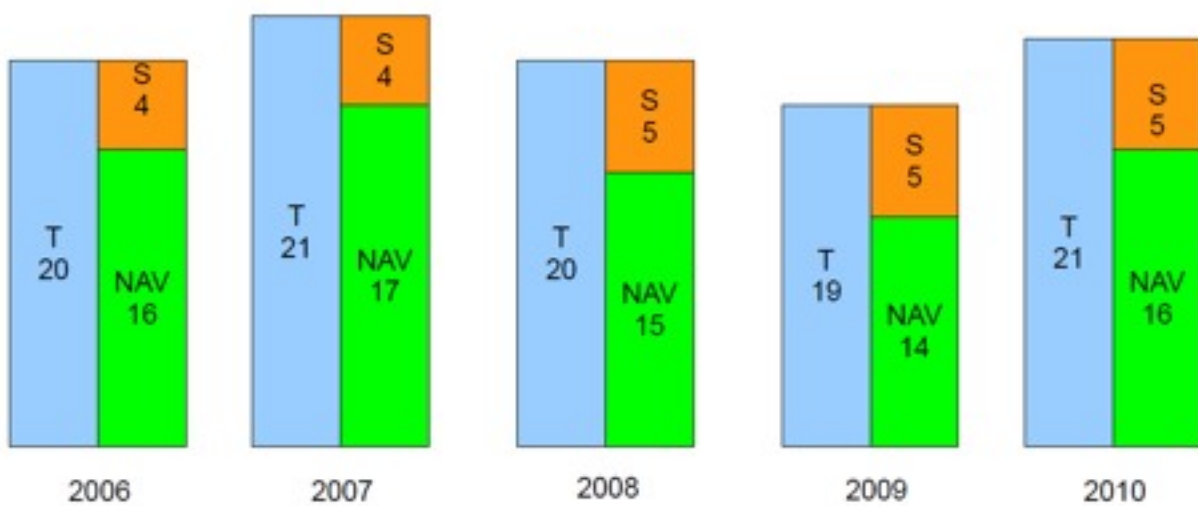


Bild 17: Hufvudstaden enligt EPRA NAV

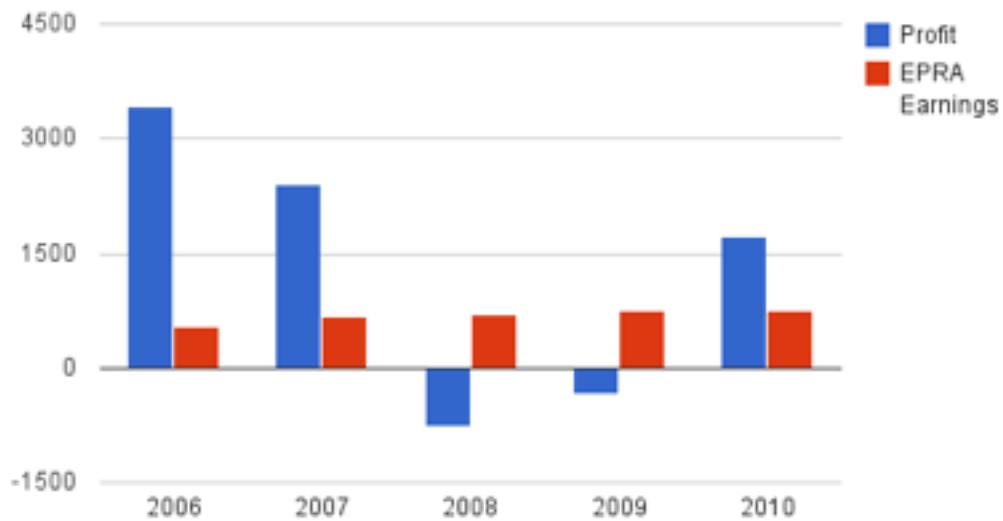


Bild 18: Hufvudstadens resultat enligt IFRS och EPRA Earnings

Hufvudstadens tillgångar har varit stabila under perioden. Under 2010 skiljer sig belåningsgraden från ungefär 50% till ungefär 25% beroende på om man använder IFRS eller EPRA Nav. Resultatet enligt IFRS visar på högre vinst än resultatet enligt EPRA Earnings under de goda åren, 2006, 2007 och 2010 medan det visar på ett sämre resultat under 2008 och 2009.

