



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Hur påverkar resultateffekten vid värdering till verkligt värde kostnad för lånat kapital inom fastighetsbranschen?

Kandidatuppsats
Redovisning

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2016

Handledare:
Marita Blomqvist
Anna Karin Petterson

Författare:
Linus Hammo
Fredrik Magnusson

Förord

Den här kandidatuppsatsen är skriven under höstterminen 2016 på Handelshögskolan i Göteborg med inriktning mot externredovisning.

Vi vill tacka våra handledare Marita Blomqvist & Anna Karin Pettersson för all feedback och vägledning som vi har fått under uppsatsens gång. Vi vill även tacka våra opponenter för givande diskussioner och feedback under de olika seminarietillfällena.

Tack!

.....
Linus Hammo

.....
Fredrik Magnusson

Sammanfattning

Titel: Hur påverkar resultateffekten vid värdering till verkligt värde kostnad för lånat kapital inom fastighetsbranschen?

Författare: Linus Hammo & Fredrik Magnusson

Handledare: Marita Blomqvist & Anna Karin Petterson

Bakgrund och problemdiskussion: Värdering till verkligt värde har sedan den infördes fått både positiv och negativ kritik. Den negativa kritiken grundar sig i att relevansen har ökat på tillförlitlighetens bekostnad. Detta på grund av att uppskattningar och förväntningar om framtiden inkorporeras i de värderingsmodeller som används. Värderingarna som görs är resultatpåverkande vilket i sin tur påverkar beslutsunderlaget för redovisningens användare.

Syfte: Syftet med studien är att studera huruvida det finns ett samband mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital i fastighetsbranschen.

Metod: En kvantitativ studie som har behandlat årsredovisningar för 16 företag som är börsnoterade på antingen Large- eller Midcap under perioden 2010-2015. Sammanställning av data har skett med hjälp av databasen Retriever och statistiska tester har genomförts med en regressionsmodell.

Resultat och slutsats: Resultatet av studien visar att det finns ett samband mellan resultateffekt vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital. Högre resultateffekt vid värdering till verkligt värde medför lägre kostnad för lånat kapital. Studiens resultat tyder även på att det finns ekonomiska incitament för företagsledare, att vid värdering till verkligt värde försöka manipulera värderingen.

Förslag till fortsatt forskning: Ett förslag till fortsatt studie är att genomföra en kvalitativ studie mot kreditinstitut för att undersöka om de är insatta i riskerna med värdering till verkligt värde. Det skulle även vara intressant att undersöka resultatet från denna studie mer djupgående, genom en mer utförlig regressionsmodell innehållande mer branschspecifika mått.

Nyckelord: Verkligt värde, resultateffekt, kostnad för lånat kapital, IFRS 13, IAS 40

Abstract

Title: How does fair value measurements effect the cost of debt in the Swedish real estate market?

Authors: Linus Hammo & Fredrik Magnusson

Tutors: Marita Blomqvist & Anna Karin Petterson

Background & problem discussion: Since Fair value measurements was introduced, it has been met with both positive and negative criticism. The negative criticism is based on that the relevance of accounting has been given more space than the reliability. This is because fair value measurements have estimations about future cash flows, and these cash flows are incorporated in the valuation models. The valuations effect the income of the company and therefore also the primary users of the financial reports.

Purpose: The purpose of the study is to examine whether there is a correlation between the income effect of fair value measurements, and cost of debt in the real estate market.

Method: The study is based on a quantitative method, where annual reports from 16 different companies listed on either the Swedish Large- or Midcap stock exchange have been studied. The data for the study has been retrieved through the database Retriever Business, and the statistical test has been performed through a regression model using SPSS statistics.

Results & conclusion: The results of the study implies that there is a correlation between the income effect of using fair value measurements and cost of debt. Higher income effects from fair value measurements correlates with a lower cost of debt. The result also implies that there are financial incentives for corporate leaders to influence the fair value measurements, in the Swedish real estate market.

Suggestions for additional research: A suggestion for further research is to perform a qualitative study with credit institutions, and examine whether they are aware of the risks with fair value measurements. It would also be interesting to conduct a more profound study about the results in this study.

Keywords: Fair value, Income effect, Cost of debt, IFRS 13, IAS 40

Innehållsförteckning

Inledning.....	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Studiens syfte	10
1.4 Forskningsfråga.....	10
1.5 Studiens bidrag.....	10
2 Referensram	11
2.1 Redovisningens syfte.....	11
2.1.1 Kvalitativa egenskaper	11
2.2 IAS 40 Förvaltningsfastigheter	12
2.3 IFRS 13 värdering till verkligt värde	13
2.3.1 Värderingstekniker vid värdering till verkligt värde.....	14
2.3.2 Nettonuvärde	15
2.4 Kostnad för lånat kapital	16
2.5 Sammanfattning & Hypotesformulering.....	17
3 Metod.....	18
3.1 Val av metodansats.....	18
3.2 Undersökningens urval.....	18
3.3 Variabler.....	19
3.3.1 Beroende Variabel.....	19
3.3.2 Oberoende Variabel.....	19
3.3.3 Kontrollvariabler	20
3.4 Regressionsmodell	22
3.5 Datainsamling & Bearbetning av data	23
3.5.1 Extremvärden eliminering och logaritmering, VIF	24
3.5.2 Statistiskt test.....	24

3.6	Studiens trovärdighet.....	25
3.6.1	Metodkritik.....	25
4	Resultat	27
4.1	Genomsnittlig resultateffekt.....	27
4.2	Deskriptiv statistik.....	28
4.3	Förklaringsgrad för regressionsmodellen	29
4.4	Pearsons korrelationsanalys.....	30
4.5	Multipel Regressionsanalys	31
5	Analys	33
5.1	Kontrollvariabler	33
5.1.1	Möjliga orsaker till låg signifikans.....	34
5.2	Kostnad för lånat kapital	34
5.3	Värdering till verkligt värde	35
6	Slutsats	36
6.1	Förslag till vidare forskning	37
	Förteckning över studiens figurer, grafer och tabeller	38
	Litteraturförteckning	39
	Bilagor från SPSS.....	42
	Bilaga 1, Descriptive Statistics	42
	Bilaga 2, Model Summary.....	42
	Bilaga 3, Betavalues & Collinearity Statistics.....	43
	Bilaga 4, Pearson Correlations	44

Inledning

I det inledande kapitlet presenteras bakgrunden till studien samt en problemdiskussion kring ämnet som valts. Osäkerhet och svårigheter med värdering till verkligt värde diskuteras. Därefter följer forskningsfråga och syfte.

1.1 Bakgrund

En av de viktigaste funktionerna som bolags finansiella rapporter har, är att tillhandahålla objektiv och rättvisande information. Informationen i rapporterna skall bidra till förståelse hos användaren samt hjälpa denne att bilda sig en uppfattning om bolagets finansiella ställning, prestationsförmåga och framtidsutsikter. Informationens primära användare är befintliga investerare, framtida investerare och kreditgivare (Picker et al., 2013).

IFRS är ett regelverk som infördes år 2005 och regelverket måste tillämpas av samtliga noterade koncerner inom EU. Syftet med införandet var att öka harmoniseringen av redovisningen mellan länderna och således göra redovisningen mer jämförbar (IASB, 2016). Inom regelverket ryms IAS 40 Förvaltningsfastigheter och IFRS 13 Värdering till verkligt värde som infördes för att öka relevansen i bolagens finansiella rapporter. I IAS 40 redogörs hur man redovisar en förvaltningsfastighet och att man ges möjligheten att värdera den till verkligt värde. I IFRS 13 förklaras hur dessa värderingar kan gå till. Företagen som tillämpar IFRS erbjuder alltså möjligheten att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde i stället för enbart anskaffningsvärde. Det går ut på att man skall undersöka om ett behov föreligger att omvärdera sitt fastighetsbestånd varje år (IAS 40).

Värderingsprincipen, verkligt värde, har sedan den infördes år 2005 mött både positiva och negativa reaktioner inom redovisningens kretsar. De positiva reaktionerna grundar sig i IASBs krav på relevansen i redovisningen och att verkligt värde ger en mer rättvisande bild än att värdera till anskaffningsvärde. Bengtsson (2009) menar däremot att man med verkligt värde har gett utrymme för relevansen på bekostnad av tillförlitligheten i redovisningen. Detta eftersom värdering till verkligt värde ger utrymme för en hel del subjektiva bedömningar, det ger alltså möjlighet för företagen att själva påverka de värden som redovisas. Hur man gör själva värderingen kan skilja sig åt. Genomgående är att fastigheterna skall värderas till ett marknadspris, alltså det priset som de skulle kunna säljas för om de såldes idag. Estimering av verkligt värde sker på 3 nivåer där, den första nivån är den som kan bidra med den mest tillförlitliga värderingen och där den tredje nivån är den som anses vara minst tillförlitlig samt innehåller flest subjektiva bedömningar. Gemensamt för de 3 nivåerna är att differenserna i det verkliga värdet från år till år läggs till i resultaträkningen (IFRS 13).

Nivå 1: Utgår ifrån en marknadsvärdering på tillgången i frågas huvudmarknad. Marknaden bör vara aktiv och tillgångar bör omsättas ofta för att en så korrekt värdering som möjligt ska kunna göras. Marknaden tillhandahåller noterade priser på identiska tillgångar som den man

avser att värdera. Noterade priser anses vara den mest tillförlitliga värderingsmetoden när man söker verklig värde.

Nivå 2: Om man inte har tillgång till priser på identiska tillgångar skall man använda priser på likartade tillgångar. Det samma gäller om man inte har tillgång till aktiva marknader, om så är fallet skall en mindre aktiv marknad väljas. Möjlighet finns även att använda sig av räntor och avkastningskurvor i sin värderingsmodell.

Nivå 3: Då inte någon av nivå 1 och 2 går att applicera på tillgången som står i begrepp att värderas, får man använda värderingsmetoder som innefattar nettonuvärden av de kassaflöden som tillgången anses bidra till. Detta angreppssätt ger då utrymme för subjektiva bedömningar angående bland annat risk samt förväntningar på framtida kassaflödens storlek. Denna metod anses vara den minst tillförlitliga när det gäller värdering till verkligt värde. Det framgick efter en studie av bolagsrapporter i databasen Retriever, att detta är den metod som används av de flesta fastighetsbolagen på marknaden. Problemet är naturligtvis om värderingen verkligen speglar ”det verkliga värdet” eller om bedömningarna och metoden bidrar till osäkerhet kring det faktiska marknadsvärdet.

1.2 Problemdiskussion

Definitionen av en förvaltningsfastighet och hur den skall redovisas redogörs för i IAS 40. Då ett företag har redovisat en förvaltningsfastighet ges det möjlighet att värdera den till verkligt värde. Det värde som fastighetsbeståndet värderas till, har i dagsläget en stor påverkan på fastighetsbolagens resultat- och balansräkningar. Den påverkan som uppstår i fastighetsbolagens finansiella rapporter ligger till grund för externa intressenters beslutstagande om exempelvis investeringar och kreditgivning (Marton et al 2016). De tidigare studier som gjorts inom ämnet har dels valt att fokusera på andra branscher än fastighetsbranschen där möjligheten att redovisa till verkligt värde finns, skogsbranschen är ett sådant exempel. Det finns även studier inom ämnet där man valt att fokusera på värder relevansen och huruvida informationen i de finansiella rapporterna har förmåga att påverka investerarens beslutsfattande (Danbolt, J & Rees, W. 2008). De har gjorts via studier mot aktiemarknaden, där man studerar om det finns något statistiskt samband mellan aktiepris och redovisade värden. Värdering till verkligt värde har enligt dessa studier bidragit till att förvaltningsfastigheter har ett mer rättvisande värde. Dock verkar värdering till verkligt värde minska relevansen i resultaträkningarna på grund av att värdeförändringarna påverkar resultatet. Värdering till verkligt värde ökar således möjligheterna att manipulera resultaten inom bolagen som tillämpar värderingsprincipen. När värderingarna som görs är helt säkra är värdering till verkligt värde en bra värderingsprincip. Om de inte är det, kan den i stället bidra till att missvisande information påverkar redovisningens användare (Danbolt, J & Rees, W. 2008).