Kungsleden

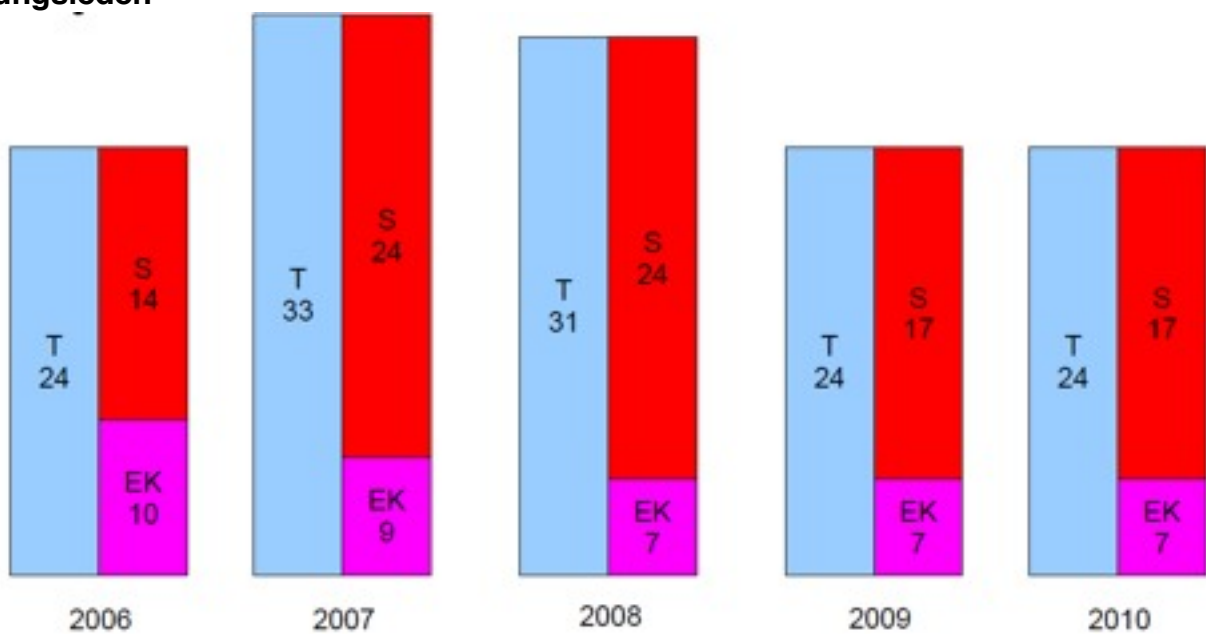


Bild 19: Kungsleden enligt IFRS

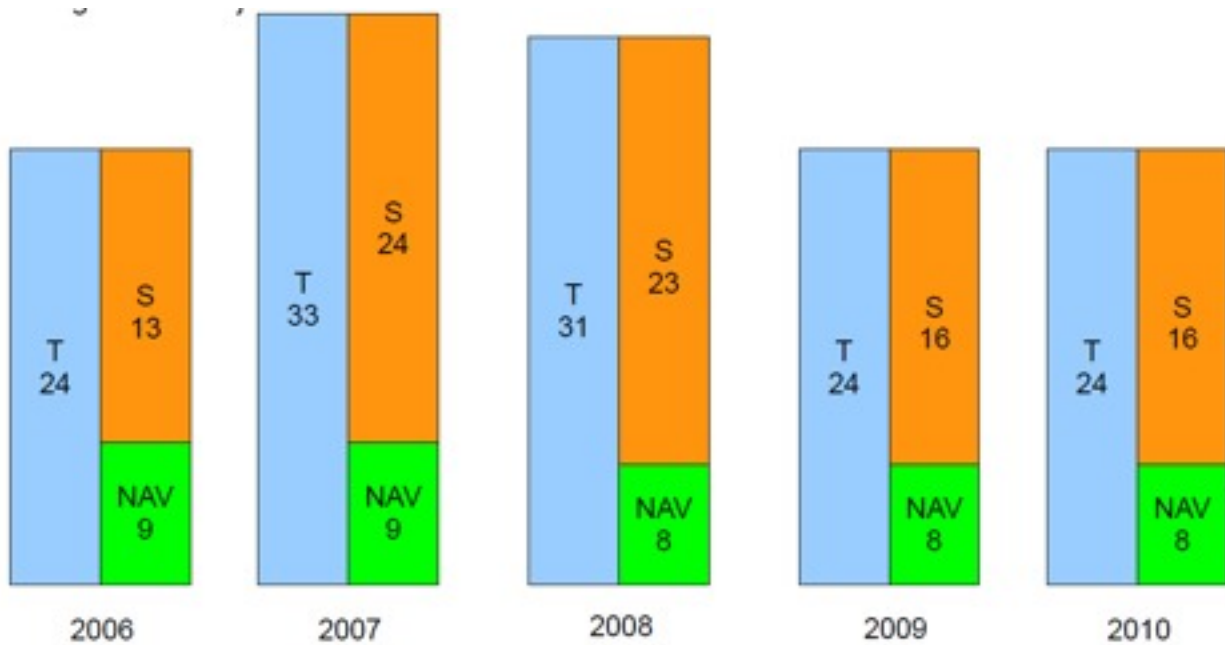


Bild 20: Kungsleden enligt EPRA NAV

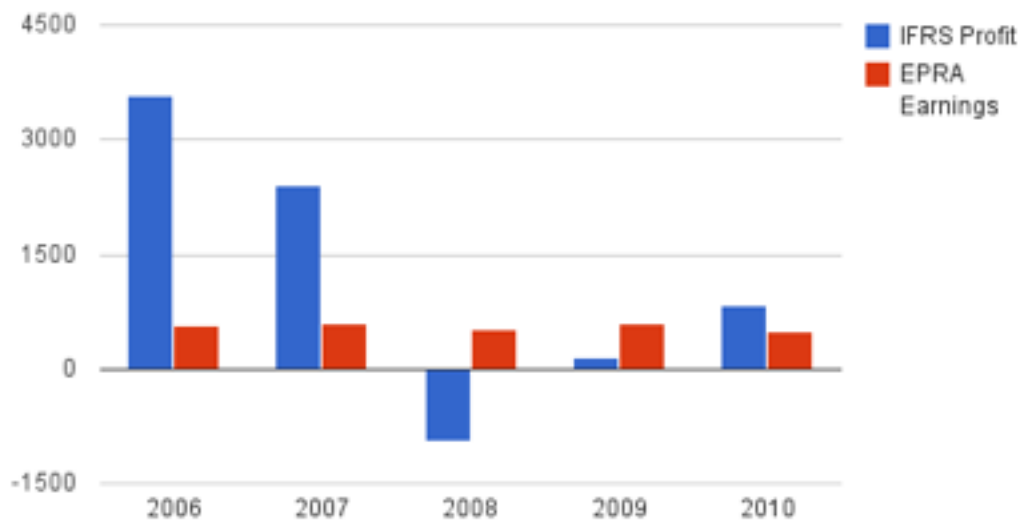


Bild 21: Kungsledens resultat enligt IFRS och EPRA Earnings

Kungsledens tillgångar har varit stabila under perioden. De har dock varit betydligt större under åren 2007 och 2008. Under 2010 skiljer sig belåningsgraden inte nämnvärt beroende på om man använder IFRS eller EPRA Nav. Resultatet enligt IFRS visar på högre vinst än resultatet enligt EPRA Earnings under de goda åren, 2006, 2007 och 2010 medan det visar på ett sämre resultat under 2008 och 2009.

Wihlborgs

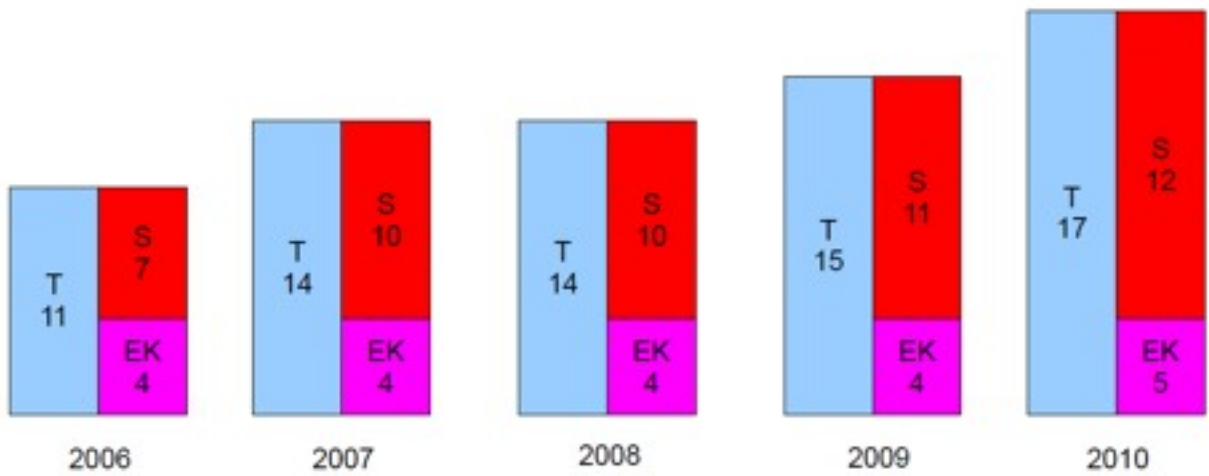


Bild 22: Wihlborgs enligt IFRS

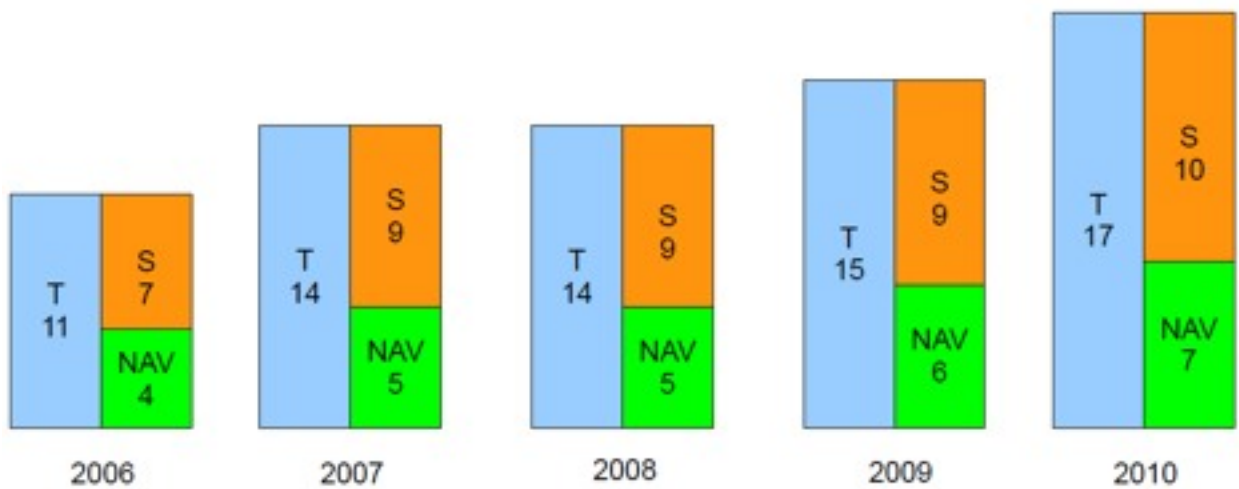


Bild 23: Wihlborgs enligt EPRA NAV

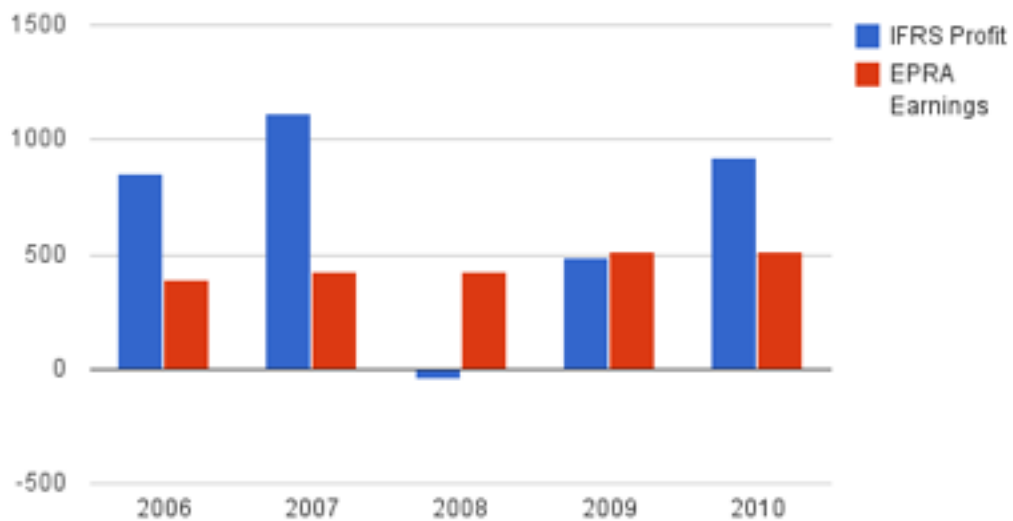


Bild 24: Wihlborgs resultat enligt IFRS och EPRA Earnings

Wihlborgs tillgångar har varit ökat från ungefär 11 miljarder till ungefär 17 miljarder under perioden. Under 2010 skiljer sig belåningsgraden från ungefär 70% till ungefär 60% beroende på om man använder IFRS eller EPRA Nav. Resultatet enligt IFRS visar på högre vinst än resultatet enligt EPRA Earnings under de goda åren, 2006, 2007 och 2010 medan det visar på ett sämre resultat under 2008 och 2009.

Wallenstam

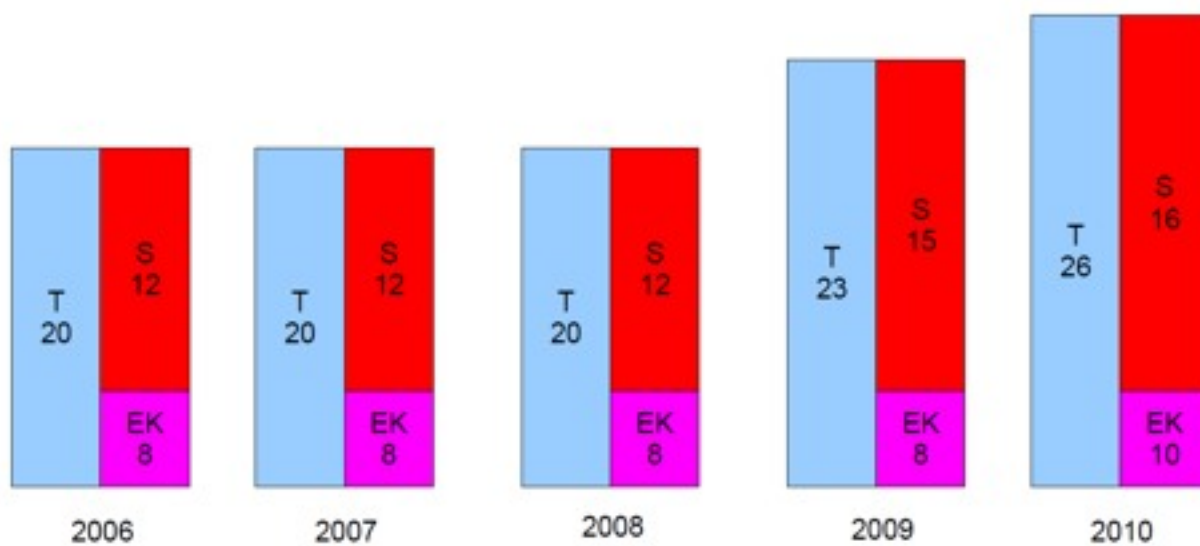


Bild 25: Wallenstam enligt IFRS

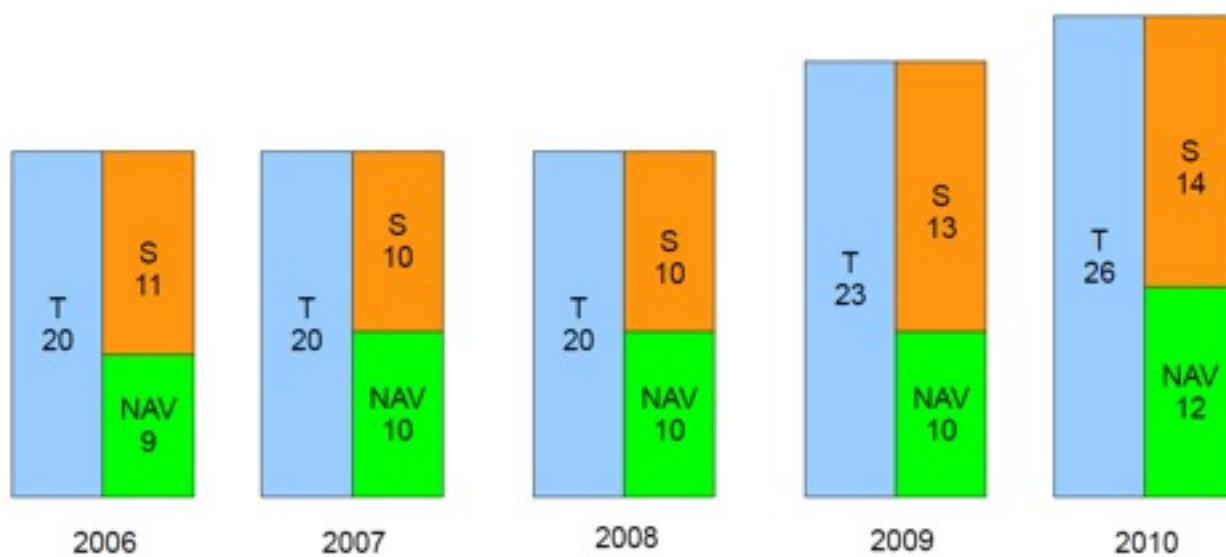


Bild 26: Wallenstam enligt NAV

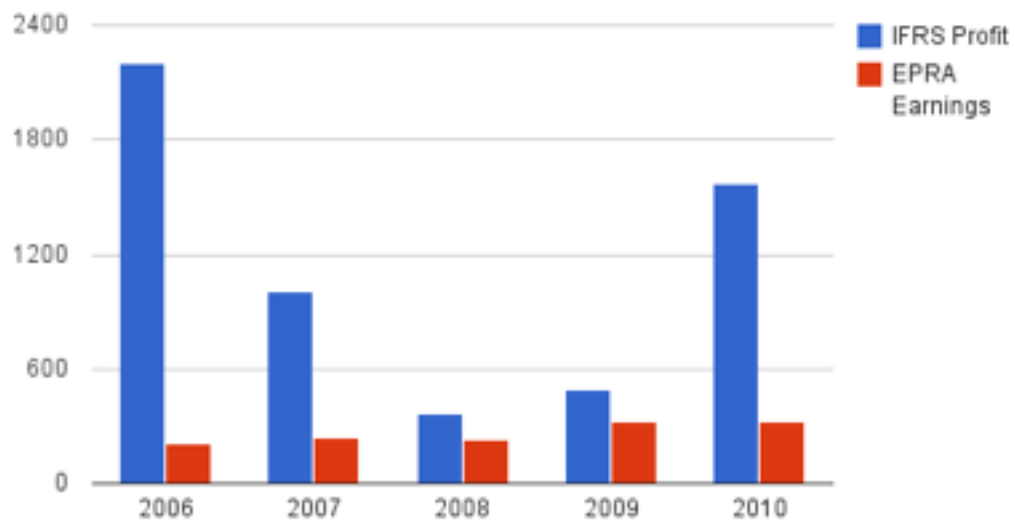


Bild 27: Wallenstams resultat enligt IFRS och EPRA Earnings

Wallenstams tillgångar har ökat från ungefär 20 till ungefär 26 miljarder under perioden. Under 2010 skiljer sig belåningsgraden från ungefär 60% till ungefär 50% beroende på om man använder IFRS eller EPRA Nav. Resultatet enligt IFRS visar på högre vinst än resultatet enligt EPRA Earnings under alla studerade år, även om skillnaden är betydligt mindre under 2008 och 2009. Värdet på Wallenstams tillgångar tycks inte ha minskat så mycket som för de andra under krisen.

Reflektioner kring nivå 2

Resultatet enligt IFRS är mer volatilt än EPRA Earnings för alla studerade företag. Det är bara ett företag, Wallenstam, som inte har ett negativt resultat under perioden enligt IFRS, men enligt EPRA Earnings har inget bolag ett negativt resultat under de studerade åren.

Skillnaden mellan måtten är till största delen orealiserade värdeförändringar, vilka inte tas med i EPRA Earnings. Detta gör att EPRA Earnings blir mindre volatilt än resultatet enligt IFRS.

Ur ett agencyperspektiv kan man anta att agenten föredrar att utvärderas enligt EPRA Earnings, eftersom hon inte kan antas ha kontroll över fastighetsmarknaden och värdeförändringar.

Skillnaden mellan balansräkningarna enligt IFRS och enligt EPRA NAV varierar för de olika företagen. För Faberge varierar skillnaden under åren från att vara obetydlig till att som mest vara runt en miljard medan för Hufvudstaden kan det skilja fem miljarder, trots att de har en mindre balansomslutning.

Det tycks också som att det är större skillnad på företagens skuldsättningsgrad när man tittar på NAV, snarare än eget kapital enligt IFRS.

Skillnaden kan främst hänföras till posten uppskjuten skatt, som är mycket större hos företag med långsiktig förvaltning, till exempel Hufvudstaden. Uppskjuten skatt är en post som verkar växa med åren i företag som innehar sina fastigheter på lång sikt. Det är därför EPRA anger att EPRA NAV är ett bättre mått än eget kapital enligt IFRS för företag som förvaltar sina fastigheter på lång sikt.

Enligt agencyperorin så finns det framförallt två saker som principalen förväntar sig av agenten, information och avkastning. Informationen kommer i noterade företag främst i form av pressmeddelanden, kvartalsrapporter och årsredovisningar. Och det är informationen i årsredovisningarna som redovisas ovan.