Enligt IASBs föreställningsram framkommer att de primära användarna av redovisningen är investerare, kreditgivare och aktieägare (IASB, 2016). Det har, som tidigare stycke beskriver, redan gjorts studier kring hur en av redovisningens primära användare påverkas. (Danbolt, J

& Rees, W. 2008). Den här studien kommer därmed att ta ett annat perspektiv och fokuserar istället på hur kreditgivare påverkas vid värdering till verkligt värde.

Lånat kapital är en av de viktigaste finansieringskällorna för börsnoterade företag (Sengupta 1998). Enligt DI har skuldsättningsgraden hos de svenska företagen ökat markant efter finanskrisen 2008, denna finansiering har bidragit till att kostnaden för lånat kapital blivit en post som man bör hålla ett extra öga på. Då räntan de senaste åren varit rekordlåg borde företagen ta hänsyn till att räntan inom en snar framtid kan tänkas stiga, det medför även att kostnaden för lånat kapital förväntas stiga (Ingves, S. 2016). Kreditgivarna utgår vid kreditgivning från om företagen kan betala tillbaka lånet samt ställda säkerheters värde vid potentiella svårigheter att betala eller vid en konkurs (Green 1997). Det görs således en analys över företagets framtida finansiella ställning för att se företagets återbetalningsförmåga. En faktor som tas i beaktande är företagets framtida resultat. Det uppstår här komplikationer då värdering till verkligt värde medför osäkerhet i redovisningen, framför allt för förvaltningsfastigheter där man inte har någon aktiv marknad att jämföra priser på. Enligt Green (1997) bör kreditgivare vid högre osäkerheter eller risker också ta ut en högre ränta.

Då kreditgivarna vid utlåning bör ta hänsyn till risker inom företagen blir det intressant att studera huruvida det finns någon korrelation mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnaden för lånat kapital. Det ger en möjlighet att se om kreditgivare gör en bedömning av riskerna i företaget eller om man litar på att företagets finansiella rapporter utgör ett bra beslutsunderlag. Som tidigare beskrivits finns det en hel del osäkerhet vid värderingen till verkligt värde när det kommer till förvaltningsfastigheter, studien kommer därmed fokusera på om kreditgivarna tar hänsyn till denna osäkerhet. Michael Greenberg m.fl. (2013) menar i sin studie att både värdering till anskaffningsvärde och värdering till verkligt värde kan bidra till förhöjda risker för den finansiella sektorn. Han menar att om värdering till verkligt värde kan göras utan att det råder något tvivel om att värderingen som görs är korrekt, är den att föredra. Om den inte är det kan metoden vara direkt skadligt för den finansiella sektorn. Beroende på hur och av vem värderingarna görs kan kvalitén skifta avsevärt, menar Greenberg.

I IAS 40 framgår att, det är att föredra om företagen använder sig av oberoende värderingsmän när de skall värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Detta är dock inget krav. Då företag själva ges möjlighet att uppskatta värdet på sina tillgångar, utan att någon oberoende part ges insyn kan detta ge upphov till resultatmanipulering. (Merchant, K. A., & Vad der Stede, W. A. 2012). Det finns därmed tydliga incitament för kreditinstituten att agera med eftertänksamhet när man tittar på fastighetsbolagens resultat och balansräkningar, samt att vara vaksamma på eventuella övervärderingar.

1.3 Studiens syfte

Syftet med studien är att studera huruvida det finns ett samband mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnaden för lånat kapital.

1.4 Forskningsfråga

Vilket samband går att urskilja mellan resultateffekten och kostnaden för lånat kapital då man värderar till verkligt värde inom fastighetsbranschen?

1.5 Studiens bidrag

Studien vill bidra till att öka förståelsen för värdering till verkligt värde, men också visa om ett samband mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital föreligger bland svenska börsnoterade fastighetsbolag. Studien vill därmed undersöka om kreditgivare bör handla med försiktighet när man beviljar lån till fastighetsbolag eftersom resultat- och balansräkningarna är påverkade av företagets värderingsprinciper. Då variabeln resultateffekt vid värdering till verkligt värde är framtagen på egen hand har studien endast tillgång till tidigare forskning kring vilka andra faktorer som kan tänkas påverka kostnaden för lånat kapital.

2 Referensram

I referensramen redogörs för tidigare studier samt regelverk som behandlar syftet med redovisning, värdering till verkligt värde samt de olika värderingsteknikerna vid värdering till verkligt värde. Vidare behandlar avsnittet kostnad för lånat kapital och tidigare studiers resultat kring faktorer som påverkar kostnad för lånat kapital. Avsnittet avslutas med tillhörande hypotesformulering.

2.1 Redovisningens syfte

Beroende på vem som använder sig av ett bolags redovisning och finansiella rapporter kan syftet med dem skilja sig åt. Användarna kan exempelvis vara aktieägare, anställda eller kreditgivare. Kreditgivarnas intresse av redovisningen kretsar främst kring att bedöma det specifika bolagets kreditrisk. Aktieägarnas syfte med att granska företaget rapporter rör främst vilken avkastning de kan förvänta sig på sitt satsade kapital. (Smith, D. 2006)

I IAS 1 förklarar man att syftet med finansiella rapporter är att de skall ge information till användaren om bolagets finansiella ställning, finansiella resultat och kassaflöde.

Informationen skall vara användbar för ett flertal olika användare och skall fungera som underlag för beslutsfattande kring ekonomiska handlingar.

IASB:s föreställningsram från 2010 redogörs vilka grundläggande kvalitativa egenskaper redovisningen skall ha för att vara användbar och ge vägledning, till dem vars uppgift är att upprätta finansiella rapporter. I föreställningsramen redogörs de grundläggande kvalitativa egenskaper som skall bidra till användbarheten av redovisningen. Dessa egenskaper är bland annat relevans, väsentlighet och korrekt återgivande, under korrekt återgivande ryms även fullständig, neutral samt fri från fel (IASB, 2016).

2.1.1 Grundläggande kvalitativa egenskaper

Relevans

För att redovisningen skall fungera som ett användbart beslutsunderlag måste informationen uppfylla kraven på relevans. Relevant information innebär information som anses relevant för användarna och som kan tänkas påverka användarnas beslutsfattande. Informationen behöver inte påverka samtliga användare utan kan anses relevant även om ett fåtal användares beslut kan tänkas påverkas. Informationen är även relevant om den kan användas i förebyggande syfte samt i återkopplings syfte. Det innebär att informationen kan leda till att bättre förstå något i framtiden eller att återberätta något som tidigare skett (IASB, 2016).

Väsentlighet är en mer specifik aspekt av relevans då den appliceras på enskilda transaktioner. Den avser att fastställa om en transaktion är betydelsefull nog att redovisas separat. Transaktionen är väsentlig om användarens beslut påverkas av felaktigt redovisning eller utelämnad information (IASB, 2016).

Korrekt återgivande

All information som går att finna i redovisningen skall vara korrekt återgiven. Med detta menas att den skall vara fullständig, neutral samt fri från fel. Detta är mycket viktigt då redovisningen skall ligga till grund för intressenters ekonomiska beslut (IASB, 2016).

Fullständig innebär att all information som är nödvändig skall finnas tillgänglig, för att användaren skall begripa det som redovisningen avser att återge. Den skall även inkludera beskrivningar och förklaringar som anses vara nödvändiga. Detta innefattar de olika redovisnings- och värderingsprinciper som företaget tillämpar, till exempel anskaffningsvärde eller värdering till verkligt värde (IASB, 2016).

Neutral betyder att redovisning skall skildras ur ett objektiva perspektiv och får inte vara föremål för någon manipulation. Det finns tydliga incitament för börsnoterade företag att vinkla sin redovisning eftersom man når ut till flertalet användare av redovisningen. Flera skandaler som till exempel Enronskandalen har visat att det är mycket viktigt att klargöra att redovisningen är neutral. En manipulerad redovisning kommer alltid att påverka användarnas beslut. (IASB, 2016).

Fri från fel innebär att det inte skall finnas några tydliga fel eller exkluderingar i redovisningen. Det innebär dock inte att redovisning måste vara perfekt eller helt korrekt i alla avseenden. Då redovisning i vissa fall kräver antaganden om framtiden, är det omöjligt att få redovisningen helt korrekt. Fri från fel innebär däremot att i den mån som antaganden görs, till exempel gällande prognostiserade kassaflöden eller värderingar av vissa tillgångar, skall de antaganden som gjorts redovisas till fullo. Detta för att användaren själv skall kunna förstå hur prognoserna och värderingarna har uppkommit (IASB, 2016).

2.2 IAS 40 Förvaltningsfastigheter

IAS 40 är en standard inom IASB som reglerar hur förvaltningsfastigheter skall redovisas för de företag som följer IASBs regelverk. Definitionen av en förvaltningsfastighet är att fastigheten eller marken innehas för att generera hyresintäkter eller för värdestegring, en kombination av dessa ryms också inom definitionen. Standarden avser alltså inte fastigheter eller mark som innehas för försäljning (IAS 40, §3). Förvaltningsfastigheter ger alltså upphov till kassaflöden som till stor del inte påverkas av andra tillgångar i företagets ägo. Detta är den huvudsakliga skillnaden mellan en förvaltningsfastighet och en rörelsefastighet. IAS 40 avser således inte fastigheter som används i produktion eller tillhandahållande av varor och tjänster. Dessa fastigheter benämns som rörelsefastigheter och behandlas inom en annan standard. Det finns även fastigheter som innehas för både hyresintäkter och värdestegring, som även används inom produktionen. Då avgörs huruvida delarna av fastigheten kan säljas var för sig eller leasas ut separat. Går det att sälja eller leasas separat skall det också redovisas separat. Är detta inte möjligt så skall fastigheten redovisas som en förvaltningsfastighet endast om en obetydlig del utnyttjas för produktion eller annan verksamhet som är avsedd för rörelsefastigheter (IAS 40, §5-15).

När fastigheten skall redovisas behöver man först och främst se vilka krav som finns från föreställningsramen, för att få redovisa tillgångar. De första kriterierna är att tillgången är en resurs som företaget har bestämmande inflytande över, till följd av en händelse samt att tillgången förväntas generera framtida ekonomiska fördelar (IASB, 2016).

Förutom kriterierna för en tillgång finns övriga krav som måste uppfyllas för att fastigheten skall redovisas som en förvaltningsfastighet. Några av dessa krav är att det är sannolikt att de ekonomiska fördelar som förvaltningsfastigheten bidrar till kommer att tillfalla företaget och att förvaltningsfastighetens anskaffningsvärde kan beräknas på ett tillförlitligt sätt. Vid första redovisningstillfället skall fastigheten redovisas till anskaffningsvärde. Det är först vid andra värderingstillfället företagen får välja om man vill redovisa tillgången till anskaffningsvärde eller tillämpa verkligt värde. Den metod man väljer måste tillämpas på samtliga av företagets förvaltningsfastigheter. Vid verkligt värde redovisas eventuell värdestegring eller värdeminskning i resultaträkningen för den tidsperiod det avser. När värdering till verkligt värde görs, är det av största vikt att värdet baseras på inkomster från de löpande hyresavtal och andra inkomster som förvaltningsfastigheten förväntas bidra till. I IAS 40 rekommenderas de som skall redovisa en förvaltningsfastighet att använda sig av oberoende värderingsmän i sina värderingar. Detta är dock inget krav, utan företagen som redovisar en förvaltningsfastighet kan genomföra värderingen på egen hand (IAS 40, §32).