Frågan blir då vilken information som till störst nytta för principalen.

Det verkar finnas ett samband mellan vilken affärsidé företaget har och hur stor avvikelse det finns mellan EPRA NAV och IFRS eget kapital. Utifrån detta är det intressant att vidare studera den enskilda posten uppskjuten skatt.

Nivå 3

Temporära skatteskillnader - uppskjuten skatt

Temporära skatteskillnader uppstår i en koncern där värdeförädling sker i flera led och de juridiska personerna betalar skatt på en vinst eller förlust som inte har kommit upp på koncernnivå. Dessa skall ta ut varandra på lång sikt, därav namnet temporära skatteskillnader. Uppskjuten skatt kan också uppstå genom att man använder olika redovisningsprinciper i koncerner respektive juridiska personer, detta är fallet för fastighetsbolagen. I IFRS redovisar man förvaltningsfastigheter till verkligt värde med värdeförändringar över resultaträkningen, medan man i juridiska personer redovisar avskrivet anskaffningsvärde.

Fastigheterna i juridiska personer skrivs av över tiden vilket ger upphov till kostnader som är avdragsgilla, dessa uppkommer inte i koncernen. Värdeförändringar kan gå upp och ner, går de upp så uppstår en uppskjuten skatteskuld i koncernredovisningen. I Sverige är det också så att bolagen kan sälja fastigheter via holdingbolag och därmed få en lägre skatt, det gör att den uppskjutna skatten som många av fastighetsbolagen redovisar enligt IFRS inte är skattepliktig i praktiken³¹.

Uppskjuten skatt för Castellum har under 5 år utvecklats enligt nedan:

2010: -3502 Mkr
2009: -2824 Mkr
2008: -2785 Mkr
2007: -3322 Mkr
2006: -2723 Mkr

Man har en skuld på cirka 3 miljarder som ökar när fastighetspriserna går upp.

För Fabege har det sett ut så här:

2010: -152 Mkr
2009: 99 Mkr
2008: 244 Mkr
2007: -580 Mkr
2006: -356 Mkr

Fabege har stundtals haft en temporär skattefordran, beroende på att värdet på fastigheterna har gått ner.

För Hufvudstaden har utvecklingen varit:

2010: -4788 Mkr
2009: -4355 Mkr
2008: -4606 Mkr
2007: -5323 Mkr

³¹ Castellums årsredovisning Not 13 (sidan 98)

2006: -4439 Mkr

Hufvudstaden som är det företag som förvaltar sina fastigheter på längst sikt är också det företag som har störst uppskjutna skatteskulder.

Reflektion om nivå 3

Det finns två, av varandra oberoende, skäl till att relevansen är låg för posten uppskjuten skatt jämfört med andra större poster i balansräkningen i ett fastighetsföretag. För ett företag så finns det ingen reavinstskatt på fastigheter i svensk praxis. Därför tycks posten uppskjuten skatteskuld som baserar sig på värdeökningar inte vara relevant för någon intressent, men den skall ändå betraktas, som en temporär skatteskillnad eftersom det är en skillnad på skattemässigt värde och värde i koncernredovisningen. Det ser i dagsläget ut som att skillnaden som uppstår på grund av värdeförändringar kan vara en permanent skatteskillnad, istället för en temporär.

IAS 12 föreskriver att man enbart skall utgå ifrån regler som är fastställda, det kan vara svårt att veta vilka regler som skall klassas som beslutade i svensk tradition, som bygger mycket på sedvänja. Därför tycks det vara svårt att hitta en gränsdragning mellan vad som är temporära och permanenta skatteskillnader i Sverige.

Den andra faktorn som gör posten mindre relevant är att den inte får diskonteras. Om man bortser från de skatterättsliga argumenten ovan och ändå räknar med att alla skillnader mellan skattemässigt värde och koncernredovisningsmässigt värde bör räknas som en skattepliktig temporär skillnad, så blir skulden i ett fastighetsföretag som håller sina fastigheter på lång sikt ändå betydligt större än sitt verkliga värde, eftersom man inte tagit hänsyn till tidsfaktorn³². IASB hänvisar här till att det blir godtyckliga beräkningar när man skall välja diskonteringstiden och räntan och har därför valt att inte ha möjligheten att diskontera uppskjutna skatter med i regelverket.

För principalen torde nuvarande redovisning innebära kostnader, eftersom man måste anpassa de redovisade siffrorna efter de faktiska omständigheterna. Om företaget avser att sälja fastigheterna får principalen räkna om den uppskjutna skatten av värdeförändringar med en skattesats som är mer lik den man faktiskt kommer att betala vid realisation.

Om företaget skall hålla fastigheterna på obestämd sikt kan principalen helt bortse från den uppskjutna skatteskulden, såsom man gör i EPRA NAV. Dessa omberäkningar borde också innebära en kostnad för principalen och göra jämförelser svårare.

Agenten kan, för att minska principalens kostnader, redovisa mått som EPRA NAV, där man har justerat den uppskjutna skatten. Det är dock inget som agenten idag måste göra, och bara ett av de studerade svenska företagen redovisar NAV, även om några redovisar ett eget substansvärde där man justerat uppskjuten skatt, men utan att göra de andra justeringarna som krävs enligt EPRA NAV.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan man säga följande utifrån de tre nivåerna. Överlag kan man se att det verkar vara så att aktiemarknaden värderar företagen olika vad gäller avkastningskrav och att det håller i sig över en konjunkturcykel. Vad detta beror på går bara att spekulera i, men det finns förmodligen något i företagets affärsidé som gör att man har ett högre avkastningskrav på

³² Castellum räknar med att den verkliga skattesatsen är kring 5% istället för 26,3%, bland annat på grund av tidsfaktorn

några företag, det verkar samverka med företagens egna avkastningskrav. Speciellt under 2009 och 2010, eftersom NAV och börsvärde är ganska lika.

Tittar man på företagens balansräkningar enligt IFRS och EPRA NAV så ser man att skillnaden mellan IFRS och EPRA NAV varierar för de olika företagen. Detta beror främst på företagets affärsidé, hur länge de innehar sina fastigheter. Vad gäller resultatet enligt IFRS kontra EPRA Earnings så finns det också betydande skillnader, men dessa beror på att måtten skall visa olika saker. IFRS-resultatet är mer ägarfokuserat och skall avspegla förändringar i eget kapital, som i sin tur skall visa företagets värde. Medan EPRA Earnings är mer orienterat mot hur mycket pengar man tjänar genom själva fastighetsförvaltningen.

Den största skillnaden mellan EPRA NAV och eget kapital enligt IFRS är uppskjuten skatt på grund av värdeförändringar. Posten skiljer sig betydligt åt mellan företagen och det beror främst på hur lång tid man har haft sina fastigheter.

Diskussion & Slutsats

Detta kapitel syftar till att belysa den problematik som har identifierats i det studerade materialet och att belysa några potentiella lösningar, samt de problem som de skulle medföra. Kapitlet skall också försöka besvara forskningsfrågan samt bidra till idéer till fortsatt forskning.

Det första man kan konstatera av att ha studerat fastighetsbranschen och några av dess aktörer är att det är oerhört svårt att svara på till synes enkla frågor. Det blir i alltid fler frågor än svar.

En frågeställning som uppstår när man ser att NAV och börsvärde verkar korrelera åren 2009-2010, men inte tidigare år, är om det har tagit fyra år för marknaden att förstå IFRS-regelverket och vad det innebär för redovisningen? Det kan också vara så att man på marknaden har ett större förtroende för företagens egna värderingar idag, eller att spekulativa moment har försvunnit och marknaden värderar företagen efter substansvärde.

Fastighetsföretagen är mycket olika vad gäller affärsidé och det avspeglas i deras fastighetsbestånd, omsättning av fastigheter och deras räkenskaper. Företagen har varierande avkastningskrav på sina fastigheter, beroende på vilken typ de är, läget och annat. Marknaden tycks på sikt sätta ungefär samma avkastningskrav på företagen, som en funktion av EPRA Earnings, som företagen själva gör på sina fastigheter. Marknaden tycks alltid ha ett högre avkastningskrav på Castellum, vars fastigheter är relativt spridda, geografiskt och över fastighetstyp, såsom industri, kontor och butiker, än på Hufvudstaden och Wallenstam som har fastigheter centralt i de större städerna. Dessa så kallade "prime"-fastigheter verkar anses både av marknaden och företagen ha lägre risk, och därmed ett lägre avkastningskrav.

Det ställer högre krav på dem som har mer spridda fastigheter att leverera ett högt förvaltningsresultat.

Ibland uppstår stora skillnader mellan mått som är branschspecifika, EPRA NAV och EPRA Earnings, och resultat- och balansräkning enligt IFRS. Speciellt resultatet kan skilja sig åt, det kan vara så att man har en betydande förlust enligt IFRS medan man har en vinst enligt EPRA Earnings. IFRS-resultatet är också mycket mer volatilt. Det är emellertid inte givet att något av resultatmåttarna är bättre eller sämre än det andra på att visa hur företaget har presterat under perioden. Det som är givet är att företagsledningen i sig har betydligt större påverkan på EPRA Earnings, medan resultat enligt IFRS avspeglar förändringar i eget kapital.

Resultat enligt IASBs föreställningsram definieras som något som höjer eller sänker företagets egna kapital, då är det helt naturligt att även värdeförändringarna påverkar resultatet. EPRA Earnings visar i princip det man kan använda i företaget för investeringar samt utdelning, det är mer likt kassaflödet från den operationella verksamheten. EPRA Earnings är således ett bättre underlag för utdelning, än resultat enligt IFRS, om man skall vara försiktig.

Vad gäller balansräkningen blir skillnaden lite mindre, men den kan, beroende på affärsidén hos företaget utgöra en väsentlig skillnad i soliditet. För Hufvudstaden, som har den mest långsiktiga förvaltningen av de studerade bolagen, skiljer sig belåningsgraden från ca 50% till ca 25% beroende på om man tillämpar EPRA NAV eller IFRS. Det är helt klart en väsentlig skillnad.

Den största skillnaden mellan eget kapital enligt IFRS och EPRA NAV är uppskjuten skatt. En post som blir upptagen till hela sitt nominella belopp oavsett om det är att betrakta som relevant

eller inte för bolagets intressenter. Här har man ifrån normgivarens sida prioriterat tillförlitlighet i rapporterna framför relevans. Problemet är att i alla andra större poster i ett fastighetsföretags balansräkning har man eller tillåter man redovisningen att prioritera relevansen framför tillförlitligheten, att man över huvud taget tillåter verkliga värden på förvaltningsfastigheter är helt klart en sådan prioritering.

EPRA har tagit fram två mått för att mäta NAV i företag med olika strategier, EPRA NAV, som har används i studien ovan ger en bättre bild av ett företag som förvaltar på obestämd eller lång sikt. EPRA triple net asset value, eller NNNAV, är NAV fast beräknat med den faktiska skattesatsen man skulle betala om man realiserade sina fastigheter på balansdagen. Det är ett bättre mått för företag som förvaltar sina fastigheter med ett kortare tidsperspektiv.

Av de svenska fastighetsföretagen är det bara Castellum som redovisar EPRA NAV och NNNAV. EPRA NAV kan man uppskatta utifrån en vanlig IFRS-balansräkning men det krävs viss notinformation för att beräkna NNNAV, och den informationen finns inte hos alla de svenska företagen.

Att det ser ut så här beror till stor del på unika faktorer på fastighetsmarknaden. Det faktum att man via bolag kan realisera fastigheter till en mycket lägre skattesats än bolagsskatten är en del som gör posten uppskjuten skatt mindre relevant. IFRS kräver att alla uppskjutna skatter skall räknas ut med den lokala bolagsskatten och att det enbart är beslutade skatteregler som skall användas för underlag till redovisningen. Nu verkar det vara så att den delen av den uppskjutna skatten som härrör ifrån värdeförändringar inte är skattepliktig enligt svenska regler och därför inte är relevant att ta hänsyn till för en intressent i dagens läge.

Utgångspunkten för redovisningen verkar vara att alla vinster skall leda till en skattebetalning som motsvarar bolagsskatten. Det finns flera argument för att det skall vara så, att börja räkna med andra, kanske mer relevanta, skattesatser introducerar en hel del problem för tillförlitligheten, detta kanske är särskilt kännbart i Sverige, där en stor del av skatterätten bygger på sedvänja. Att veta vad som är en beslutad regel är då svårare än om alla regler finns nedskrivna centralt någonstans.

Även försiktighet bör beaktas i det här fallet, enligt försiktighetsprincipen är det mycket viktigt att inte underskatta sina skulder. I dagens läge är uppskjutna skatteskulder högre än sitt verkliga värde, både på grund av skattereglerna och på grund av att de är upptagna till sitt nominella belopp. Andra regler skulle kunna öka relevansen för posten, men skulle samtidigt kunna leda till en risk för att skulderna underskattades, om man till exempel diskonterade med en för hög ränta.

Skulle istället företagen beräkna olika poster av den uppskjutna skatten med den faktiska skattesatserna som de har, eller få diskontera den uppskjutna skatten, skulle de få ett eget kapital som mer liknar EPRA NNNAV. Det skulle förmodligen alla aktörer kunna enas om att det ger en mer relevant bild av ett fastighetsbolag än IFRS gör idag, även om tillförlitligheten och försiktigheten minskar.

Att företagen skulle få möjlighet att diskontera skulden skulle kanske vara den enklaste metoden. Det diskuterades om huruvida uppskjuten skatt skulle diskonteras när IAS 12 framställdes, men normsättaren valde att inte tillåta diskontering med hänvisning till att det

skulle leda till beräkningsproblem³³. De beräkningsproblem som uppstår borde emellertid inte vara större än de som uppstår när man värderar fastigheterna vilkas värde också kan betraktas som diskonterade framtida kassaflöden. Alla de studerade företagen har olika affärsidé, de håller sina fastigheter på väldigt olika tidshorisoner. De som har längst tidshorisont är också de som har högst uppskjuten skatt i förhållande till tillgångarna, och det är också de som skulle diskontera den mest. Det skulle därför öka balansräkningens relevans betydligt om man fick diskontera i alla fall den del som beror på värdetförändringar.

En annan möjlig lösning skulle vara om företaget anser att posten uppskjuten skatt är missvisande kan de försöka hänvisa till IAS 1 punkt 19, som säger att i de ytterst sällsynta fall där iakttagande av IFRS strider mot de finansiella rapporternas syfte, så som definieras i föreställningsramen, kan man bryta mot IFRS. Det kan argumenteras att det är tveksamt om uppskjutna skatteskulder på grund av värdetförändringar idag lever upp till skuldefinitionen i föreställningsramen, som föreskriver att det skall vara sannolikt att skulden leder till ett utflöde av ekonomiska resurser i framtiden³⁴.

Att bryta mot en IFRS enligt IAS punkt 19 kräver dock en del upplysningar. Man måste vara ytterst säker på att användarna förstår att man inte längre redovisar på samma sätt. Förmodligen skulle det krävas ett samarbete mellan fastighetsbolagen där man enas om att tillämpa IAS 1 punkt 19. Annars skulle jämförbarheten äventyras.

Det finns inget lätt svar på frågan om uppskjuten skatt. Det borde vara klart att nuvarande redovisningsregler orsakar kostnader för intressenterna om de vill jämföra fastighetsbolag eller utvärdera dem. Huruvida dessa kostnader är större än vad kostnaden för företagen att ta fram materialet internt och redovisa det eller om nyttan för intressenterna överstiger den kostnaden är ett ämne för vidare studier.

Forskningsfrågan som uppsatsen skall försöka besvara är följande:

Hur påverkas redovisningens relevans när man fokuserar på branschspecifika mått kontra mått enligt IFRS, för fastighetsföretag?

Svaret på den frågan är olika för de mått som avser resultat- respektive balansräkning. För resultaträkningen visar måtten så olika saker att det är svårt att säga något huruvida något mått är mer relevant än det andra. För en bedömare som vill prognostisera framtida utdelningar i syfte att värdera aktien så kan EPRA Earnings vara mer relevant än resultat enligt IFRS, eftersom det bättre avspeglar återkommande kassaflöden. Men IFRS-resultatet som speglar förändringar i eget kapital borde också vara relevant.

För balansräkningen verkar det vara så att EPRA NAV ger en mer relevant bild av ett företags tillgångar och skulder men på bekostnad av framförallt tillförlitligheten. För fastighetsbolagen i stort verkar man, genom att tillåta verkligt värde på tillgångssidan, ha frångått principerna om försiktighet och tillförlitlighet till förmån för en mer relevant redovisning. Enligt författaren skulle det vara en bra idé att även göra samma sak på skuldsidan, så att eget kapital får ett värde som flertalet intressenter kan betrakta som rimligt och använda för analys.

³³ Marton et al. 2010

³⁴ IASBs föreställningsram

Förslag till fortsatt forskning

Studien har visat på att svensk skatterätt kombinerat med IFRS kan göra att redovisningens relevans minskar. Det skulle vara intressant att veta hur det ser ut i till exempel Storbritannien och Tyskland, hur deras regler samverkar med IFRS och hur företagen tolkar vad som är beslutade skatteregler där, rörande framförallt vad som skall klassas som temporära eller permanenta skatteskillnader.

Den här studien har fokus på EPRA NAV, eftersom det kan approximeras utifrån IFRS. Det skulle vara intressant att göra om studien med EPRA NNAV, eftersom det skulle kunna avspegla syftet med IFRS, fast ändå ge en mer rättvisande bild. En sådan studie kräver emellertid tillgång till internt material, eller att man fokuserar studien på de företag som publicerar NNAV, främst större europeiska företag.