Som nämnts i problemdiskussionen bidrar regelverket till att mer rättvisande värderingar görs förutsatt att värderingarna görs på ett korrekt sätt. Då företagen själva ges möjlighet att värdera sina förvaltningsfastigheter kan detta leda till att redovisningens användare tar beslut på felaktig, manipulerad eller bristfällig information (Merchant, K. A., & Vad der Stede, W. A. 2012). Detta kan i sin tur leda till problem för den finansiella sektorn. Hur värderingen av förvaltningsfastigheter går till är av största vikt för hur rättvisande det verkliga värdet faktiskt blir. Detta behandlas närmare i nästkommande stycken (Greenberg et al., 2013).

IFRS 13 Värdering till verkligt värde

Verkligt värde definieras enligt IFRS 13 som en ”*marknadsbaserad värdering, inte en företagsspecifik värdering*”. För vissa tillgångar kan man enkelt ta reda på vad en tillgång är värd, på grund av att det finns en kontinuerlig och fungerande marknad. Det finns tillgångar där det inte alls fungerar på det här sättet. När det gäller värdering till verkligt värde är dock målet det samma oavsett hur man går till väga för att bedöma värdet; ”*att uppskatta priset vid värderingstidpunkten*” (IFRS 13 §2).

Värdering till verkligt värde förutsätter en transaktion av tillgången mellan parter på en marknad under ”*normala förhållanden*” Värderingen skall ske på tillgångens huvudmarknad och om inte en sådan finns skall den ske på den ”*mest fördelaktiga marknaden*” för tillgången (IFRS 13, §16). Företaget som skall värdera sin tillgång till verkligt värde behöver inte utföra någon omfattande undersökning kring vilken som är tillgångens huvudmarknad (IFRS 13, §17).

Verkligt värde vid första redovisningen utgörs, som tidigare nämnts, av inköpspriset för tillgången (*entry price*). Tillgångens verkliga värde skall dock utgöras av det pris som skulle erhållas vid en eventuell försäljning av tillgången (*exit price*). Dessa två värden behöver inte nödvändigtvis vara de samma. Beroende på om transaktionen har skett på tillgångens huvudmarknad och under normala förhållanden godtar man, om inte annat föreskrivs, inköpspriset av tillgången som det ursprungliga verkliga värdet (IFRS 13, § 24)

2.2.1 Värderingstekniker vid värdering till verkligt värde

”Ett företag skall vid värdering till verkligt värde använda värderingstekniker som är lämpliga under omständigheterna och för vilka tillräckliga uppgifter finns tillgängliga, samtidigt som användningen av relevanta observerbara indata maximeras och användning av icke observerbara indata minimeras” (IFRS 13, § 61).

Värderingen görs i tre nivåer där den första bedöms vara mest tillförlitlig och den tredje minst tillförlitlig (IFRS 13, § 62).

Nivå 1: Använder noterade priser och annan relevant information från en marknad där tillgången förväntas säljas. Tillgångarna man jämför med skall i bästa fall vara identiska, eller åtminstone jämförbara. Marknaden skall även omsätta tillgångar med en frekvens som bidrar till att priserna kan uppfattas som aktuella. Ett exempel på en sådan marknad kan vara marknader för finansiella instrument (IFRS 13, § 67, 76).

Nivå 2: När man inte har tillgång till samma information som i nivå 1 tillämpas nivå 2. Här ges det möjlighet till att jämföra priser med tillgångar på en marknad där ”liknande” tillgångar omsätts frekvent. Eller på en marknad där omsättningen inte är lika stor men tillgångarna är identiska. Om ingen av dessa marknader går att finna, kan man även använda priser på en marknad där varken omsättningen är omfattande eller tillgångarna identiska. Förutom dessa sätt att värdera enligt marknadspriser ges man i nivå 2 möjlighet att använda sig av räntor och avkastningskurvor för att på så vis uppskatta det verkliga värdet (IFRS 13, B8-9).

Nivå 3: Detta är den värderingsmetod som anses vara minst tillförlitlig och används när observerbar data som används i nivå 1 och 2 inte är tillgänglig. Denna metod utgår i stället från förväntningar om tillgångens framtida kassaflöden, diskonterat till ett nuvärde. När denna metod används behöver företaget som skall värdera tillgången till verkligt värde använda sig av kvalitativa bedömningar och uppskattningar. Det är detta som bidrar till att metoden i sig anses vara minst tillförlitlig. Förutom dessa bedömningar behöver bolaget bilda sig en uppfattning om framtiden och vilka kassaflöden som tillgången kan tänkas bidra till. Sammantaget finns det flera moment av osäkerhet som inkorporeras i värdering till verkligt värde nivå 3 (IFRS 13, §86-90). Trots att metoden anses vara ett osäkert sätt att värdera tillgångar till verkligt värde, framgick det att det är den metod som används mest frekvent av flera branscher, däribland fastighetsbranschen. Detta framgick efter att ha studerat

fastighetsbolag i Retriever business. Information om vilken nivå som används redovisas i bolagens årsredovisningar (IFRS 13).

Fastighetsbranschen som studien fokuserar på tillhandahåller sällan den kontinuerliga information om priser som behövs för att göra en värdering enligt nivå 1 eller nivå 2. Det ter sig således naturligt att företag i fastighetsbranschen använder sig av nivå 3. Även om värdering enligt nivå 1 och 2 vore möjligt finns incitament att använda sig av värdering till verkligt värde nivå 3. På grund av att man ges möjligheten till uppskattning av vissa viktiga delar vid värdering till verkligt värde nivå 3, ges man även möjligheten till manipulering av värdet och indirekt även manipulering av bolagets egna resultat- och balansräkning (Merchant, K. A., & Vad der Stede, W. A. 2012).

Danbolt, J. and Rees, W. (2008) som studerade fastighetsbolag i Storbritannien. Fann i sin studie att värdering till verkligt värde är en mer rättvisande metod än att redovisa tillgångar till anskaffningsvärde. De påpekar dock att metoden värdering till verkligt värde underlättar för bolag att manipulera sina resultat. Detta på grund av att värdering till verkligt värde till stor del kan genomföras av företaget självt. Detta sker främst via prognoser av framtida kassaflöden som behandlats i ovanstående avsnitt.

2.2.2 Nettonuvärde

Nuvärde är värdet av en tillgångs framtida kassaflöden om man hade erhållit dem idag. Denna metod används vid värdering av förvaltningsfastigheter i nivå 3.

Nuvärdet som beräknas består av följande komponenter:

1. En uppskattning av tillgångens framtida kassaflöden.
2. Förväntningar om skiftande variation i kassaflöden bedöms. Man bedömer här kassaflödenas storlek och tidpunkt då dessa faller ut. Detta motsvarar osäkerheten som finns i kassaflödena.
3. Man tar hänsyn till pengars värde. Detta illustreras av den riskfria räntan på monetära tillgångar under samma löptid som tillgången förväntas generera någon form av avkastning.
4. En uppskattning kring osäkerheten i kassaflödena, det vill säga riskpremien bestäms (IFRS 13, B 13).

$$\text{Verkligt värde, nuvärdesberäkning} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF: Det uppskattade kassaflödet år för år som tillgången förväntas bidra till.

r: Den uppskattade diskonteringsräntan som består av riskfri ränta plus en uppskattad riskpremie.

I både täljaren och nämnaren finns utrymme för subjektiva bedömningar som beroende på kvalitet kan få nuvärdet att skifta avsevärt. Modellen kan ge en fingervisning om vad det verkliga värdet borde vara, men är på grund av sin utformning fylld med osäkerhet. Denna osäkerhet följer med in i redovisningen i form av påverkan på företagets resultat- och balansräkningar. Resultateffekten vid värdering till verkligt värde blir således ett mått med stor betydelse för bolagets intressenter (Brealey, R. A. 2013).

2.3 Kostnad för lånat kapital

Då studien avser att studera sambandet mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital, är det väsentligt att redogöra för de faktorer som påverkar ett företags kostnad för lånat kapital. I detta avsnitt kommer därmed dessa faktorer att redogöras för.

Den främsta frågan vid kreditgivning är låntagarens förmåga att betala tillbaka hela lånet och räntekostnaderna inom förutbestämd tid (Green 1997). Kreditgivaren måste enligt lag genomföra en kreditprövning för att bedöma företagets framtida betalningsförmåga ”Innan ett kreditinstitut beslutar att bevilja en kredit ska det pröva risken för att de förpliktelser som följer av kreditavtalet inte kan fullgöras. Institutet får enbart bevilja en kredit om förpliktelserna på goda grunder kan förväntas bli fullgjorda” (SFS 2004:297, 8 kap, 1 §). Bedömningen görs framförallt med avseende på företagets resultat och finansiella ställning, men även på framtida möjligheter att generera positiva resultat samt positiva kassaflöden (Svedin 1992). Räntan som tas ut av kreditgivaren skall återspegla den risk det innebär att bevilja lån till företaget, vid högre risk eller osäkerhet för kreditgivaren tas en riskpremie ut som kompensation för den högre risken, riskpremien innebär således en högre ränta (Green 1997). Det finns även möjlighet att via kontrakt lägga till kriterier vid kreditgivning. Detta innebär att högre risk inte behöver återspeglas i högre ränta. Ett sådant exempel skulle kunna vara en kortare återbetalningsperiod (Svensson 2003). När det gäller kreditgivning till just fastighetsbolag fungerar förvaltningsfastigheterna uteslutande som säkerhet om lånens återbetalning skulle utebli. Då värdering till verkligt värde nivå 3 innehåller osäkerhet bidrar detta till risker även för kreditgivarna. Om fastigheterna behöver säljas och det verkliga värdet inte stämmer, skulle detta i förlängningen leda till problem även i banksektorn. Riskerna och osäkerheten kan på sikt innebära svårigheter för hela fastighetsmarknaden och ekonomin i sin helhet (Schön, L. 2007).

Det finns även andra faktorer förutom företagets finansiella rapporter som påverkar kreditgivarnas beslut om kreditgivning. Relationen mellan kreditgivaren och kredittagaren är en sådan faktor, samt individuella och organisatoriska faktorer vid kreditgivning (Trönberg 2014). Dessa faktorer består främst av erfarenhet hos bedömaren, hur rationell bedömaren är vid kreditgivning. Dessa faktorer ger företag olika förhandlingsläge när man förhandlar om ränta på lån. Bedömningarna är således subjektiva och kan leda till att väsentlig information misstolkas eller inte beaktas alls. Det finns vissa nyckeltal som enligt tidigare studier har påverkan på kostnad för lånat kapital, dessa redogörs närmare i metodavsnittet.

2.4 Sammanfattning & Hypotesformulering

Den teoretiska referensramen har belyst att värdering till verkligt värde skapar en del frågor kring osäkerheten i företagens resultat- och balansräkningar. Bedömningarna som ligger till grund för värderingen behöver inte alltid stämma överens med vad marknaden värderar fastigheterna till. Teorin har även påvisat hur kostnaden för lånat kapital bör förhålla sig vid olika risknivåer när kreditinstitut bestämmer sig för att låna ut kapital till företagen (Green 1997). En annan faktor som kreditgivarna analyserar är ett företags framtida förmåga att generera vinster och företags återbetalningsförmåga (Svedin 1992). Det är därför intressant att studera sambandet mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital. Detta eftersom ökad osäkerhet i redovisningen bör leda till högre kostnad för lånat kapital. Det har således lett fram till en nollhypotes samt en alternativhypotes.

H_0 : Det finns inget samband mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital, för fastighetsbolag med verksamhet som endast avser förvaltningsfastigheter.

H_a : Det finns ett samband resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital, för fastighetsbolag med verksamhet som endast avser förvaltningsfastigheter.

3 Metod

I denna del av rapporten kommer först val av methodsats, följt av undersökningens urval, samt modellen för regressionsanalysen att presenteras. Därpå redogörs för de olika element som stärker studiens trovärdighet, jämte de verktyg som använts för att skapa god validitet och reliabilitet. Avslutande kapitel redogör för kritik av vår metod.