Det vore intressant att studera möjliga motiv för varför principalen eller agenten föredrar de mått de gör. Man skulle kunna göra en kvalitativ studie och fråga till exempel ett urval företagsledare samt handlare på aktiemarknaden och försöka få sig en uppfattning om varför och hur de väljer mått för presentation respektive analys.

Aktiekursen är mycket mer volatil än fastigheterna, vad får detta för konsekvenser för investerare i fastigheter respektive aktier? Visar trenden på aktiekursen någonting om hur fastigheterna kommer utvecklas? Driver någon den andra eller driver de varandra så att förväntningarna på en marknad blir självuppfyllande?

I dagens volatila läge vore det extra intressant att studera vem som har motiv att presentera siffror på ett visst sätt och vilka motiv som skulle ligga bakom. Skiljer sig motiven i tider när underliggande tillgångar går upp eller ner, eller om de är mer eller mindre volatila?

Finansinstitut har möjlighet att i kristider redovisa annorlunda, när marknadsmekanismerna till synes inte fungerar, finns det efterfrågan på liknande regler för fastighetsbranschen eller byter de redan värderingsprinciper efter vad som passar inom ramen för IAS 40?

Källförteckning

Artiklar och böcker

- Bengtsson, B. (2006). *Verkligt värde i balansräkningen*. Göteborg: BAS Förlag.
- Coese, R. (1937) *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, Vol 4, No 16: 386-405
- Jensen, M., Meckling, W. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360
- Liow, H.L., Li, Y. (2006) *Net Asset Value Discounts for Asian-Pacific Real Estate Companies: Long-Run Relationships and Short-Term Dynamics*. *Journal of Real Estate and Financial Economics*, 33: 363-388
- Lorentzon, J. (2011). *Att värdera tillgångar: Verkligt värde inom skogs- och fastighetsbranschen*. Göteborg: BAS Förlag.
- Macintosh, N. (2001). *Accounting, Accountants and Accountability: Poststructuralist Positions*. Göteborg: BAS.
- Macintosh, N. (1985). *The Social Software of Accounting and Information Systems*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Marton, J. Lumsden, M. Lundqvist, P. Petterson, A. K.. Rimmel, G. (2010). *IFRS - i teori och praktik*. Stockholm: Bonnier Utbildning
- Polesie, T. (1995). *Drift och Finans*. Malmö: Liber-Hermods.
- Soros, G. (1987). *The Alchemy of Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Whittington, G. (1992). *The Elements of Accounting: An Introduction*. Cambridge: Cambridge University Press

Branchmått

EPRA Best practice reporting 2010

Årsredovisningar

Castellum 2010,2009,2008,2007,2006,2005
Hufvudstaden 2010,2009,2008,2007,2006,2005
Wilhelmsborgs 2010,2009,2008,2007,2006
Wallenstam 2010,2009,2008,2007,2006,2005
Segro 2010,2009,2008,2007,2006,2005
Citycon 2010,2009,2008,2007,2006,2005

Unibail-Rodamco 2010,2009,2008,2007 Unibail 2006,2005
Fabege 2010,2009,2008,2007,2006
British Land 2010,2009,2008,2007,2006,2005
Kungsleden 2010,2009,2008,2007,2006,2005

Redovisningsstandards

IAS 1

IAS 12

IAS 39

IAS 40

IASBs Föreställningsram

Bilaga 1

Resultat av modell, nivå 1

31/12/2004



Markeringarna på grafen är från vänster till höger, Segro, British Land, Wallenstam, Unibail, Medel, Hufvudstaden, Kungsliden, Castellum och Citycon.

Bilden visar läget i slutet av 2004 när det var högkonjunktur och man var beredd att ta höga risker för att få en bra avkastning.

Företagen är spridda både vad gäller resultat och NAV i förhållande till börsvärde. Vissa företag verkar ha en extrem värdering, till exempel värderas Segro till nästan dubbla det bokförda värdet.

De svenska företagen värderas ifrån 5,3% av förvaltningsresultatet till 8,9% av förvaltningsresultatet. Wallenstam är det företag som har lägst förvaltningsresultat i förhållande till börsvärde. Castellum är högst.

31/12/2005



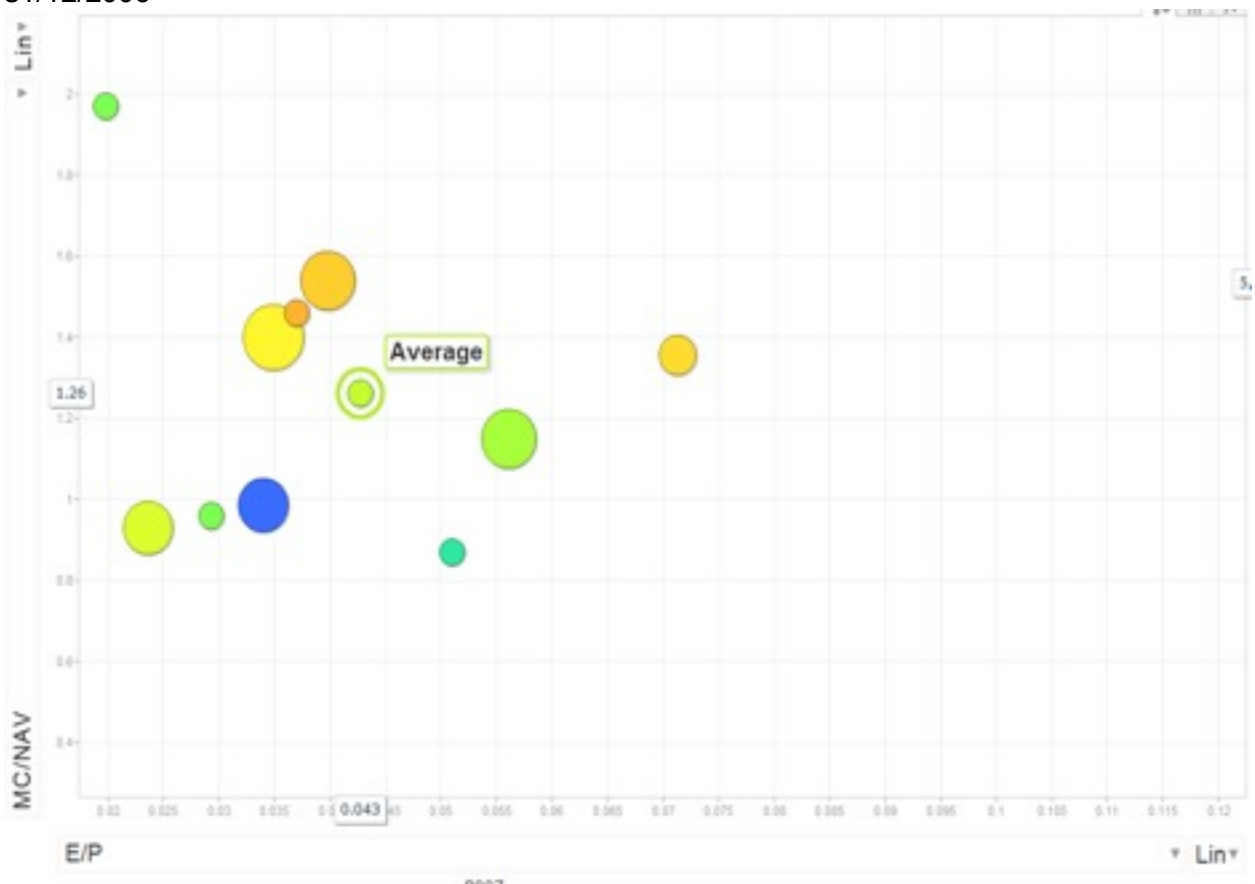
Markeringarna på grafen är från vänster till höger, Segro, Wallenstam, Wihlborgs, British Land, Medel, Unibail-Rodamco, Hufvudstaden, Kungsleden, Fabega, Castellum och Citycon.

Under 2005 har företagen förskjutits åt vänster i modellen. Det betyder att priset på aktien har ökat i förhållande till förvaltningsresultatet. Ägarna kräver inte lika mycket förvaltningsresultat för att investera på marginalen, kanske för att de förväntar sig att avkastningen skall stiga på sikt eller för att de skall få del av en värdestegring.

Aktiepriserna i förhållande till NAV har inte ändrats lika mycket, det tyder på att man samtidigt har skrivit upp sina fastighetsvärden, och med samma förvaltningsresultat betyder det att man generellt har sänkt avkastningskravet på fastigheterna, på samma sätt som ägarna har gjort mot företagen.

Det finns fortfarande en spridning av NAV kontra aktiepris, vilket tyder på att avkastningskraven på företagen skiljer sig från företagens avkastningskrav på fastigheterna, eller att ägarna inte har samma uppfattning om fastighetsvärderingen som företaget har.

31/12/2006

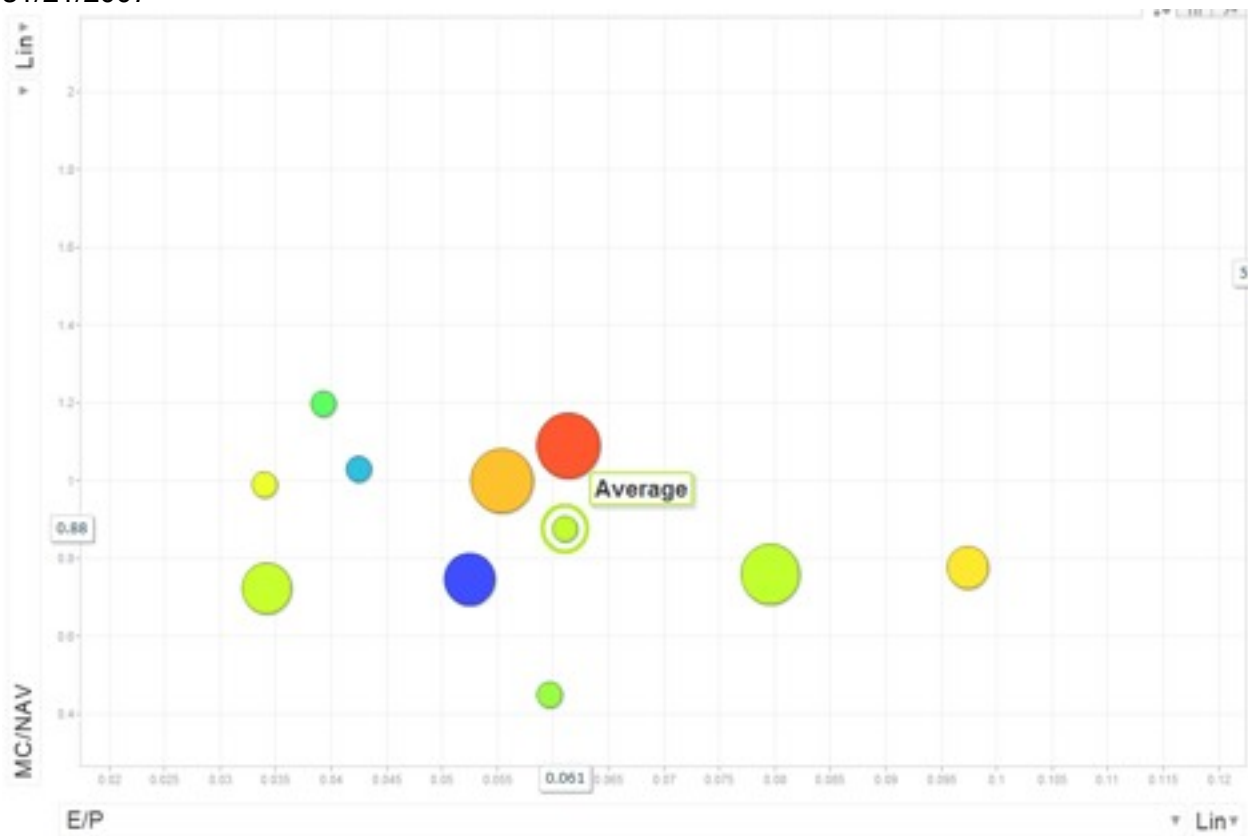


Markeringarna på grafen är från vänster till höger, Segro, Wallenstam, British Land, Hufvudstaden, Fabege, Citycon, Kungsleden, Medel, Unibail-Rodamco, Castellum och Wihlborgs.

Under 2006 fortsätter den inslagna trenden med att företagen generellt rör sig åt vänster i modellen. Wallenstams förvaltningsresultat är nu 2,4% av aktiepriset, att jämföra med 5,3% i slutet av 2004. Castellum har rört sig från 8,9% till 5,6% under samma tid.

Att relationen mellan aktiepris och bokförda fastighetsvärden inte förändras nämnvärt håller i sig även under 2006.

31/21/2007



Markeringarna på grafen är från vänster till höger, Wallenstam, Citycon, Segro, Unibail-Rodamco, Hufvudstaden, Fabege, British Land, Medel, Kungsleden, Castellum och Wihlborgs.

Under 2007 rör sig företagen generellt sett diagonalt nedåt och åt höger. Det tyder på att aktepriserna sjunker utan att det bokförda värdet på fastigheterna eller förvaltningsresultatet ändrar sig.

Flera företag får ett börsvärde som understiger NAV.

Det genomsnittliga förvaltningsresultatet i förhållande till börskurs är 6,1% och det genomsnittliga bokförda värdet på fastigheter i förhållande till börskurs är 88%.

31/12/2008



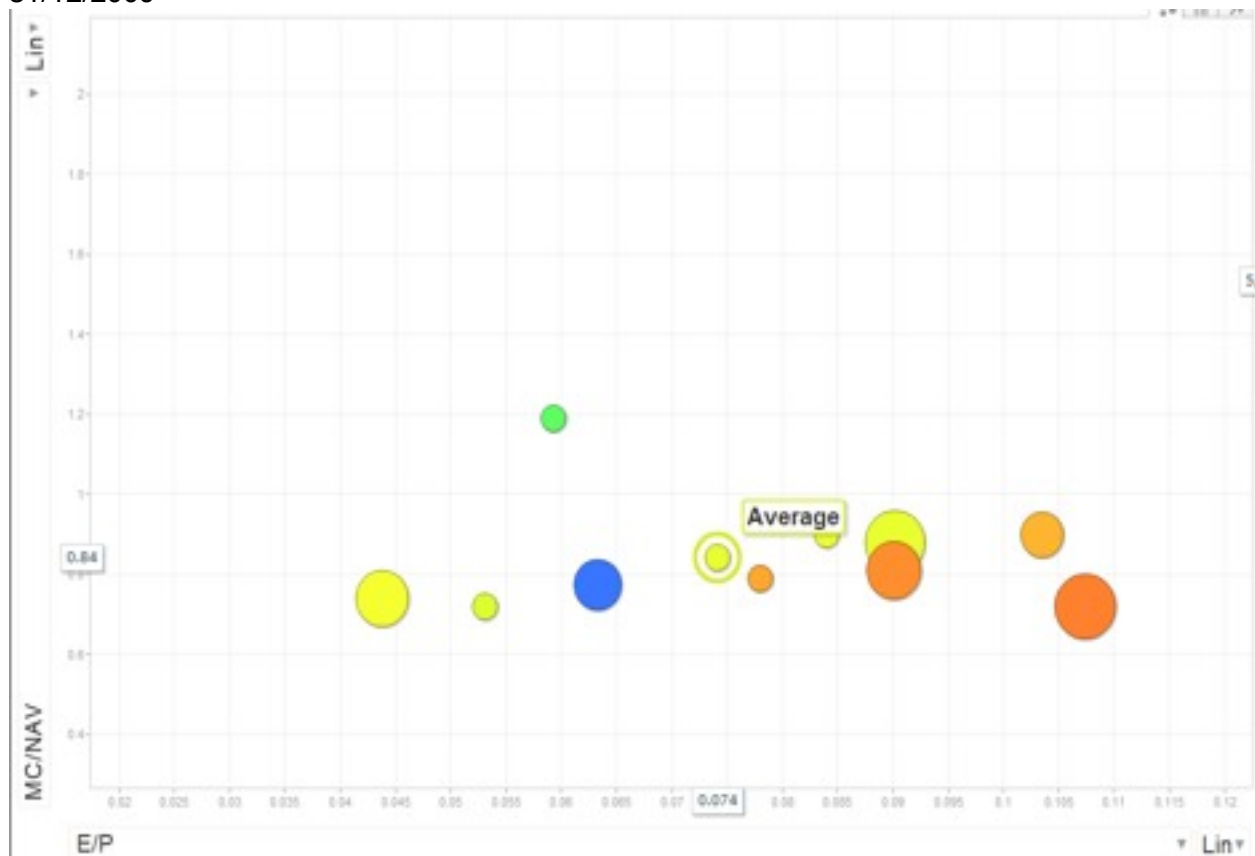
Markeringarna på grafen i bilden vänster till höger, Unibail-Rodamco, Wallenstam, Hufvudstaden, Segro, Kungsleden, Medel, Castellum, Fabege, British Land, Wihlborgs och Citycon.

I slutet av 2008 har finanskrisen blivit ett faktum. Företagen har generellt flyttats ytterligare åt höger i modellen och även nedåt.

Medel har flyttat till 65% av NAV och 8,3% av förvaltningsresultatet.

Fabege, Wihlborgs, British Land och Citycon har alla sjunkit så mycket att förvaltningsresultatet uppgår till över 10% av aktiepriset.