3.1 Val av metodansats

Då studiens utgångspunkt är att visa huruvida det finns ett samband mellan resultateffekt vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital har en kvantitativ metod valts. Den kvantitativa metoden är även fördelaktigt då ett större antal företag undersöks. Detta eftersom vid större antal observationer är en kvantitativ studie att föredra då den kvalitativa tar längre tid per studieobjekt. En kvantitativ forskningsmetod utgår från att stor vikt läggs på insamling av data samt analys av den data som samlats in. Det ger därför ingen möjlighet att manipulera data för att få ett önskat resultat/samband, all data har således sammanställts ur ett objektiva perspektiv. Den kvantitativa forskningsmetoden ger även möjlighet till att generalisera resultatet av studien på samtliga bolag som tillämpar IFRS 13 (Bryman & Bell, 2013).

En deduktiv ansats har använts för studien då utgångspunkten har varit tidigare forskning inom området IFRS 13 och IAS 40 förvaltningsfastigheter (Bryman & Bell, 2013). Den deduktiva ansatsen utgår till skillnad från den induktiva ansatsen från tidigare information och teorier inom området som man sedan applicerar på det resultatet studien kommer fram till. Även denna metod har mött kritik från forskare, detta eftersom datainsamlingen adresseras mot information som stärker de förväntningar som finns innan studien utförts. Därmed kan studien gå miste om annan viktig information (Jacobsen 2002).

3.2 Undersökningens urval

Studien har valt att avgränsas till att studera börsnoterade fastighetsbolag på antingen Large- eller MidCap som bedriver verksamhet med avseende på förvaltning av fastigheter. Vid urval av företag sattes ett antal kriterier upp. Det första kriteriet var att företagen måste tillämpa verkligt värde värdering som värderingsmetod av sina förvaltningsfastigheter. Det andra kriteriet var att företagen måste ha varit börsnoterade under hela mätperioden, detta eftersom deras finansiella data skulle finnas tillgänglig. Som tidigare nämnt avser studien endast att studera företag inom branschen som innehar förvaltningsfastigheter, därav faller vissa fastighetsbolag bort i urvalet som bedriver annan typ av verksamhet inom fastighetsbranschen.

Den undersökta perioden var från början satt till fem år mellan 2011-2015, perioden har däremot under studiens gång ändrats till att istället omfatta sex år alltså 2010-2015. Anledningen till detta är att större observationer leder till säkrare statistiska slutsatser. Antalet observationer ökade därmed från 80 till 96. Tidigare studier på området har utfört tester, både

med tidsförskjutning av räntan och utan. Anledningen till att använda en tidsförskjuten modell, går ut på att information som används vid beslut om ränta tas baserat på historisk finansiell data (Sengupta 1998). Det skulle innebära att företagens resultateffekter av verkligt värde inte kan påverka kreditgivarna förrän året efter. Den finansiella informationen som används skall däremot vara aktuell, uppdaterad och all tillgänglig information skall användas. Förutom historisk data används även modeller där prognostiserade framtida kassaflöden används. I dagens samhälle där mycket information finns tillgänglig i realtid borde ett test utan tidsförskjutning av räntan således vara mest rättvisande (Barret, 1990).

3.3 Variabler

3.3.1 Beroende Variabel

Studien avser att undersöka sambandet mellan resultateffekt vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital. Kostnaden för lånat kapital skall undersökas, för att se om variabeln påverkas av resultateffekten vid värdering till verkligt värde. Detta görs på grund av att kostnaden för lånat kapital påverkas av bolagens resultat, som i sin tur påverkas av värdering till verkligt värde (Svedin 1992).

Då datan för den beroende variabeln togs fram upptäcktes det att definitionen av Retrievers skuldränta var direkt felaktig då den tog med både icke räntebärande samt räntebärande skulder i beräkningarna. Det valdes därför att göra en manuell kontroll mot samtliga årsredovisningar för att variabeln skulle få en mer rättvisande definition. Den manuella kontrollen innebar att samtliga årsredovisningar studerades, och då speciellt posterna räntebärande skulder samt räntekostnader, det ger vår beroende variabel följande definition:

$$\frac{\text{Summa räntekostnader}}{\text{Summa räntebärande skulder}}$$

3.3.2 Oberoende Variabel

Som beskrivits i avsnittet ovan blir den beroende variabeln kostnad för lånat kapital, således kommer den oberoende variabeln att bli resultateffekt vid värdering till verkligt värde. Som nämnts i referensramen ger värdering till verkligt värde utrymme för subjektiva bedömningar som inkorporerar osäkerhet. Denna osäkerhet följer med in i bolagens resultat. Resultaten ligger bland annat till grund för kreditgivares beslut om vilken kostnad för lånat kapital bolaget kommer få. Den oberoende variabeln som valdes blev således resultateffekt av värdering till verkligt värde (Brealey, R. A. 2013).

Det uppdagades även här att Retriever inte var konsekvent vid beräkning av rörelseresultatet. Då rörelseresultatet är en viktig post i definitionen av måttet resultateffekt vid värdering till verkligt värde krävdes det en manuell justering av rörelseresultatet. I vissa fall räknades de finansiella kostnaderna med i rörelseresultatet medan i andra fall inte. Då studien är tvungen att vara konsekvent i detta avseende har detta justerats manuellt för att rörelseresultatet skall vara korrekt för samtliga företag. Det ger den oberoende variabeln följande definition:

Värdeförändring fastigheter till följd vid värdering till verkligt värde Rörelseresultat före finansiella kostnader

3.3.3 Kontrollvariabler

De kontrollvariabler som ingår i regressionsmodellen har valts ut i enlighet med tidigare studiers iakttagelser om variabler som påverkar företags kostnad för lånat kapital. Francis et al (2005) har i sin studie använt sig av skuldsättningsgrad, räntabilitet på totalt kapital, kassalikviditet samt storlek på företagets tillgångar. Då vi använde oss av Retriever vid insamling av all data användes deras definition av samtliga kontrollvariabler eftersom det underlättade datainsamlingen för studien. Det innebär även att eventuella felaktigheter i definitionerna är konsekventa för samtliga bolag. Ett sådant exempel är, att Retriever använder den gamla skattesatsen på 28%. Storleken på företagets tillgångar innebär däremot ingen uträkning utan är direkt tagen från summa tillgångar ur Retriever för samtliga bolag.

Skuldsättningsgrad är ett mått som visar företagets skulder i relation till det egna kapitalet. Det visar därmed vilken typ av finansiering som företaget valt att tillämpa. Skuldsättningsgrad korrelerar med kostnad för lånat kapital då högre skuldsättningsgrad ger en ökad finansiell risk. Företaget blir då mer känslig för eventuella räntehöjningar. En högre skuldsättningsgrad förväntas därför korrelera positivt med räntekostnaden (Johansson & Runsten 2005).

Kassalikviditet är ett mått som visar företagets betalningsförmåga på kort sikt. Kassalikviditeten bör inte understiga 100% eftersom det då innebär att ett företag inte kan betala sina kortfristiga skulder omgående. En tumregel för måttet är att kassalikviditeten bör anta ett 2:1 förhållande alltså helst 200% för att säkra eventuella osäkra kostnader (Johansson, S-E och Runsten, M. 2005). Kassalikviditeten bör därför korrelera med kostnad för lånat kapital då kreditgivare bör titta på möjligheten för återbetalning av lånen. Kassalikviditeten kan därmed ge både positiv och negativ påverkan beroende på dess storlek.

Storleken på företagets tillgångar betraktas som ett tecken på företagets storlek och påverkar vilka resurser och kompetens företaget förfogar över (Petersen och Plenborg 2010). Därmed kan det antas att företagen antingen har ett bättre förhandlingsläge då det kommer till att förhandla ränta med banken, eller att man gör mer korrekta värderingar vid värdering till verkligt värde.

Räntabilitet på totalt kapital är ett lönsamhetsmått som visar avkastning per investerat kapital oavsett vilken finansieringsstrategi som använts (Johansson & Runsten 2005). Räntabilitet på totalt kapital liknar därför kassalikviditet då högre lönsamhet bör sänka risken medan lägre lönsamhet bör höja risken i bolaget och därmed antingen positiv eller negativ påverkan på kostnad för lånat kapital.

Definition av skuldsättningsgrad:

$$\frac{\text{Summa avsättningar} + \text{Totala skulder} + (\text{Summa obeskattade reserver} * 0,28)}{\text{Summa eget kapital} + (\text{Summa obeskattade reserver} * 0,72)}$$

Definition av kassalikviditet:

$$\frac{(\text{Summa omsättningstillgångar} - \text{Summa varulager})}{\text{Summa kortfristiga skulder}} * 100$$

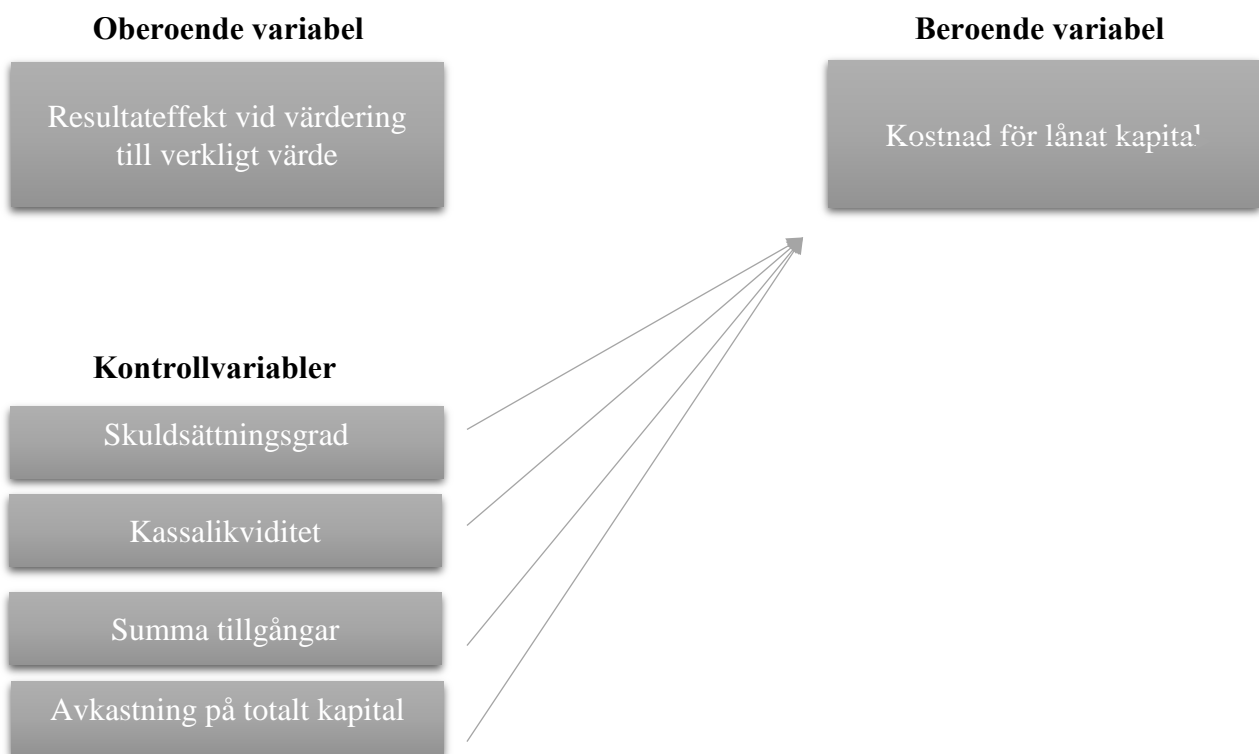
Definition av räntabilitet på totalt kapital:

$$\frac{(\text{Rörelseresultat} + \text{Ränteintäkter} + \text{Övriga finansiella intäkter})}{\text{Summa tillgångar}} * 100$$

3.4 Regressionsmodell

Studien avser att undersöka sambandet mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital via en regressionsanalys. I regressionsanalysen ingår som i tidigare avsnitt beskrivits en beroende variabel, en oberoende variabel samt kontrollvariabler. Kontrollvariablerna inkluderas för att försöka utesluta att ett samband är spuriöst. Det innebär att ett samband mellan den beroende och den oberoende variabeln förklaras av bakomliggande variabler som inte inkluderats. I tidigare avsnitt har samtliga variabler beskrivits och nedanför presenteras således den fullständiga modellen.

Figur 1. Regressionsmodellen och dess variabler



Ekvationen för en multipel regressionsformeln har följande definition:

$$\text{Räntekostnad} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Resultateffekt vid värdering till verkligt värde} + \beta_2 \sum \text{Kontrollvariabler} + \varepsilon$$

3.5 Datainsamling & Bearbetning av data

Business Retriever användes vid sammanställning av den finansiella datan. Sökningarna gjordes på bransch med avseende på förvaltningsverksamhet, det gjordes även begränsningar på både Large- eller MidCap som börslista. Då datan inhämtats från Retriever samt de olika företagens årsredovisningar baseras studien på arkivdata, det innebär att all data är inhämtad från redan befintliga källor (Bryman & Bell 2013). Anledningen till att arkivdata användes är dels på grund av att det är mer tidseffektivt samt minskar risken för felaktigheter i den insamlade datan. Datainsamlingen som genomfördes medförde även vissa bortfall av företag där deras finansiella data inte var tillgänglig varken på deras hemsida eller i Retriever, detta redogörs för i tabellerna nedan. Det uppdagades också efter manuell kontroll att viss data från Retriever inte var konsekvent, den beroende samt den oberoende variabeln har som beskrivits i tidigare avsnitt justerats för samtliga företag under alla undersökta år. Omräkningen var av yttersta vikt för studien, för att inte den beroende och oberoende variabeln inte skulle påverka modellen på ett felaktigt sätt. Utan justering hade den statistiska analysen blivit missvisande.

Tabell 1. Tabell över bortfall

Urval av företag	Antal
Totalt antal förvaltningsbolag	19
Totalt antal företag large cap	8
Totalt antal företag mid cap	8
Företag där siffror ej fanns tillgängliga för hela undersökningsperioden	3
Företag som ingår i studien	16

Tabell 2. Företag som ingår i studien

Large Cap	Mid Cap	Bortfall av företag
Atrium Ljungberg	Catena	Besqab
Castellum	Corem property partner	Hemfosa fastigheter
Fabege	Diös Fastigheter	NP3 fastigheter
Fastighets AB Balder	FastPartner	
Hufvudstaden	Heba Fastigheter	
Klövern	Kungsleden	
Wallenstam	Sagax	
Wihlborgs Fastigheter	Platzer	

Efter att den bearbetade datan förts in från Excel till SPSS genomfördes en kontroll av variablerna för att se om de var normalfördelade, vilket är essentiellt när man genomför en regressionsanalys (Cortinhas och Black 2012). Om variabeln inte var normalfördelad logaritmerades den. Detta skedde genom att studera huruvida standardavvikelsen för varje variabel översteg dess medelvärde. Detta är en tumregel inom statistiken, om så var fallet logaritmerades variabeln (Cortinhas och Black 2012).

Efter att denna granskning var genomförd kontrollerades variablerna ytterligare en gång för att eliminera eventuella extremvärden. Detta gjordes med hjälp av spridningsdiagram samt stapeldiagram. I spridningsdiagrammet söker man punkter som är långt ifrån noll och stapeldiagrammet skall likna en normalfördelningskurva. Därefter eliminerades extremvärden genom att det högsta och lägsta värdet i den variabel som berördes antog nästa observerade värde i kedjan. Eliminering genomförs för att inte extremvärden skall påverka hela regressionsmodellen i för stor grad, vilket kan leda till ett missvisande resultat.

3.5.1 Extremvärden eliminering och logaritmering, VIF

En kontroll av de oberoende variablerna och deras interna korrelation genomfördes. Denna interna korrelation kallas multikollinearitet. Multikollinearitet uppstår när två eller flera oberoende variabler samkorrelerar i för hög grad (Field. A 2013). Denna effekt vill undvikas då den statistiska analysen kan försvåras (Cortinhas och Black 2012). Testet man utför kallas Collinearity diagnostics och värdet på multikollinearitet kallas VIF-värde. Värdet som testet visar indikerar på hur mycket variablerna påverkas av varandra. För att kunna säga att modellen inte har multikollinearitetsproblem får VIF inte överstiga 10 (Cortinhas och Black 2012).

3.5.2 Statistiskt test

För att analysera den oberoende variabeln, resultateffekt vid värdering till verkligt värdes påverkan på den beroende variabeln, kostnad för lånat kapital, gjordes en multipel regressionsmodell i SPSS. För att klargöra om det fanns ett samband mellan dem, inkluderades kontrollvariabler i modellen. Dessa var kassalikviditet, skuldsättningsgrad, summa tillgångar och räntabilitet på totalt kapital. Kontrollvariabler inkluderas, då även dessa kan påverka den beroende variabeln i modellen (Cortinhas och Black 2012).

För att se hur stor påverkan den oberoende variabeln hade på den beroende, studerades förklaringsgraden i regressionsmodellen. Förklaringsgraden kallas i modellen för R^2 . Därefter studerades justerat R^2 , som tar hänsyn till att förklaringsgraden går upp ju fler variabler som används i modellen. Detta justerade värde är något lägre och anses vara mer rättvisande (Cortinhas och Black 2012).

Därefter gjordes Pearsons korrelationsanalys som studerar sambandet mellan studiens variabler samt om det föreligger problem med multikollinearitet. Om testet får ett värde som överstiger 0,7 är detta ett tecken på att variablerna samkorrelerar i för hög grad (Field. A 2013). Regressionsmodellens signifikansnivå och ostandardiserade betavärde studerades och ger till skillnad från Pearsons korrelationsanalys svar på, i vilken omfattning alla de oberoende variablerna tillsammans påverkar den beroende.

Kontrollvariabler och den oberoende variabelns ostandardiserade betavärden studerades (Field. A 2013), för att se vilken påverkan respektive variabel hade på kostnad för lånat

kapital. Höga ostandardiserade betavärden innebär en stor påverkan på den beroende variabeln. Förutom detta undersöktes respektive variabels signifikansnivå. Detta gjordes för att kunna redogöra huruvida det är statistiskt bevisat att en variabel faktiskt påverkar den beroende variabeln. De signifikansnivåer som användes var 10%, 5%, 1% och 0,1%. Signifikansnivån mäts med ett P-värde och avgör om nollhypotesen kan förkastas eller ej (Cortinhas och Black 2012).

3.6 Studiens trovärdighet

I en vetenskaplig studie läggs betydande vikt vid tillförlitlighet samt replikerbarhet (Bryman & Bell 2015). Tillförlitlighet för studien samt i vilken mån den vetenskapliga studien kan upprepas mäts i måttet reliabilitet. Replikerbarhet är av yttersta vikt för en vetenskaplig studie då det innebär att studien skall kunna upprepas av någon annan som med samma data skall uppnå samma resultat, det ger den vetenskapliga studien validitet. Validitet granskar i sin tur trovärdigheten i resultatet, relevansen av urvalsdata, samt att det som avses att undersökas verkligen undersökts. Då metoden i studien beskrivs i detalj ger det läsaren möjlighet att enkelt följa tillvägagångssättet i studien och det ger en bättre möjlighet att replikera det som gjorts i denna studie.

3.6.1 Metodkritik

För att bibehålla studiens tillförlitlighet kommer dess svagheter och begränsningar att redogöras för i detta avsnitt.

Undersökningen består av 16 företag under 5 års tid vilket ger studien 96 observationer. Vid testet med tidsförskjutning försvinner dessvärre 1 års siffror eftersom data för alla företag inte fanns tillgänglig. Bortfallet gav testet med tidsförskjutning 80 observationer vilket ger en sämre förklaringsgrad i modellen till följd av ett stort tapp i antalet observationer. Det innebär att båda testerna består av ett färre antal observationer, på grund av att antalet börsnoterade fastighetsbolag är få. Lägre observationsantal försvårar den statistiska analysen. En annan svaghet i datainsamlingen tillkommer då en del data var tvunget att hämtas manuellt vilket har beskrivits i tidigare avsnitt, svagheten i manuell insamling av data är att det ökar risken för felinmatning. Den manuella insamlingen var däremot betydande för studien eftersom den data Retriever erhöll var bristfällig och hade gett modellen ett felaktigt resultat.

Kostnad för lånat kapital är också en variabel som tas upp i detta avsnitt eftersom det vid insamling av data för denna variabel krävdes viss egen tolkning kring vilka skulder som var räntebärande. För de långfristiga skulderna fanns inga problem då det fanns tydliga specifikationer kring vilka långfristiga skulder som var räntebärande, det uppstod däremot vissa problem kring de korta räntebärande skulderna. De specificerades i vissa fall medan i andra fall inte. Därmed gjordes antagandet att då det inte specificerades hade företaget inte några kortfristiga räntebärande skulder. Detta anses ha liten betydelse för modellen eftersom att då det fanns kortfristiga skulder specificerat bestod dessa av mycket små belopp.

Det finns även en svaghet i modellens kontrollvariabler, de valdes förvisso från tidigare studier där man funnit en påverkan på kostnad för lånat kapital (Francis et al 2005). Problematiken i sammanhanget är att det finns en rad olika faktorer som påverkar kostnad för lånat kapital. Svårigheten var således att anpassa modellen med de faktorer som borde ha störst påverkan på kostnad för lånat kapital, eftersom kontrollvariablerna kommer påverka modellens utfall (Field. A 2013). Räntabilitet på totalt kapital är en sådan kontrollvariabel som kan bli missvisande eftersom fastighetsbranschen är en väldigt kapitalintensiv. Detta lönsamhetsmått kan därmed bli missvisande då det krävs ett högt rörelseresultat för att få en hög procentuell avkastning då det totala kapitalet är väldigt stort. Därmed hade ett mer branschspecifikt lönsamhetsmått varit mer rättvisande. Det skall däremot nämnas att då kontrollvariablerna valdes efter tidigare forskningsresultat menar Bryman & Bell (2013) att tillförlitligheten för studien stärks.

De kontrollvariabler som valts har tidigare redogjort för, men de variabler som lämnats utanför modellen trots att de antas påverka kostnad för lånat kapital kommer att diskuteras nedan. Reporäntan är en sådan faktor. Variabeln kommer påverka kostnad för lånat kapital, eftersom reporäntan är den ränta som banken lånar pengar av riksbanken för. Variabeln har däremot utelämnats ur modellen då reporäntan under studiens undersökta period varit mycket låg (Riksbanken 2016). Reporäntans påverkan är även begränsad då den påverkar alla banker och på så vis alla bolag i lika stor utsträckning. Det finns även tidigare studier som visat ett samband mellan kostnad för lånat kapital och de som använder sig av en revisor från en Big 4 revisionsbyrå (Francis, J. och Yu, M.D., 2009). Variabeln har utelämnats då majoriteten av de undersökta företagen använder sig av en revisor från Big 4, variabeln skulle således inte gett någon större påverkan till modellen.

Kritik kan även riktas mot måttet resultateffekt vid värdering till verkligt värde. Variabeln beräknas som värdeförändringen på fastigheterna dividerat med rörelseresultatet före finansiella kostnader. Kritiken kan riktas mot varför rörelseresultatet före finansiella kostnader har valts, då det finns andra mått som exempelvis bruttovinst eller förvaltningsresultat att dividera med. Modellen hade även kunnat användas med omsättning som mått att dividera värdeförändringarna på fastigheterna med. Då dessa mått har andra definitioner går det inte att utesluta att modellen hade kunnat ge ett annat utfall om något av dessa mått valts istället för rörelseresultatet före finansiella kostnader. Rörelseresultatet före finansiella kostnader valdes däremot i modellen av den anledning då detta resultat är direkt kopplat till rörelsens resultat därmed även lönsamheten i företagens kärnverksamhet (Öberg, C 2012). Då majoriteten av de observerade fastighetsbolagen även räknade in värdeförändringarna av fastigheterna i rörelseresultatet i sina årsredovisningar, ansågs det intressant med ett mått som visar hur stor del av rörelseresultatet som bestod utav dessa värdeförändringarna. Det går här att diskutera huruvida värdeförändringarna på fastigheter skall ingå som en post i rörelseresultatet eller redovisas först efter rörelseresultatet men den diskussionen lämnas utanför vår studie.

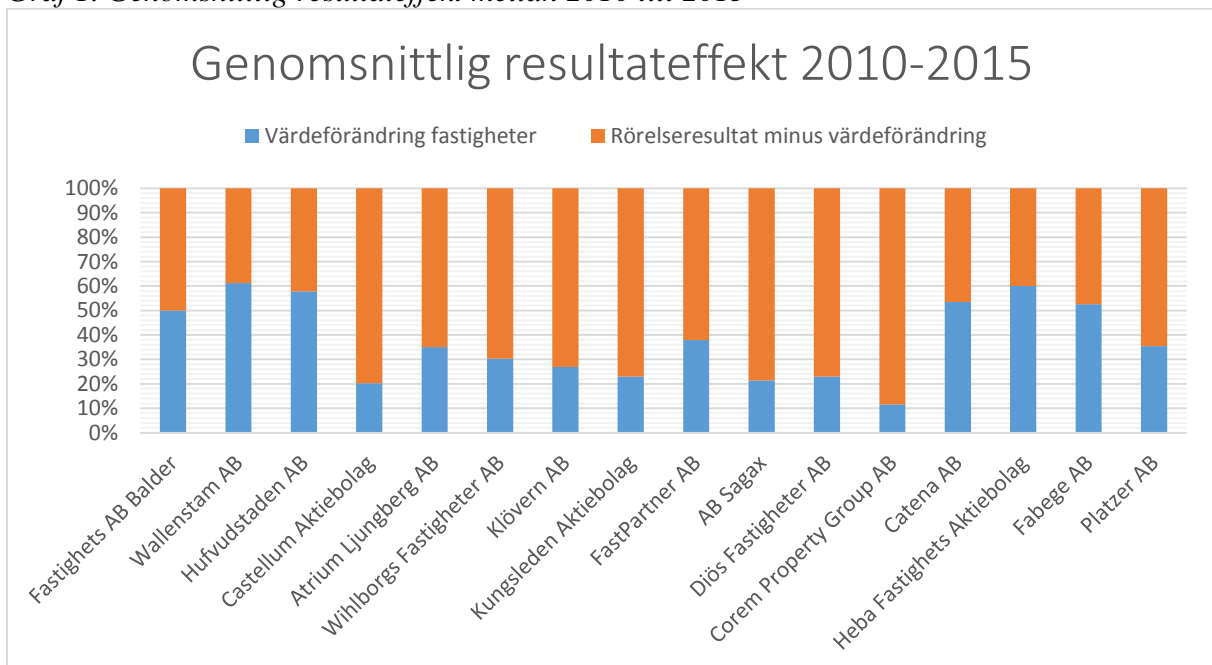
Det finns även en påverkan på studien av författarna, deras personliga åsikter och tidigare erfarenheter. Detta kan ha påverkat val av kontrollvariabler samt tolkningar av resultat.

4 Resultat

Resultatavsnittet inleds med att illustrera hur stor effekt värdering till verkligt värde har på resultatet över tid hos de studerade fastighetsbolagen. Därefter följer de resultat den statistiska analysen har bidragit till samt den eventuella påverkan den oberoende variabeln har på den oberoende. Slutligen diskuteras huruvida modellen innehåller multikollinearitetsproblem.

4.1 Genomsnittlig resultateffekt

Graf 1. Genomsnittlig resultateffekt mellan 2010 till 2015



Grafen ovan visar företagens genomsnittliga värdoförändring av fastigheter i förhållande till rörelseresultatet utan värdoförändring av fastigheterna. Grafen visar att det finns tydliga skillnader mellan bolagen där det bolaget med den högsta genomsnittliga värdoförändring över den undersökta perioden är cirka 65% av resultatet som gjorts under dessa år. Det innebär alltså att 65% av rörelseresultatet före skatt under dessa sex år består av värdoförändring av fastigheterna. Bolaget med lägst genomsnitt ligger på cirka 12% vilket ger en tydlig bild av hur företagens värderingsprinciper skiljer sig avsevärt. Detta innebär att vissa bolag utnyttjar värdering till verkligt värde i större utsträckning. Det kan även bero på att vissa bolag inte ser ett lika stort behov att värdera upp sina fastigheter

4.2 Deskriptiv statistik

Den deskriptiva statistiken för samtliga variabler i regressionsmodellen redogörs för i tabellen nedan. I tabellen inkluderas såväl ursprungliga värdet samt det logaritmerade värdet av variabeln kassalikviditet, som även var den enda variabel i modellen där det krävdes en logaritmering.

Tabell 3. Deskriptiv statistik

	Antal Observationer	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Kostnad för lånat kapital %	96	1,470	6,353	3,503	0,863
Resultateffekt%	96	-5,613	94,438	37,490	22,547
Skuldsättningsgrad %	96	0,650	3,360	1,916	0,628
Kassalikviditet %	96	0,930	575,760	49,866	84,271
Log Kassalikviditet	96	0,660	6,360	3,230	1,158
Summa Tillgångar (Tkr)	96	924,264	42652,000	19389,342	11664,439
Räntabilitet på totalt kapital %	96	2,410	15,180	7,976	2,558

Den deskriptiva statistiken i tabellen ovan är sammanställd efter justering av extremvärden och som tidigare sagts finns både logaritmerat och det ursprungliga värdet av variabeln kassalikviditet med. Standardavvikelsen för den ursprungliga kassalikviditeten var betydligt större än medelvärdet, vilket illustreras i tabellen. Därav skedde en logaritmering av detta värde precis som studien behandlat i tidigare avsnitt. Den deskriptiva statistiken visar att kostnad för lånat kapital varierar mellan 1,5 % och 6,4 % med ett medelvärde på 3,5 %. Spannet på 4,9 procentenheter sträcker sig dessutom över hela tidsperioden på sex år. Detta kan förklaras med att räntan fluktuerat under perioden.

Den ursprungliga kassalikviditeten tyder på att företagen inom fastighetsbranschen dras med likviditetsproblem då medelvärdet för kassalikviditeten är 49,8 %, vilket innebär att man enbart kan betala av cirka hälften av alla kortfristiga skulder direkt (Johansson, S-E och Runsten, M. 2005). Det går dock att förklara med att branschen är väldigt kapitalintensiv och den största delen av kapitalet ligger låst i förvaltningsfastigheterna. Variationen mellan bolagens kassalikviditet är stor, det lägsta värdet är 0,93 % och det högsta är 575,76 %.

Resultateffekten har en väldigt stor spridning mellan bolagen inom branschen där den högsta resultatpåverkan vid värdering till verkligt värde uppgick till 94,4%, medan den lägsta visar en negativ resultatpåverkan på -5,6% av rörelseresultatet. Det fanns några företag som under

2013 såg ett behov att värdera ner sina fastigheter, vilket är svårt att förklara. Eftersom fenomenet endast skedde under 2013 och endast för tre företag, antas det att den värdering som gjorts tidigare år varit alldeles för hög. Medelvärde för resultateffekten vid värdering till verkligt värde uppgick till 37,4% av rörelseresultatet.

Skuldsättningsgraden inom branschen illustrerar att samtliga företag har någon typ av lånefinansiering där det lägsta värdet på skulderna uppgår till 65% av det egna kapitalet, skulderna är alltså mindre än det egna kapitalet. Det högsta värdet på skulderna är i sin tur 3,36 gånger större än det egna kapitalet. Medelvärdet visar i sin tur att skuldsättningsgraden för samtliga företag ligger på 1,915, alltså att skulderna är 1,915 gånger större än det egna kapitalet.

Räntabilitet på totalt kapital, som är ett mått på lönsamheten för företaget, visar att samtliga företag i undersökningen är lönsamma enligt detta mått, då det lägsta uppgår till 3,13% och den högsta räntabiliteten uppgår till 15,18%. Medelvärdet för räntabilitet på totalt kapital ligger på 7,89% och innebär således att 7,89% kan förväntas i genomsnittlig avkastning på det totala kapitalet per investerad krona i företaget.

Storleken på företagen är ett mått som har en markant spridning mellan företagen där det lägsta uppgår till 924 miljoner kronor samt det högsta uppgår till 42,6 miljarder kronor. Den stora spridningen kan förklaras av att några av företagen är väletablerade och har bedrivit verksamhet under lång tid, medan några företag är relativt nystartade. Den stora spridningen var samtidigt förväntad då studien undersöker bolag från både Large- och Midcap.

4.3 Förklaringsgrad för regressionsmodellen

Tabell 4. Förklaringsgrad regressionsmodell

Modell	R ²	Justerat R ²	Standardavvikelse
Utan tidsförskjutning av kostnad för lånat kapital	0,350	0,314	0,007
Med tidsförskjutning av kostnad för lånat kapital	0,213	0,159	0,008

Regressionsanalysen genomfördes både med och utan tidsförskjutning av kostnad för lånat kapital. Tabellen ovan redogör för resultatet av de olika analyserna. I den teoretiska referensramen diskuteras huruvida tidsförskjutning av kostnad för lånat kapital kan påverka utfallet av analysen. Resultatet från analysen med tidsförskjutning av kostnad för lånat kapital gav dock ett sämre utfall än det utan tidsförskjutning. Detta är i linje med den teoretiska referensramen som förklarar att all tillgänglig information samt prognoser kring framtida kassaflöden används. I fortsättningen diskuteras således enbart testet utan tidsförskjutning.

4.4 Pearsons korrelationsanalys

Tabell 5. Pearsons Korrelationsanalys

	Kostnad för lånat kapital %	Resultateffekt %	Skuldsättningsgrad %	Log. Kassalikviditet	Summa Tillgångar (Tkr)	Räntabilitet på totalt kapital %
Kostnad för lånat för kapital %	1,000					
Resultateffekt%	-0,488**	1,000				
Skuldsättningsgrad %	0,222*	-0,521**	1,000			
Log Kassalikviditet	0,314**	-0,195	0,188	1,000		
Summa Tillgångar (Tkr)	-0,128	0,106	-0,168	-0,128	1,000	
Räntabilitet på totalt kapital %	0,085	0,389**	-0,210*	0,270**	-0,073	1,000

*korrelationen är signifikant på 5% nivå **korrelationen är signifikant på 1% nivå

I tabellen ovan visas Pearsons korrelationsanalys mellan de variabler som studien inkluderar. Räntabilitet på totalt kapital har ett positivt samband med kostnad för lånat kapital. Sambandet är dock inte signifikant på varken 1- eller 5% nivå. Detta står i kontrast till den ursprungliga uppfattningen som fanns om sambandet. Skuldsättningsgrad har ett positivt samband med kostnad för lånat kapital på 5% signifikansnivå. Detta betyder att företag med högre skuldsättningsgrad har en högre räntekostnad. Storleken på företaget har en negativ påverkan på kostnad för lånat kapital. Sambandet är dock inte signifikant på någon av de valda nivåerna. Det logaritmerade värdet av kassalikviditeten påverkar enligt modellen, kostnad för lånat kapital positivt och sambandet är signifikant på 1% nivå, även detta går emot den initiala uppfattningen om hur sambandet borde sett ut. Resultateffekten av värdering till verkligt värde har ett negativt samband med kostnad för lånat kapital. Det betyder att bolag med större resultateffekt har en lägre ränta. Sambandet är signifikant på 1% nivå.

Det går även att hitta samband mellan de oberoende variablerna. Det starkaste sambandet går att se mellan resultateffekt och skuldsättningsgrad vilket skulle kunna förklaras med att värdering till verkligt värde påverkar både resultat och indirekt skuldsättningsgrad. Då resultateffekten vid värdering till verkligt värde, helt eller delvis, läggs till det egna kapitalet i balansräkningen. På så vis minskas skuldsättningsgraden. Sambandet tycks således vara logiskt. Den största korrelationen -0,521, överstiger inte 0,7 vilket är det värde som anses vara den kritiska gränsen för samvariation (Field, A 2013). Ytterligare undersökning kring multikollinearitet utförs via VIF-test som följer nedan.

4.5 Multipel Regressionsanalys

Tabell 6. Multipel regressionsanalys

Variabler	Betavärden	Standardiserade betavärden	P-värde
Resultateffekt%	-0,023	-0,599	0,000
Skuldsättningsgrad %	-0,095	-0,069	0,493
Log Kassalikviditet	0,093	0,125	0,192
Summa Tillgångar (Tkr)	-5,959E-6	-0,081	0,357
Räntabilitet på totalt kapital %	0,093	0,275	0,007

N	96		
R ²	0,350		
R ² justerat	0,314		
Max VIF	1,653		

Tabellen ovan redogör för den multipla regressionsanalysens resultat. De standardiserade betavärdena visar den standardiserade effekten för oberoende variabeln på den beroende variabeln, kostnad för lånat kapital. Variabeln med störst standardiserat beta är den som

påverkar den beroende variabeln mest (Field, A 2013). Det största ostandardiserade betavärdet har skuldsättningsgrad, på -0,095. Detta innebär att 1% ökning i skuldsättningsgrad skulle orsaka en minskning i kostnad för lånat kapital med 0,093 procentenheter. Detta samband är dock inte signifikant. Det näst högsta betavärdet har räntabilitet på totalt kapital. Betavärdet är 0,093, detta innebär att en ökning med 1% av räntabilitet på totalt kapital skulle innebära en ökning av kostnad för lånat kapital med 0,093 procentenheter. Detta står i kontrast till vad tidigare studier kommit fram till att sambandet borde vara. Då kreditgivare tar hänsyn till bolags möjligheter att generera avkastning borde sambandet vara det motsatta. Sambandet är signifikant på 1% nivå. Kassalikviditet har ett betavärde på 0,093. Detta värde är enligt modellen ovan inte signifikant. Det är dock nödvändigt att belysa att det är det logarimerade värdet av kassalikviditet som använts.

Därefter påverkar resultateffekten vid värdering till verkligt värde mest och betavärdet uppgår till -0,023. Detta innebär att en enhet positiv förändring i resultateffekt skulle bidra till 0,023 procentenheters minskning av kostnad för lånat kapital. Sambandet mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde är signifikant på 0,1% nivå. Det lägsta betavärdet har summa tillgångar, på $-5,959E-6$, detta betavärde är inte heller signifikant. E-6 betyder att det är 6 nollor framför första decimalen.

Ingen av variablerna visar tecken på för hög multikollinearitet. Om så varit fallet hade det högsta VIF-värdet i modellen varit över 10. Detta fungerar som ett gränsvärde där risken för att variablerna samkorrelerar i för stor grad är överhängande. Justerat R^2 för modellen är 31,4%. Som förklaras i metodavsnittet är justerat R^2 alltid något lägre än det ojusterade. Detta beror på att ju fler variabler modellen innehåller ökar R^2 . Det justerade värdet korrigerar detta, men är ändå inte långt ifrån det ostandardiserade värdet. Ett samband mellan resultateffekt och kostnad för lånat kapital kan styrkas på 0,1% signifikansnivå.

5 Analys

I följande stycke analyseras studiens resultat och kopplas till den teoretiska referensramen. Analysen inleds med att svara på studiens hypotes. En redogörelse kring vilka element som har påverkat studiens resultat kommer sedan att redogöras.

H0: Det finns inget samband mellan kostnad för lånat kapital och resultateffekten vid värdering till verkligt värde för fastighetsbolag med verksamhet som endast avser förvaltningsfastigheter.

Ett signifikant statistiskt samband går att hitta mellan resultateffekt vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital. Sambandet är negativt vilket betyder att en större resultateffekt vid värdering till verkligt värde bidrar till en lägre kostnad för lånat kapital. Om resultateffekten skulle öka med 1% skulle kostnaden för lånat kapital minska med 0,023 procentenheter. Sambandet är signifikant på 0.1% nivå. Därmed kan nollhypotesen förkastas med 99,9% säkerhet (Cortinhas och Black 2012).

Sambandet mellan resultateffekt vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital studerades för att se om de påverkades av varandra. Sambandet finns och har nu styrkts. Då förklaringsgraden i studien är 31,4 % innebär det att modellen förklarar 31,4% av sambandet. Det ger också utrymme för att det finns andra variabler utanför modellen som påverkar kostnad för lånat kapital, men som inte ryms inom denna studie (Field. A 2013).

5.1 Kontrollvariabler

I regressionsanalysen används 4 kontrollvariabler där det endast återfinns signifikans hos en av dem, räntabilitet på totalt kapital. Räntabilitet på totalt kapital är således den enda variabel som kommer analyseras. Sambandet mellan räntabiliteten på totalt kapital och kostnad för lånat kapital visade sig vara positivt vilket innebär att bolag som studerats med högre räntabilitet också hade högre kostnad för lånat kapital. Räntabilitet på totalt kapital är ett mått på företagets lönsamhet, vilket enligt tidigare studier har visat sig påverka kostnaden för lånat kapital negativt (Francis et al 2005). Sambandet är signifikant på 1% nivå. En ökning med 1% i räntabilitet skulle enligt regressionen innebära en ökning av kostnad för lånat kapital med 0,093 procentenheter. Varför studien visar ett motsatt förhållande mellan dessa två variabler kan ha flera förklaringar. Studiens urval och storlek kan vara en av dem. Studien använder sig av data från 16 olika bolag under 6 års tid. Bolagen härstammar på börslistorna Large- och Midcap och hämtades från databasen Retriever Business. Alla bolag med tillgänglig data som gick att hitta på Retriever användes och det totala antalet observationer var 96. Med större datamängder kan man dra säkrare slutsatser samt hitta tydligare samband (Cortinhas och Black 2012). En annan förklaring kan vara att fastighetsbranschen är mycket kapitalintensiv vilket gör att det blir svårt att generera en hög procentuell avkastning då det totala kapitalet är väldigt stort. Det skulle därmed krävas ett väldigt högt rörelseresultat.

Ytterligare en orsak kan vara att det finns gemensamma faktorer, som inte rymts i modellen, hos de företag med högre räntabilitet på totalt kapital, som bidrar till att just dessa bolag har en högre kostnad för lånat kapital. Det kan även vara fråga om ett branschtypiskt fenomen då alla studerade bolag återfinns i fastighetsbranschen. Ränteläget är en annan faktor som har tagits upp i metodkritiken. Reporäntan har under den undersökta perioden varit mycket låg och effekterna av detta kan påverka sambandet då mycket små skillnader i ränta går att finna hos de studerade bolagen under perioden.

5.1.1 Möjliga orsaker till låg signifikans

Varför inte de övriga kontrollvariablerna har ett signifikant samband med kostnad för lånat kapital kan även det ha flera olika förklaringar. Det kan som i fallet med räntabilitet finnas andra bakomliggande faktorer som inte regressionsanalysen har tagit hänsyn till. En möjlig förklaring kan vara att variablerna samvarierar trots att variablerna är under gränsvärdena för multikollinariet. Samvariationen kan därmed bidra till att variablerna inte är signifikanta. I Pearsons korrelationsanalys finns indikationer på detta. Alla kontrollvariabler utom storleksmättet har signifikanta korrelationer till varandra. Skuldsättningsgrad och resultateffekten har stora inslag av varandra. Båda variablerna påverkas av värdering till verkligt värde och samkorrelerar därför i viss grad. Korrelationen mellan skuldsättningsgrad och resultateffekten av värdering till verkligt värde är 0,521 det maximala värdet är ett. Detta innebär att de till ca. 52% samvarierar. Trots att detta inte är över gränsvärdet, finns en möjlighet att detta leder till att variabeln skuldsättningsgrad inte är signifikant i modellen. Inga av de korrelationer som går att hitta är högre än 0,7, vilket är en tumregel där det råder för stor samvariation (Cortinhas och Black 2012). Trots detta kan korrelationen bidra till att alla kontrollvariabler utom räntabilitet på totalt kapital, saknar signifikans i regressionsmodellen. Kontrollvariablerna valdes utifrån vad tidigare studier hade sett påverkar kostnad för lånat kapital. Det innebär däremot inte att kontrollvariablerna behöver ha liknande påverkan på kostnad för lånat kapital i fastighetsbranschen. Beroende på vilken bransch som studeras kommer olika faktorer att spela olika stor roll. Precis som fallet med räntabilitet på totalt kapital.

5.2 Kostnad för lånat kapital

Studiens resultat tyder på att kreditgivare inte bedömer den osäkerhet som det innebär med värdering till verkligt värde som omfattande. Detta kan leda till stora problem om räntan skulle gå upp och företagen inte längre kan betala sina lån. Kreditgivarna kommer då att försöka sälja fastigheterna som uteslutande fungerar som säkerhet. Är då inte värderingarna gjorda på rätt sätt kan banken få problem att sälja dem. Om inte fastigheten säljs kan betalningsproblem i stället spilla över på kreditgivarna. I förlängningen skulle detta kunna leda till en instabil fastighetsmarknad och ekonomiska svårigheter för kreditgivarna. (Schön, L. 2007). Det kan även innebära att kreditgivare använder sig av andra mått och analyser av risk. I studien finns företag där resultateffekten uppgår till över 90% av rörelseresultatet. Detta innebär att mer än 90% av rörelseresultatet består av värdeförändringar av

förvaltningsfastigheter. Företagen har trots detta en låg ränta, en förklaring till detta menar Trönberg (2014) kan vara att relationen mellan kreditgivare och kredittagare påverkar kostnad för lånat kapital. Svensson (2003) menar däremot att kreditgivare kan kompensera företagets risk genom att använda sig av avtal i stället för en högre kostnad för lånat kapital. Avtalen kan exempelvis innebära kortare återbetalningsperiod. Dessa faktorer kan påverka modellen negativt då sådana mjuka värden är svåra att kvantifiera. Därmed kan de inte fångas upp av regressionsanalysen.

5.3 Värdering till verkligt värde

Värdering till verkligt värde är förknippat med osäkerhet och risker. Det är svårt att veta om värderingarna som görs, främst inom fastighetsbranschen, är korrekta. Standarden infördes för att öka relevansen i bolagens finansiella rapporter (IFRS 13). Till skillnad från att använda sig av anskaffningsvärden och sedan skriva av ett visst belopp varje år. Studien finner liknande resultat som tidigare forskning redogjort för. Värdering till verkligt värde ökar både incitamenten och möjligheterna till att manipulera finansiella rapporter (Danbolt, J & Rees, W. 2008). Incitamenten borde öka då de företag som värderar sina fastigheter högst belönas med lägst kostnad för lånat kapital. Möjligheterna finns på grund av att företagen själva kan påverka de uppskattade framtida kassaflöden som ligger till grund för värderingen.

6 Slutsats

I detta stycke summeras studiens resultat, vidare presenteras de slutsatser som kan dras utifrån resultatet. Stycket avslutas med att diskutera studiens bidrag samt förslag till vidare forskning.

Syftet med studien var att undersöka huruvida det finns ett samband mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital. Studiens nollhypotes, att det inte finns något samband mellan resultateffekten vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital, kan förkastas. Den förkastas då studien funnit ett statistiskt signifikant negativt samband mellan resultateffekt vid värdering till verkligt värde och kostnad för lånat kapital. Det statistiska sambandet menar att företag som redovisar en högre resultateffekt till följd av värdering till verkligt värde kommer att ha en lägre kostnad för lånat kapital. Detta kan i sin tur leda till att företag blir mindre försiktiga i sina värderingar, på grund av att de som har störst positiv resultateffekt vid värdering till verkligt värde även har lägst kostnad för lånat kapital. Slutsatsen som kan dras av detta samband är att bolag har större möjligheter och incitament till att manipulera sina värderingar. Huruvida detta förekommer i verkligheten är inget som har undersökts i den här studien.

Kontrollvariablerna i modellen visar inte på någon större påverkan av kostnad för lånat kapital trots att dessa är utvalda från tidigare studier där påverkan på kostnad för lånat kapital har funnits (Francis et al. 2005). Det indikerar på att mer branschspecifika mått borde inkluderas i modellen. Räntabilitet på totalt kapital är en variabel som visar ett samband tvärtemot vad tidigare studier visat. Det kan dock antas att kreditinstitut använder sig av andra lönsamhetsmått för att bedöma lönsamheten i fastighetsbranschen. Det är inte heller orimligt att anta att räntabilitet på totalt kapital är en variabel som är svårtolkad i fastighetsbranschen, då det är en mycket kapitalintensiv bransch. De stora balansräkningarna innebär att nämnaren i formeln för räntabilitet på totalt kapital blir betydligt större än täljaren.

Med följande utgångspunkter dras slutsatsen att det finns en påverkan från resultateffekt vid värdering till verkligt värde på kostnad för lånat kapital. Det är däremot svårt att säga huruvida bankerna gör någon annan riskbedömning när man beviljar lån till företagen och därför bortser från riskerna med värdering till verkligt värde. Det är även svårt att säga hur stor påverkan resultateffekten vid värdering till verkligt värde har på kostnad för lånat kapital. På grund av att det finns andra variabler utanför studiens modell som dels kan korrelera med resultateffekten av verkligt värde, men även påverka kostnad för lånat kapital ytterligare.

Studien bidrar således till att visa ett samband mellan dessa två variabler, och det ger framtida forskare möjlighet att med en mer utförlig modell undersöka sambandet i en större omfattning. Studien kompletterar även tidigare forskning med ytterligare en variabel som påverkar kostnad för lånat kapital. Studien styrker även tidigare forskning om att värdering till verkligt värde ökar möjligheterna och incitamenten att manipulera finansiella rapporter.

6.1 Förslag till vidare forskning

Då resultatet i studien visar att det finns ett samband mellan resultateffekt vid värdering till verkligt och kostnad för lånat kapital i fastighetsbranschen, anses det intressant att studera sambandet ytterligare. Då det i studien saknas signifikans i 3 av de 4 valda kontrollvariablerna, skulle det därför vara intressant att genomföra liknande studier med andra kontrollvariabler som är mer branschspecifika.

Observationsantalet i studien har som tidigare benämnts varit relativt lågt, därför skulle det vara intressant att om några år genomföra studien på nytt. Då mer data kommer att finnas tillgänglig vilket underlättar för den statistiska analysen.

Då IFRS är ett internationellt regelverk kan även studien genomföras på ett internationellt plan. Det skulle därmed vara intressant att se om sambandet även går att applicera på den europeiska fastighetsmarknaden. Det skulle även vara intressant att genomföra en kvalitativ studie mot kreditgivare där man studerar huruvida kreditgivare ser på värdering till verkligt värde. Det går även att genomföra en liknande studie mot aktiemarknaden, där man tittar på om det finns någon påverkan på aktieägare till följd av värdering till verkligt värde.

Förteckning över studiens figurer, grafer och tabeller

Figurförteckning	Sidnummer
Figur 1: Regressionsmodellen och dess variabler	21
Grafförteckning	
Graf 1: Genomsnittlig resultateffekt mellan 2010 till 2015	26
Tabellförteckning	
Tabell 1: Tabell över bortfall	22
Tabell 2: Företag som ingår i studien	22
Tabell 3: Deskriptiv statistik	27
Tabell 4: Förklaringsgrad regressionsmodellen	29
Tabell 5: Pearsons korrelationsanalys	30
Tabell 6: Multipel regressionsanalys	31

Litteraturförteckning

- Bengtsson, B. (2009) *Redovisning till verkligt värde eller redovisning till anskaffningsutgift? Ett val mellan relevans och tillförlitlighet*. Ekonomiska Samfundets Tidskrift
- Barrett, G. (1990) "What bankers want to know before granting a small business loan?", *Journal of Accountancy*, Vol. 169, No. 4, pp. 47-54
- Brealey, R. A. (2013) *Principles of Corporate Finance*. Uppl: Global ed. McGraw Hill Higher Education.
- Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Stockholm: Liber.
- Cortinhas, C. och Black, K. (2012) *Statistics for business and economics*. Wiley Textbooks.
- Danbolt, J & Rees, W. (2008). *An Experiment in Fair Value Accounting: UK Investment Vehicles*, *European Accounting Review*
- FAR (2013) *Framtidens rådgivning, redovisning och revision –En resa mot år 2025*
- Field, A. (2013) *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. SAGE publications Ltd.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. och Schipper, K., (2005) *The market pricing of accruals quality*. *Journal of accounting and economics*, 39(2), pp.295-327
- Francis, J., Nanda, D. och Olsson, P., (2008) *Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital*. *Journal of accounting research*, (1), pp.53-99.
- Francis, J. och Yu, M.D., (2009) *Big 4 office size and audit quality*. *The Accounting Review*, 84(5), pp.1521-1552.
- Green, E., (1997). *Kreditbedömning och intuition -Ett tolkningsförslag*. Lund: Lund University Press.
- Greenberg, M. D. Helland, E. Noreen, C. & Dertouzos, J. N. (2013). *Fair Value Accounting, Historical Cost Accounting, and Systemic Risk: Policy Issues and Options for Strengthening Valuation and Reducing Risk*. RAND Corporation
- IAS 1 Utformning av finansiella rapporter
<http://www.faronline.se/Dokument/I/IAS0001/?query=ias+1>
(Hämtad 2016-11-11)
- IAS 40 Förvaltningsfastigheter
<http://www.faronline.se/Dokument/I/IAS0040/?query=ias+40>
(Hämtad 2016-11-11)

IASB Conceptual Framework

<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/Pages/Conceptual-Framework-Summary.aspx>
(Hämtad 2017-01-17)

IASB Mission Statement

<http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS-Foundation-and-IASB.aspx>
(Hämtad 2017-01-17)

IFRS 13 Värdering till verkligt värde

<http://www.faronline.se/Dokument/I/IFRS0013/?query=ifrs+13>
(Hämtad 2016-11-11)

Jacobsen, D. I. (2002). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund. Studentlitteratur.

Johansson, S-E och Runsten, M. (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt – Mål samband och mätmetoder*. Lund: Studentlitteratur.

Marton, J. Lumsden, M. Lundqvist, P. & Petterson, A. K., (2016). *IFRS - i teori och praktik*. 4 uppl. Sanoma Utbildning AB, Stockholm.

Merchant, K. A., & Vad der Stede, W. A. (2012). *Management control systems. Performance Measurement, Evaluation and incentives*. Harlow: Perason Education Limited

Petersen, C. och Plenborg, T., (2010). *How do firms implement impairment tests of goodwill?*. Abacus, 46(4), pp.419-446

Picker, R., Leo, K., Loftus, J., Wise, V., Clark, K., Alfredson, K. (2013) *Applying International Financial Reporting Standards*. John Wiley and Sons Australia, Australia, ISBN: 978-07-3030-212-4

Riksbanken (2016). Tabell över reporäntan.

<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Reporanta-tabell/?all=1>
Hämtad (2016-12-17)

Schön, L. (2007). *En modern ekonomisk historia*. 4 uppl. Studentlitteratur, Lund.

Sengupta, P., (1998). *Corporate disclosure quality and the cost of debt*. Accounting review, pp.459-474.

SFS 2004:297. Lag om bank- och finansieringsrörelse.

Smith, D., (2006). *Redovisningens språk*. 3 uppl. Studentlitteratur, Lund.

Stefan Ingves (2016), Sveriges Riksbankschef.

<http://www.svd.se/ingves-oppnar-for-rantehojning-nasta-ar>
(Hämtad-2016-11-14)

Svedin, J. (1992). *Kreditgivning och kreditbedömning av företag*. Almqvist & Wiksell Förlag AB. Kristanstad.

Svensson, B. (2003). *Redovisningsinformation för bedömning av små och medelstora företags kreditvärdighet*. Diss., Uppsala universitet.

Trönberg, C.C. (2014) *How Do Bank Officers Make Lending Decisions? An Exploration of Thinking Styles, Cognitive Bias and Lending Technologies*. Diss., Göteborgs Universitet

Öberg, C (2012). *Bättre ekonomi*. Lund: Studentlitteratur.

Bilagor från SPSS

Bilaga 1, Descriptive Statistics

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kostnad för lånat kapital %	96	1,470	6,353	3,503	,863
Resultateffekt %	96	-5,613	94,438	37,490	22,547
Skuldsättningsgrad %	96	,650	3,360	1,916	,628
Kassalikviditet %	96	1,930	576,760	49,866	84,271
LN_Kassalikviditet	96	,660	6,360	3,230	1,158
Totala tillgångar	96	924,264	42652,000	19389,342	11664,439
Avkastning på totalt kapital %	96	3,130	15,180	7,984	2,543
Valid N (listwise)	96				

Bilaga 2, Model Summary

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,591 ^a	,350	,314	,714	,350	9,676	5	90	,000

a. Predictors: (Constant), Avkastning på totalt kapital (%) 2010 -2015, Storlek i tkr 2010-2015, Skuldsättningsgrad (%) 2010-2015, LN_Kassalikviditet, Resultateffekt 2010

Bilaga 3, Betavalues & Collinearity Statistics

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	3,620	,468		7,739	,000		
	Resultateffekt %	-,023	,004	-,599	-5,476	,000	,605	1,653
	Skuldsättningsgrad %	-,095	,139	-,069	-,688	,493	,708	1,412
	LN_Kassalikviditet	,093	,071	,125	1,314	,192	,798	1,254
	Totala tillgångar	-5,959E-6	,000	-,081	-,927	,357	,956	1,046
	Avkastning på totalt kapital %	,093	,034	,275	2,741	,007	,717	1,394

a. Dependent Variable: CoD 2010

Correlations

		Kostnad för lånat kapital %	Resultateffekt %	Skuldsättningsgrad %	LN_Kassalikviditet	Totala tillgångar	Avkastning på totalt kapital %
Kostnad för lånat kapital %	Pearson Correlation	1	-,488**	,222*	,314**	-,128	,085
	Sig. (2-tailed)		,000	,030	,002	,213	,412
	N	96	96	96	96	96	96
Resultateffekt %	Pearson Correlation	-,488**	1	-,521**	-,195	,106	,389**
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,056	,305	,000
	N	96	96	96	96	96	96
Skuldsättningsgrad %	Pearson Correlation	,222*	-,521**	1	,188	-,168	-,210*
	Sig. (2-tailed)	,030	,000		,067	,102	,040
	N	96	96	96	96	96	96
LN_Kassalikviditet	Pearson Correlation	,314**	-,195	,188	1	-,128	,270**
	Sig. (2-tailed)	,002	,056	,067		,213	,008
	N	96	96	96	96	96	96
Totala tillgångar	Pearson Correlation	-,128	,106	-,168	-,128	1	,073
	Sig. (2-tailed)	,213	,305	,102	,213		,482
	N	96	96	96	96	96	96
Avkastning på totalt kapital %	Pearson Correlation	,085	,389**	-,210*	,270**	,073	1
	Sig. (2-tailed)	,412	,000	,040	,008	,482	
	N	96	96	96	96	96	96

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Bilaga 4, Pearson Correlations