31/12/2009



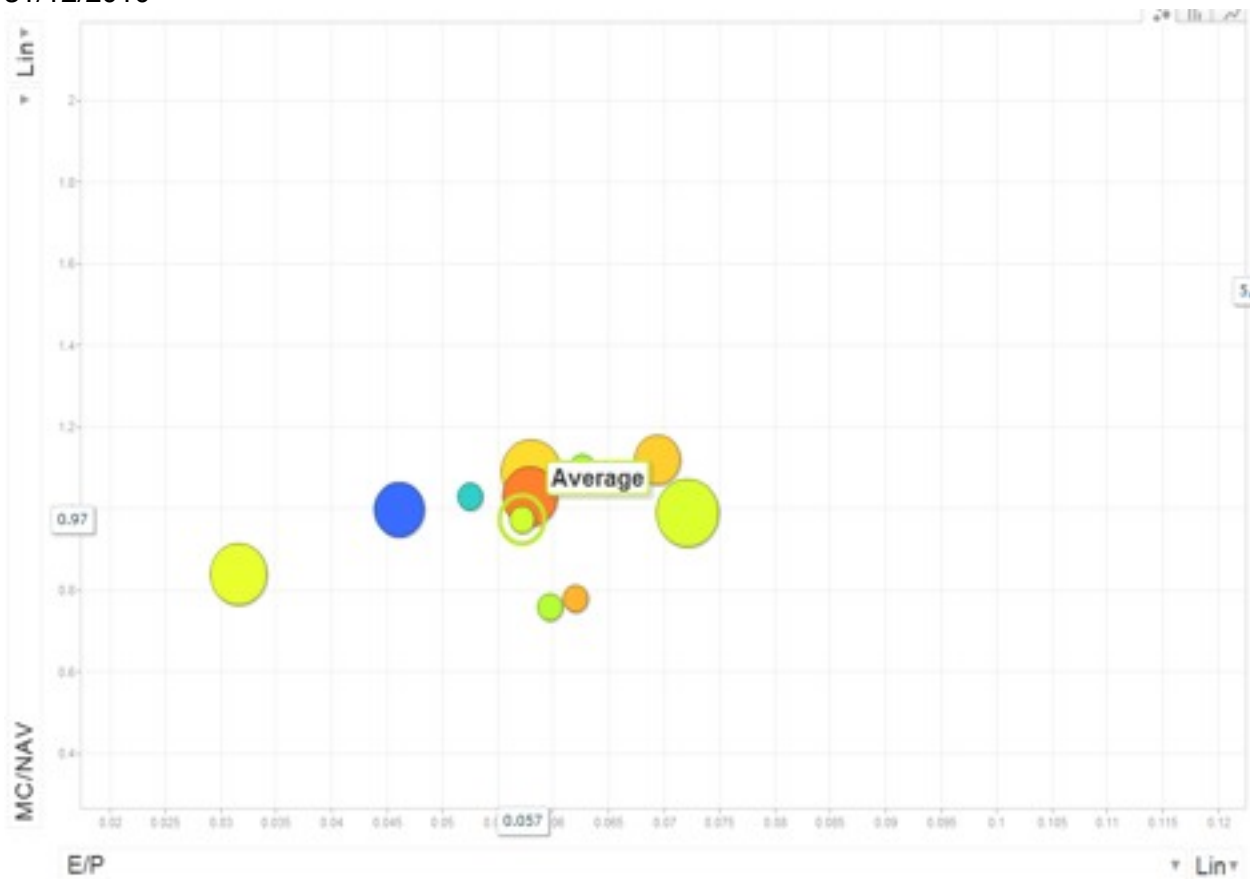
Markeringarna på grafen i bilden vänster till höger, Wallenstam, Segro, Unibail-Rodamco, Hufvudstaden, Medel, Citycon, British Land, Kungsleden, Castellum, Wihlborgs och Fabege.

I slutet av 2009 är den värsta delen av finanskrisen över. Medel har ökat till 84% av NAV och 7,4% av förvaltningsresultatet.

Fabege och Wihlborgs är fortfarande värderade till 10%, eller mer, av förvaltningsresultatet.

Här tycks företagen vara väldigt samlade på Y-axeln, men de har en förhållandevis stor spridning på X-axeln. På Y-axeln som visar företagens NAV i förhållande till börsvärde ligger alla utom Unibail-Rodamco på ett börsvärde som är 80-90% av NAV.

31/12/2010

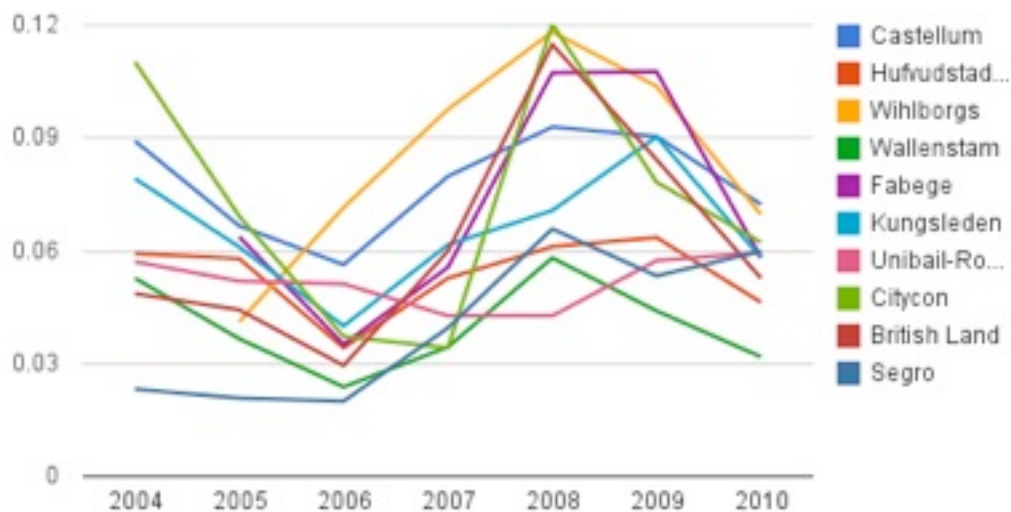


Markeringarna på grafen i bilden är från vänster till höger, Wallenstam, Hufvudstaden, British Land, Fabege, Kungsleden, Medel, Segro, Citycon, Unibail-Rodamco, Wihlborgs och Castellum.

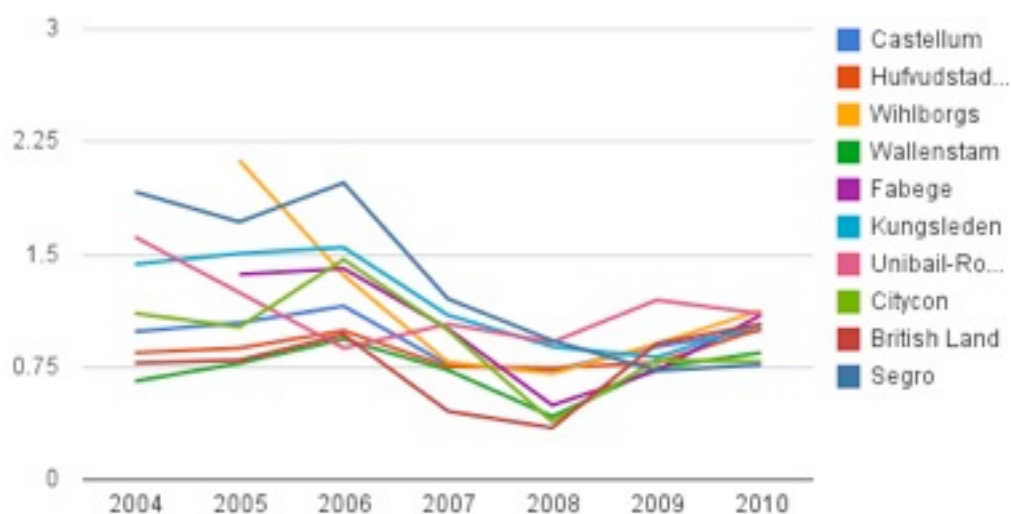
Under 2010 har företagen förskjutits åt vänster i modellen. Förvaltningsresultatet ligger nu i snitt på 5,7% av aktiepriset. Flertalet av företagen har ett börsvärde som ligger väldigt nära deras bokförda NAV. Snittet ligger på 97% av NAV.

Wallenstam är det företag som värderas högst i förhållande till förvaltningsresultat. Castellum är det som värderas lägst i förhållande till förvaltningsresultat.

För att underlätta för läsaren har axlarna i modellen ställts upp separat nedan. Först visas EPRA Earnings i förhållande till börskurs (E/P)



Nedan visas börskurs i förhållande till EPRA NAV.



Definitioner

EPRA - European Public Real Estate Association

EPRA NAV - Eget kapital justerat för att bli, enligt EPRA, mer rättvisande

EPRA Earnings - Förvaltningsresultat efter skatt (5% antaget i studien)

IASB - International Accounting Standards Board

IFRS - International Financial Reporting Standards

IAS - International Accounting Standards

Förvaltningsfastigheter: Definieras i IAS 40 som "fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa"