

Beteckning: _____



**Avdelningen för
ekonomi**

Värder relevans i svenska
fastighetsbolags redovisning
- En repetitiv studie av Bengt
Bengtssons forskning

Madeleine Gustafsson
Sofie Billstam
Maj
2013

Examensarbete på D-nivå – 15 hp
Företagsekonomi

Ekonomprogrammet
Examinator: Stig Sörling
Handledare: Arne Fagerström

Förord

Inledningsvis vill vi passa på att tacka alla de som gjort att denna undersökning har kunnat genomföras. Ett stort tack riktar vi till vår handledare Arne Fagerström och universitetsadjunkt Veronika Larsson. De har varit ett stort stöd och gett oss många idéer och tips på vägen.

Vi vill rikta ett speciellt tack till Bengt Bengtsson som läst och verifierat undersökningen och dess riktighet. Vi vill även passa på att tacka de personer som har opponerat och gett synpunkter på detta arbete under arbetsprocessens gång.

Madeleine Gustafsson och Sofie Billstam, maj 2013.

Sammanfattning

Titel: Värderelevans i svenska fastighetsbolag – en repetitiv studie av Bengt Bengtssons forskning

Nivå: D-uppsats i ämnet företagsekonomi

Författare: Madeleine Gustafsson och Sofie Billstam

Handledare: Arne Fagerström

Datum: 2013 – maj

Syfte: Syftet med detta examensarbete är att utföra en repetitiv studie av Bengt Bengtssons doktorsavhandling ”*Redovisningens värderelevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40*”. Bengtssons forskning slutar i mars 2007 och då tar denna studie avstamp för att undersöka vidare om samma slutsatser kan dras under perioden april 2007 fram till mars 2013. Detta görs med anledning av att den svenska konjunkturen har befunnits i en lågkonjunktur under större delen av denna period och gör det även idag. Ingen tidigare studie har undersökt detta samband på den svenska fastighetsmarknaden. Det är därför intressant att undersöka hur kvoten börsvärde/redovisat eget kapital har sett ut även efter Bengtssons avslutade forskning. Examensarbetets huvudfrågor som skall besvaras är: - Har samvariationen mellan företagets redovisade egna kapital och dess värde på börsen förändrats under tidsperioden juli 2007 fram till april 2013? Kan samma slutsatser som i Bengtssons forskning dras även under en nedgående konjunktur?

Metod: Studien har genomförts på ett deduktivt sätt. Den bygger på sekundärdata i form av vetenskapliga artiklar, Internetsidor och litteratur samt kvantitativ primärdata från sju svenska börsnoterade fastighetsbolag. Teori och empiri har sedan analyserats och kopplats samman i analyskapitlet.

Resultat & slutsats: Studien visar att värder relevansen stabiliserats på en lägre nivå jämfört med Bengtssons undersökning. Även samvariationen mellan variablerna eget kapital och börsvärde följer varandra bättre än tidigare med undantag för perioden 2008-2009 då Sverige befann sig i lågkonjunktur. Kvoten mellan eget kapital och börsvärde är hög i bättre tider men låg i sämre tider.

Förslag till fortsatt forskning: Många intressanta infallsvinklar har dykt upp under studiens period vilka presenteras nedan som förslag till vidare forskning inom området. *Spelar valet av extern eller intern värdering av tillgångar i ett fastighetsbolag någon roll för värder relevansen mellan eget kapital och börsvärde? Kan samma slutsatser som i Bengtssons avhandling och denna undersökning kring värder relevansen och samvariationen dras under en längre tidsperiod? Kan en liknande undersökning av korrelationen mellan eget kapital och aktievärde användas för studier av ett annat EU-land?*

Uppsatsens bidrag: Undersökningen är ett positivt bidrag till den samhällsvetenskapliga forskningen då den undersökt, analyserat och förklarat hur redovisningen till verkligt värde blivit mer värder relevant än i tidigare undersökta perioder., Det finns ingen tidigare studie som utför en repetitiv studie på Bengt Bengtssons avhandling med samma urval av företag. Bidraget till forskningen är således att Bengtssons avhandling blir förlängd och undersöker värder relevans och samvariation under lågkonjunktur med samma statistiska metod och urval.

Nyckelord: Värder relevans, Fastighetsbolag, IAS 40, Samvariation

Förkortningslista

ABL= Aktiebolagslagen (1995:1554)

FASB = Financial Accounting Standards Board

IASB = International Accounting Standards Board

IAS 40 = International Accounting Standards 40

Q = Kvartal

Stockholmsbörsen = Nasdaq OMX Nordic Stockholm

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.2 Problemformulering.....	2
1.3 Syfte	5
1.4 Avgränsningar.....	6
1.5 Disposition	7
2. Metod	8
2.1 Vetenskaplig ansats.....	8
2.2 Vetenskaplig metod	10
2.3 Datainsamling	10
2.3.1 Primärdata	10
2.3.2 Sekundärdata	11
2.4 Tillvägagångssätt vid beräkning av börsvärde	11
2.5 Urval.....	12
2.6 Generaliserbarhet	13
2.7 Källkritik	14
2.8 Metodkritik	15
3. Teoretisk referensram	16
3.1 Redovisningens utgångspunkter	16
3.1.1 Harmonisering av redovisning internationellt	17
3.1.2 Standardisering.....	19
3.1.3 Från IAS 16 till IAS 40	19
3.1.4 Försiktighetsprincipen.....	20
3.2 Redovisning och aktiemarknad - värder relevans.....	20
3.2.1 Den effektiva marknaden	21
3.2.2 Volatilitet.....	22

3.2.3 Verkligt värde.....	23
3.3 Tidigare forskning.....	25
3.3.1 Holthausen och Watts	25
3.3.2 Mikael Runsten	26
3.3.3 Jan Marton.....	28
3.3.4 Bengt Bengtsson.....	28
3.3.5 Ilia Dichev	31
4. Empiri	32
4.1 Analysintervaller.....	32
4.2 Kvotutvecklingen (börsvärde/redovisat eget kapital).....	33
4.3 Värder relevans	35
4.4 Samvariation mellan börsvärde och eget kapital över analysperioden	36
4.5 Värdering till verkligt värde externt eller internt	38
5. Analys	39
6. Slutsats	44
7. Studiens bidrag till forskning	47
8. Förslag till vidare forskning	49
9. Källförteckning	50
Bilagor.....	56

Tabellförteckning

Tabell 1: Kvotvärde före införandet av IAS 40. (Bengtsson, 2008).....	29
Tabell 2: Kvoten mellan börsvärde och eget kapital. (Bengtsson, 2008)	29
Tabell 3: Samvariation innan IAS 40 och efter IAS 40.	30
Tabell 4: Analysintervall fastighetsbolag.....	32
Tabell 5: Kvotens utveckling över 23 kvartal (Q2 2007- Q4 2012) i de sju fastighetsbolagen.	33
Tabell 6: Korrelationskoefficienten för samtliga fastighetsbolag under analysperioden.....	36

Tabell 7: Intern och extern värdering av fastighetsbeståndet.	38
--	----

Figurförteckning

Figur 1: Deduktion, induktion och abduktion. (Patel och Davidson, 2011)	9
Figur 2: Undersökta fastighetsbolag.	13
Figur 3: Mind map över den teoretiska referensramen.	16
Figur 4: Harmonisering som en process (Artsberg 2005:138).....	18
Figur 5: Utgångspunkter för värdering. (Mikael Runsten 1998:5)	27
Figur 6: Kvotens utveckling över 23 kvartal (Q2 2007- Q4 2012) i de sju fastighetsbolagen.	34
Figur 7: Värder relevansen för respektive fastighetsbolag under undersökningstiden.....	35
Figur 8: Utvecklingen för börsvärde och eget kapital över tid.	37
Figur 9: Den svenska konjunkturen från Q2 2007 till Q4 2012.	38
Figur 10: Medelkvoten från Q1 2005 till Q4 2012. Den röda linjen illustrerar vart denna undersökning tar vid och Bengtssons undersökning avslutas.	40

1. Inledning

I detta kapitel presenteras bakgrunden till undersökningen samt syftet med denna och varför undersökningen är intressant. Efter en problemformulering presenteras undersökningens forskningsfrågor som avses besvaras. En beskrivning av de avgränsningar som gjorts finns även med och en disposition över studiens samtliga kapitel.

Sedan 2005 tillämpar de svenska börsnoterade fastighetsbolagen International Financial Reporting Standards (IFRS) regelverk IAS 40 vid redovisning av förvaltningsfastigheter. IFRS regleras av International Accounting Standards Board (IASB). Regelverket används i fler än 100 länder och dess syfte är att kvalitetsförbättra internationell redovisning. För fastigheter har IAS 40 utformats för att bland annat ge vägledning kring redovisning av fastigheter och dess verkliga värde (Hoogervorst, 2013).

Den svenska marknaden för förvaltningsfastigheter genomgår en ständig förändring. Under 60-talet var hyresmarknaden hårt reglerad för både bostäder och förvaltningsfastigheter. Då hyresregleringen avskaffades under 70-talet anpassades hyrorna efter marknadens villkor. Under 80-talet skedde en kraftig tillväxt på den svenska fastighetsmarknaden då inflationen steg till nära ett tvåsiffrigt tal. Som följd av den kraftigt höjda realräntan kom början av 1990-talet att kallas för *fastighetskrisen* vilket var en omvälvande och skakig tid för den svenska ekonomin (Jaffee, 1994) som senare kom att stabiliseras med ett reglerat inflationsmål på två procent.

Sedan införandet av IAS 40 visar Konjunkturinstitutets (KI) barometerindikator tydliga konjunktursvängningar. April 2009 visar de lägsta siffrorna efter nedgångens början 2007. Under 2010 växte siffrorna men samtidigt som de negativa signalerna från omvärldens konjunkturutveckling nådde Sverige sjönk den svenska konjunkturen åter. (Konjunkturinstitutet, 2013)

År 2008 publicerades Bengt Bengtssons doktorsavhandling ”Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40”. Avhandlingen bygger på en studie av åtta svenska börsnoterade fastighetsbolag och korrelationen mellan variablerna börsvärde och redovisat eget kapital. Analysen bygger vidare och visar hur dessa variabler har sett ut före och efter införandet av IAS 40. Bengtssons forskning visar en ökad samvariation mellan bolagens börsvärde och redovisat eget kapital efter införandet av IAS 40 och att det därmed bör finnas ett orsakssamband variablerna emellan. (Bengtsson, 2008)

1.2 Problemformulering

”Fastighetsmarknaden, d v s marknaden för att sälja och köpa fastigheter, är båda på lång sikt helt beroende av utvecklingen i inhemsk ekonomi.”

(Årsredovisning Castellum, 2012)

Ur tidigare redovisningskultur har det historiska anskaffningsvärdet legat till grund för att bestämma värdet av en tillgång. Sedan 2005 måste alla svenska börsnoterade fastighetsbolag redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde. (Redovisa förvaltningsfastigheter, 2009) Då ett fastighetsbolag redovisar enligt IAS-reglerna och använder det löpande verkliga värdet sker det i balansräkningen. Det verkliga värdet ska återspegla marknadsvillkoren på balansdagen (IAS 40 punkt 38)

Enligt Årsredovisningslagen (1995:1554) ska redovisningen ge en rättvisande bild av företagets ekonomiska ställning och resultat när god redovisningssed följs. Visar förvaltningsfastigheten ett lägre värde än det bokförda värdet på balansdagen ska den skrivas ned till det lägre värdet enligt ÅRL. Bolagen kan välja om de ska redovisa förvaltningsfastigheterna till anskaffningsvärde eller till verkligt värde enligt IAS 40. Alla fastighetsbolag som ingår i denna studie värderar och redovisar förvaltningsfastigheterna till verkligt värde. Som verkligt värde används marknadsvärdet för fastigheten. Fastighetens verkliga värde skall avspegla villkoren på marknaden för balansdagen

vilket skall omprövas inför varje ny balansdag (IAS 40 p. 38) och två anläggningstillgångar går inte att kvitta mot varandra.

Tillförlitligheten vid ett fastställt marknadsvärde på en fastighet är begränsad då värderingen bygger på antaganden. Antagandena är personliga uppfattningar och bedömningar om till exempel den aktuella marknaden vilka kan skilja mellan olika värderare. Eftersom det verkliga värdet bygger på många olika parametrar kan det vara svårt att bevisa att fel föreligger i en värdering. Det eftersom fastighetens marknadsvärde, det verkliga värdet, endast kan fastställas vid en försäljning på en öppen och fri marknad. För att uppmärksamma denna osäkerhet anges därför ett värdeintervall om +/- tio procent av marknadsvärdet (Bretten och Wyatt, 2001). Intervallen är inte en "säker" övre/undre gräns för värdet då studier visar att fastighetsvärderare har svårt att hålla sig inom intervallet (Lundström och Gustafsson, 2006). IAS 40 är inte någon tvingande lagstiftning vilket medför att fastighetsbolagen kan göra en subjektiv bedömning av hur det verkliga värdet ska tas fram och användas. Detta är viktigt att ha i åtanke vid jämförelser mellan olika bolags fastighetsbestånd då resultat och eget kapital kommer att påverkas varje år. Flexibiliteten i den subjektiva redovisningen kan utnyttjas av företagsledningen för att justera företagets resultat. Detta kommer att skapa en osäkerhet hos aktieägarna.

Det är svårt att göra en prognos över framtiden. Fastigheter är beroende av den ekonomiska situationen i landet och följer cykliska förlopp (Persson och Nordlund, 2003). Utvecklingen på fastighetsmarknaden har dämpats på många håll i världen den senaste tiden. Även om de svenska priserna inte varit lika försvagade som i övriga världen har Sverige befunnit sig i en lågkonjunktur. Som en följd av den finansiella krisen i USA har den internationella konjunkturen smittat av sig på den svenska fastighetsmarknaden. Däribland kan den ekonomiska situationen inom EU-zonen nämnas. (Nyberg, 2008) Den finansiella ställningen för företag kan försämrans som ett resultat av en konjunkturedgång. En upp- eller nedskrivning av fastighetsbeståndet i balansräkningen bör påverka fastighetsbolagets resultat då tillgångarna utgörs av fastighetsbeståndet.

Värderrelevans handlar om hur väl utvecklingen av en variabel, i detta fall eget kapital följer utvecklingen av aktiekursen. Kvoten mellan eget kapital och börsvärde skall vara så stabil som möjligt över tiden för att redovisningsinformationen skall ses som värderrelevant på börsen. Det intressanta är samvariationen mellan dessa två variabler som utgångspunkten för värderrelevans. Förändringar i kvoten är en direkt koppling till samvariationen. Bengt Bengtssons doktorsavhandling visar att det fanns en samvariation mellan börsvärdet och redovisat eget kapital som följer varandra efter införandet av IAS 40, än då förvaltningsfastigheterna värderades till anskaffningsvärdet.

Det finns andra svenska studier som undersöker korrelationen mellan eget kapital och aktievärde. Mikael Runsten uppmärksammade att det kan finnas ett starkt samband mellan det egna kapitalet och marknadsvärdet vilket bör generera samma utveckling i båda värdena. (Runsten, 1998) Jan Marton kom i sin doktorsavhandling ”*Accounting and Stock Markets: A Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts*” från 1998 fram till att olika redovisningssätt har verkan på aktiemarknadens reaktion. Marton fann även skillnader i värderrelevansen mellan företag som använder harmoniserad redovisningen och de som inte gör detta. Svenska företag har anpassat sin redovisning för att passa in hos de internationella aktörerna som handlar på den svenska aktiemarknaden. Redovisningen påverkas av den mångfald som internationella standarder eftersträvar. Dock kan harmoniseringen av redovisningen hindras av länders olika syn på redovisning. (ibid)

Studier av amerikanska bankers redovisning och värdering av tillgångar visar att det verkliga värdet är mer relevant än det historiska anskaffningsvärdet (Khaurana och Kims 2003). Även Ahmed och Takedas (1995) fann det verkliga värdet mer informationsrelevant då det tar hänsyn till de orealiserade vinsterna och förlusterna som kan uppstå. Barlev och Haddad (2003) kom i sin studie ”Fair value accounting and the management of the firm” fram till att redovisning till anskaffningsvärde inte ger en rättvisande bild av tillgångens marknadsvärde. Vidare anser de att redovisning till anskaffningsvärde kan ge utrymme för manipulation. Redovisning av verkligt värde ger

en mer värderrelevant bild av företaget och det verkliga värdet kan i högre utsträckning relateras till börsvärdet. (ibid)

Nya regler kan bidra till en bättre skildring av ett företags ekonomiska ställning (Holthausen och Watt, 2001). Redovisningen av fastigheterna skall syfta till att finna ett så rättvisande marknadsvärde som möjligt. Börsen och marknaden kommer att bestämma värdet för de noterade företagen medan de onoterade företagens marknadsvärde bestäms genom det redovisade egna kapitalet. (ibid)

Då verkligt värde är mer relevant än historiskt anskaffningsvärde enligt tidigare forskning ovan kommer denna studie utgå från redovisningsprinciperna i IAS 40. Det verkliga värdet skall spegla marknadsvärdet och borde då rimligen justeras enligt rådande konjunktur. Med avstamp i Bengtssons forskning och ovanstående problemdiskussion avser denna studie att besvara följande problemfrågor;

- Har samvariationen och värderrelevansen mellan företagens redovisade egna kapital och dess värde på börsen förändrats under tidsperioden juli 2007 fram till april 2013? Kan samma slutsatser som i Bengtssons forskning dras även under en nedgående konjunktur?

1.3 Syfte

Syftet med detta examensarbete är att utföra en repetitiv studie av Bengt Bengtssons doktorsavhandling ”Redovisningens värderrelevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40”. Bengtssons forskning avslutas i mars 2007 och då tar denna studie avstamp för att undersöka vidare om samma slutsatser kan dras under perioden april 2007 fram till mars 2013. Detta görs med anledning av att den svenska konjunkturen har befunnit sig i en lågkonjunktur under större delen av denna period. Tidigare studier i problemformuleringen ovan undersöker inte värderrelevansen mellan eget kapital och aktiemarknaden i redovisningen för svenska fastighetsbolag under lågkonjunktur. Förvaltningsfastigheterna utgör en väsentlig del av ett fastighetsbolags tillgångar och redovisas i det egna kapitalet. Värderrelevans i ett fastighetsbolag existerar således då det finns ett

samband mellan det redovisade värdet av bolaget och det värde som aktiemarknaden värderar bolaget till (Barth mfl, 2001). Examensarbetets syfte är ge en klarare helhetsbild över sambandet mellan eget kapital och börsvärde under ett större tidsspann med varierande konjunktur där denna studies bidrag är under lågkonjunktur. Det är därför intressant att göra en repetitiv studie hur samvariationen variablerna emellan har sett ut även efter Bengtsson avslutat sin forskning och undersöka om tidigare forskning kan appliceras i lågkonjunktur. Sedan införandet av IAS40 och verkligt värde har det egna kapitalet och värdet på aktierna har en starkare korrelation, än då de värderades till anskaffningsvärdet. (Bengtsson, 2008) Denna forskning kommer att ge en vetenskaplig förklaring till hur samvariationen mellan eget kapital och börsvärde förhåller sig till varandra under 2007-2013.

1.4 Avgränsningar

Studien har först och främst avgränsats till fastighetsbranschen och svenska börsnoterade fastighetsbolag med förvaltningsfastigheter. Idag finns det ett flertal fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Eftersom studien är repetitiv undersöks de åtta bolag som ingick i Bengt Bengtssons avhandling. Av de åtta bolagen är sju fortfarande börsnoterade och ingår i denna studie. Vidare har studien avgränsats till att fokusera på kvoten mellan börsvärdet och redovisat eget kapital. Studien har även avgränsats i tid till att gälla fastighetsbolagens kvartalsrapporter under perioden 2007 fram till december 2012. Analysperioden för varje kvartal (Q) kommer att sträcka sig från dagen då rapporten publicerades till nästkommande kvartalsrapports offentliggörande. Perioden har avgränsats till och med 15 april 2013 då endast ett fåtal av fastighetsbolagen publicerat kvartalsrapporten för Q1 under april månad. Sista analysperioden bygger således på redovisningsinformation till och med 31a december 2012.

1.5 Disposition

Metod

I metodkapitlet beskrivs tillvägagångssättet för att genomföra studien. Den vetenskapliga ansats studien har arbetat efter beskrivs samt hur den information som presenteras under teori- och empirikapitlet tagits fram. Här beskrivs även hur informationen källkritiskt har granskats

Teori

I detta kapitel kommer insamlad vetenskaplig teori att presenteras. Denna information kommer att användas som stöd till att förklara det empiriska materialet i kapitlen analys och slutsats.

Empiri

I detta kapitel presenteras det empiriska materialet. Detta består av kvantitativ data från fastighetsbolagens årsredovisningar samt börsutveckling från Stockholmsbörsen under perioden Q2 2007 till Q4 2012.

Analys

I detta kapitel görs en sammankoppling mellan teori och empiri genom att försöka förklara utfallen av den empiriska undersökningen med relevant teori. En analys har gjorts av resultatet.

Slutsats

I slutsatsen avslutas studien genom att presentera resultatet och återkoppla till uppsatsens syfte och frågeställningar.

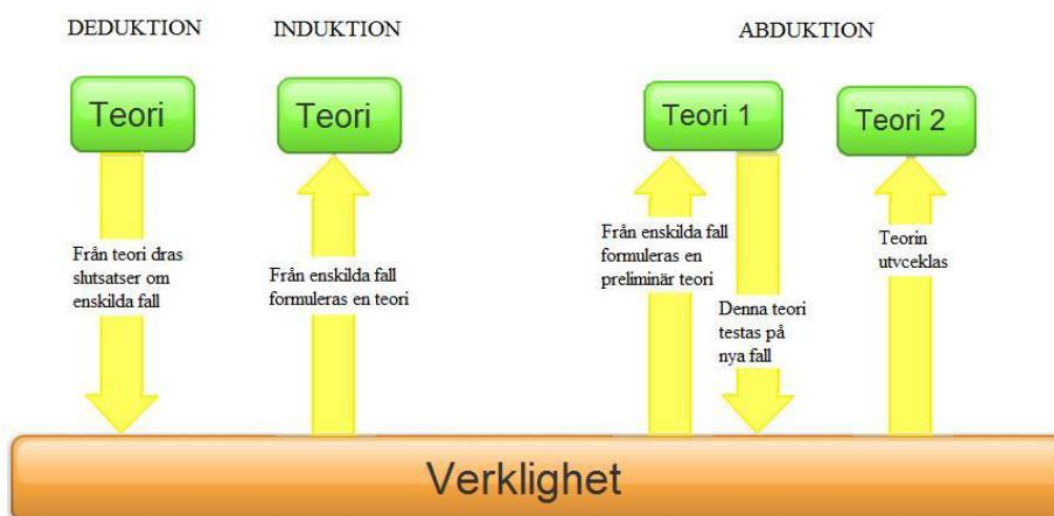
2. Metod

I detta kapitel presenteras den vetenskapliga ansats som undersökningen utgår från. Detta följs av en beskrivning av den vetenskapliga metoden och hur data i form av primär- och sekundärdata har samlats in. Vidare ges en beskrivning av urvalet av undersökta fastighetsbolag och hur studiens resultat kan generaliseras till en större population. Sist presenteras hur materialet och metoden kritiskt har granskats för största möjliga trovärdighet.

2.1 Vetenskaplig ansats

Studien utgår från en positiv redovisningsteori (Positive accounting theory) vilken förklarar hur ett företag kommer att agera vid olika alternativ. Teorin bygger på att redovisningen ger information som styr investerarnas beslut. Perspektivet används sedan för att studera det eventuella samband som finns mellan redovisningen och aktiekursen. (Deegan och Unerman, 2011)

Patel och Davidsson (2011) beskriver tre alternativa metoder som en forskare kan arbeta på för att relatera teori och empiri. Dessa tre vetenskapliga ansatser är deduktion, induktion och abduktion.



Figur 1: Deduktion, induktion och abduktion. (Patel och Davidson, 2011)

Slutsatserna i denna studie kommer att dras från allmänna principer och redan befintliga teorier. Detta kännetecknas som en bevisande forskning när forskaren härleder hypoteser ur redan existerande teoretiskt material som sedan empiriskt testas i den situation som forskningen gäller. Forskare som arbetar efter denna vetenskapliga ansats anses arbeta efter en deduktiv metod.

Vid vetenskaplig forskning och vetenskapliga ansatser talas det ofta om en positivistisk eller hermeneutisk utgångspunkt. Denna studie kommer att bygga på positivismens grundtankar då den består av kvantitativ forskning i och med den objektiva observationen av fastighetsbolags räkenskaper och historiska svängningar i den svenska konjunkturen. Positivismen innebär att vetenskapliga fakta utvinns genom att lägga samman verifierade fakta. Endast fakta som går att observera kan räknas som verkliga fakta och till skillnad från hermeneutiken läggs inga egna värderingar, känslor eller tankar med i tolkningen av fakta. Den vetenskapliga forskningen bygger på en teoretisk grund som antagna orsakssamband härleds från och sedan prövas empiriskt, det vill säga en deduktiv forskning. Den vetenskapliga ansatsen i forskningen kommer även att vara deduktiv vilket även det anses kopplas till positivismen enligt Bryman (1997).

2.2 Vetenskaplig metod

För att besvara examensarbetets problemfråga har ett val av vetenskaplig metod gjorts. Data från sju börsnoterade fastighetsbolags kvartalsrapporter och varje bolags börsvärde vid samma tidpunkt har samlats in och jämförts. Forskningen i detta arbete bygger på ett kvantitativ tillvägagångssätt där utgångspunkten finns i insamlad fakta som sedan testats mot verkligheten. Inriktningen bygger på naturvetenskapliga metoder där slutsatsen kommer att vara baserad på mätbar data (Bryman, 1997). Då syftet med examensarbetet inte är att gå in på djupet och undersöka varför ett samband finns/ finns inte, är inte en kvalitativ metod tillämpningsbar.

2.3 Datainsamling

Att grunda en slutledning utifrån erfarenhet och bygga vetenskapliga undersökningar av verkligheten, experiment och iakttagelser av gjorda erfarenheter snarare än att dra slutledning från i förväg uppställda teorier är vad som kallas empiri (Eriksson och Wiedersheim-Paul, 2011). Vetenskaplig teori är en modell som stöds av fakta och som förklarar ett socialt eller naturligt fenomen. Den vetenskapliga teorin behöver vara falsifierbar vilket innebär att den ska kunna motbevisas och genom detta ska prognoser om framtiden kunna göras (ibid).

I denna studie används både primärdata och sekundärdata. ”Primärdata innebär en källa som är en förstahandsrapportering eller ögonvittnesskildringar medan sekundärdata är övriga källor” (Patel och Davidson, 2011). Primärdata har samlats in genom information från Stockholmsbörsen och från aktuella fastighetsbolags kvartalsrapporter. Sekundärdata har samlats in genom vetenskapliga artiklar, Internetkällor och böcker.

2.3.1 Primärdata

Primärdata i denna studie omfattar de sju fastighetsbolagens balansräkningar för 23 kvartal mellan Q2 2007 och Q4 2012 och den historiska utvecklingen för värdet på Stockholmsbörsen mellan analysperioden juli 2007 till och med april 2013. Varje bolag har lika

många mättillfällen men datumen för dessa varierar då kvartalsrapportsdagarna skiljer mellan de undersökta bolagen. Ett medelvärde för börsvärdet har beräknats för varje analysperiod. Kvoten av börsvärdet och bolagens redovisade egna kapital kvartalet före analysperioden har sedan beräknats. Korrelationskoefficienten kan ha ett värde mellan -1 (perfekt negativ korrelation) och +1 (perfekt positiv korrelation). Värdet 0 på koefficienten innebär att det inte finns något samband. (Saunders mfl. 2009) Kvoten för värder relevans och samvariationen som presenteras i Bengtssons avhandling är omräknad för att vara jämförbar med undersökningen som presenteras i detta arbete. Data för fastighetsbolaget Capona är borträknat och ett nytt medeltal för kvoten och samvariation har tagits ut baserad på Bengtssons data.

2.3.2 Sekundärdata

Sekundärdata består främst av vetenskapliga artiklar, men även andra externa källor som böcker och Internetkällor. De vetenskapliga artiklarna har fokuserats till ämnen som rör aktiemarknad, redovisning, verkligt värde, IAS40 och värder relevans. Totalt består teorikapitlet av 25 vetenskapliga artiklar. I sökningen efter användbara artiklar har Google Scholar varit det huvudsakliga arbetsverktyget. Sökord som använts är value relevance, fair value, accounting, harmonization och IAS 40.

2.4 Tillvägagångssätt vid beräkning av börsvärde

Vid insamlingen av aktiekursen och beräkningen av börsvärdet har Bengtsson i sin studie justerat aktiekursen vid de tillfällen då ett företag till exempel gjort en aktiesplit och därmed fått ett nytt antal aktier. I denna undersökning gjordes till en början en justering av antalet aktier istället för en justering av aktiekursen. Efter en diskussion med Bengtsson¹ angående beräkningen av börsvärdet kom det fram att det inte spelar någon roll om aktiekursen eller antalet aktier justeras. Detta eftersom

¹ Telefonsamtal med Bengt Bengtsson 2013-04-22 kl 10:15 samt 11:00.

Börsvärde = Aktiekurs * antalet aktier (Reinganum, 1985). För att få en så jämförbar studie som möjligt gjordes ändå en kontrollberäkning som kan granskas i bilaga 1.

Under perioden för kontrollberäkningen har Castellum per 2006-04-24 gjort en aktiesplit 4:1 och därmed ökat antal aktier från 41 000 000 aktier till 164 000 000 aktier. Detta bidrar med en möjlighet att jämföra om börsvärdet blir detsamma vid en justering av aktiekursen och antalet aktier.

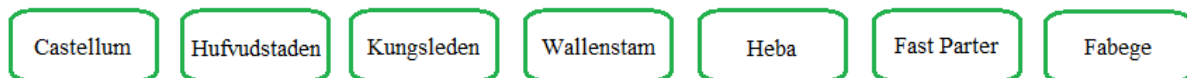
Kontrollberäkningen visar att Bengtssons justering av aktiekursen gav ett något annorlunda börsvärde än börsvärdet som fås vid en justering av antalet aktier. Därför kommer denna studie istället använda en justerad aktiekurs för de bolag som under undersökningsperioden på något sätt förändrat antalet aktier. De bolag vars antal aktier förändrats under undersökningsperioden är Wallenstam och Heba som därför kommer ha en justerad aktiekurs beräknad till dagens antal aktier insamlat från Stockholmsbörsen. De övriga fem bolagen har ett konstant antal aktier under hela analysperioden och behöver därmed inte justeras.

2.5 Urval

Sverige har under några år haft en dämpad konjunktur som borde ha påverkat fastighetsbolagen och nedskrivningar i balansräkningen. Fastighetsbolagens tillgångar finns i fastighetsbestånden vilket har gjort att urval och fokus ligger på materiella tillgångar. Efter diskussion med handledare Arne Fagerström föll ämnesvalet kring kvotvärdet och korrelationen mellan de svenska börsnoterade fastighetsbolagens börsvärde och redovisat eget kapital. Fagerström var fram till publicerandet 2008 handledare för Bengt Bengtsson vars studie denna undersökning bygger vidare på. Intresset att göra en repetitiv studie ligger i jämförbarheten och utvecklingen över tid för att finna eventuella samband. Då Bengtssons avhandling innefattar flertalet undersökningsområden har denna undersökning fokuserats till två av dessa, det vill säga kring kvotvärde och samvariation.

Urvalet av populationen i Bengtssons studie (2008) avgränsades från sjutton börsnoterade bolag till åtta. Dessa bolag fanns på börsen under

hela sökperioden (2002-2007) och vars tillgångar huvudsakligen bestod av förvaltningsfastigheter. Urvalet i denna studie kommer att avgränsas till Bengtssons population för att få en jämförbar studie. Av de åtta börsnoterade fastighetsbolagen är sju fortfarande listade på Stockholmsbörsen och kommer att ingå i denna studie. Det är en nationell studie som inte avgränsats till någon speciell region. Då alla sju fastighetsbolag tillämpar IAS 40 och redovisar enligt verkligt värde är värdena jämförbara för att undersöka eventuella variationer av kvoterna. Endast data från juni 2007 till december 2012 studeras. Då inga intervjuer genomförts eller enkäter skickats ut förekommer inga bortfall av de fastighetsbolag som har granskats. Undersökningen är objektiv utan några partiska ställningar då den bygger på kvantitativ fakta. Studien avspeglar därför verkligheten.



Figur 2: Undersökta fastighetsbolag.

2.6 Generaliserbarhet

Genom den insamlade kvantitativa informationen kan resultaten ibland generaliseras till att representera något som inte har ingått i studien. Studien undersöker en totalpopulation inom avgränsningen. Dock innebär urvalet som resulterar i sju bolag att totalpopulationen är liten till antalet. Statistiskt sett kan resultatet därför bedömas att vara slumpmässigt. Bengtsson (2008) beaktade detta genom att implementera signifikanstester på olika delar av underlaget i undersökningen och kom fram till att resultatet kunde generaliseras till ett större antal fastighetsbolag om dessa skulle finnas. Denna undersökning tordes därför kunna generaliseras att gälla icke existerande fastighetsbolag då tillvägagångssättet varit detsamma i metoden. Studien bör också gälla för alla börsnoterade fastighetsbolag som använder IAS 40 i sin redovisning. Detta eftersom alla handlar på samma marknad med samma villkor och använder samma metod för redovisning. Dock behöver hänsyn tas till att alla företag är olika och att varje fastighet är unik när den redovisas till verkligt värde vilket kan skilja mellan olika värderares bedömning.

Studiens resultat kan inte generaliseras att gälla för all framtid då aktiemarknaden beror på andra faktorer än de som undersöks. Med resultatet går det inte att dra en allmän slutsats kring alla företag i Sverige och dess samvariation mellan eget kapital och börsvärde. Detta eftersom undersökningen även riktas mot införandet av IAS 40 och värdering till verkligt värde av förvaltningsfastigheter.

2.7 Källkritik

Studien granskar varje bolags kvartalsrapportering från juni 2007 fram till december 2012 och börsvärdet under dessa kvartal. Ur detta kan kvantitativ data utläsas och mätas. Mätinstrumenten i denna studie anses vara valida då de mäter det som den utges att göra (Bell, 2000).

Vidare är reliabilitet ”det viktigaste kravet på ett mätinstrument” (ibid). Detta innebär att mätinstrumentet ska ge samma resultat vid ett flertal undersökningar och vara oberoende av vem som utför den för att reliabiliteten ska vara hög. I detta fall är de kvantitativa siffrorna något som går att granska i varje bolags kvartalsrapporter. Reliabiliteten kan därför anses vara hög i denna undersökning då dessa siffror inte kommer att ändras över tid. En mätning i framtiden kommer inte att ge ett annorlunda utslag för denna tidsperiod då undersökningen inte är kopplad till dagens rådande förhållanden. Studien har inte påverkats av några personliga eller subjektiva svar då den inte undersöker på djupet.

De källor som studien utgår från är alla relevanta för ämnesvalet och problemformuleringen. De tydliga avgränsningarna lämnar inget utrymme för irrelevanta utsvävningar inom ämnet.

Den teoretiska referensramen består av 25 vetenskapliga artiklar. De vetenskapliga artiklarna är granskade och publicerade vilket ger en hög trovärdighet till att fakta stämmer. Många av de artiklar som använts i denna uppsats bygger vidare på varandra vilket ökar trovärdigheten ytterligare. Olika perspektiv och åsikter från forskare inom samma ämne har ställts mot varandra för att bidra till en objektiv undersökning.

För att garantera examensarbetets kvalitet är det viktigt att informationen från källorna är äkta. De kvartalsrapporter och dess balansräkningar som utgör grunden för den empiriska delen är offentliga uppgifter från varje fastighetsbolags hemsida. Trots att internet kan ses som en osäker källa i många fall kan uppgifterna ses som trovärdiga. Detta eftersom dess uppgifter granskas av revisorer och utgör bolagens finansiella ställning som kan granskas av allmänheten.

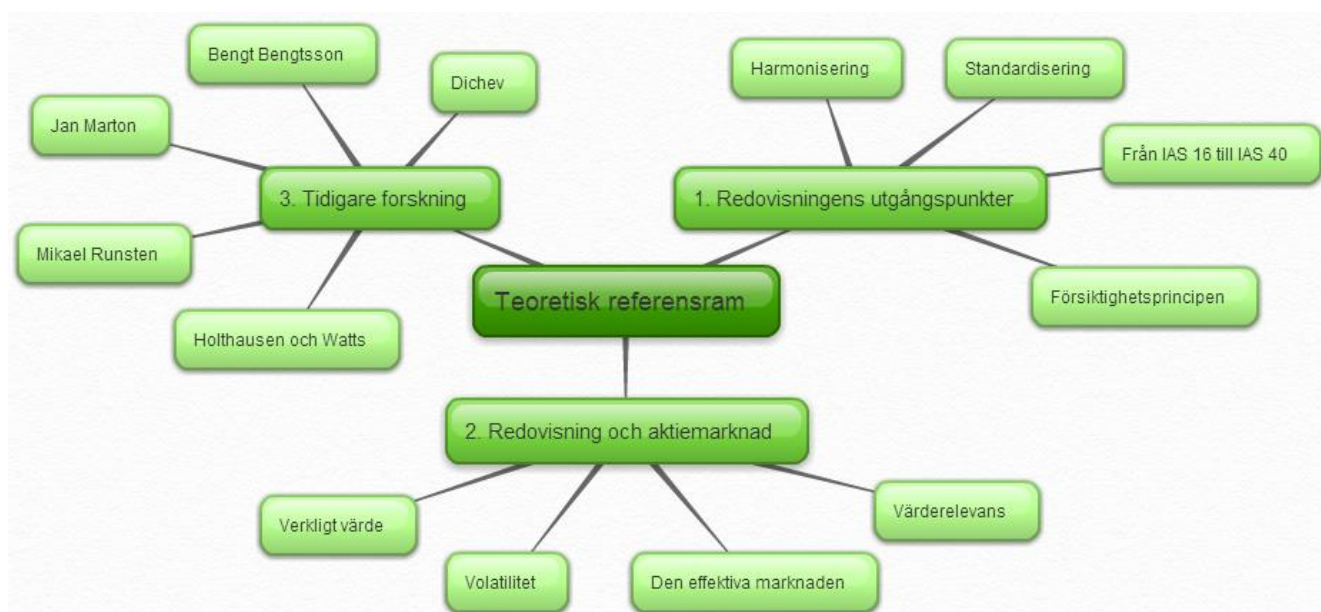
2.8 Metodkritik

Metoden för att genomföra denna studie innebär endast fördelar för studiens ämnesval och frågeställning. Då arbetets syfte inte är att ta reda på *varför* finns det ingen relevans att använda kvalitativa intervjuer eller enkätundersökningar. Alla mätningar kommer att ske på samma sätt. Kritik kan riktas mot att mätningarna skett på olika dagar beroende på när fastighetsbolagen publicerat kvartalsrapporter. Detta medför även att analysperioderna i denna undersökning skiljer mellan de olika företagen. Då mätningarna skett på olika dagar för företagen kan börsvärdet påverkas av andra makroekonomiska faktorer för något bolag. Trots denna skillnad och den möjliga varierande påverkan av andra faktorer då mätningarna inte skett på samma datum företagen emellan, avspeglar denna metod verkligheten. Analysperioderna sker i olika intervall då bolagen inte varit konsekventa i publiceringen av kvartalsrapporterna. Ytterligare kritik kan riktas mot att kvantitativa beräkningar kan ge utrymme för tolkningar av olika slag.

Ytterligare ett sätt att garantera examensarbetets kvalitet har varit att låta Bengt Bengtsson granska detta. Bengtsson har verifierat metoden och slutsatsen samt gett tips och råd på vägen.

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel kommer den insamlade vetenskapliga teorin presenteras. Denna kommer att användas som stöd till att förklara det empiriska materialet i de avslutande kapitlen analys och slutsats.



Figur 3: Mind map över den teoretiska referensramen.

3.1 Redovisningens utgångspunkter

Socialkonstruktionism innebär tanken att exempelvis redovisning är en konstruktion som skapats i samspel mellan människor och därmed också hade kunnat vara annorlunda. En del av socialkonstruktionismen är den institutionella teorin. Institutionell teori kan utifrån ett kognitivt perspektiv, det vill säga ur ett perspektiv om hur människor tänker och tolkar sinnesintryck, se institutioner som system baserade på erfarenheter och lärdomar snarare än av regler (Sörling, 2002). Detta kan förklara hur redovisning historiskt har sett ut.

Enligt Kristina Artsberg (2005) kan redovisning spåras hela vägen till omkring 2300 år före Kristus i Babylonien i form av

minnesanteckningar. Den dubbla bokföringen växte fram under 1200-1500-talet i italienska handelsstäder och denna typ av redovisning används än idag. En studie över internationell redovisningspraxis gjord av den brittiske forskaren Nobes (1998) visar att redovisningslösningar växer fram genom samspel mellan olika intressenter. Studien har visat att det finns två huvudgrupper som växt fram genom att olika intressentgrupper är mer eller mindre viktiga i olika länder. Dessa två huvudgrupper består av kontinentaleuropeiska länder och den anglosaxiska gruppen som IASBs regler anses ligga närmast. (Artsberg, 2005)

3.1.1 Harmonisering av redovisning internationellt

Finansiell information används bland annat på den finansiella marknaden för en effektivare resursallokering genom tillgångars prissättningsmekanism. En jämförelse över tid av finansiell information gör att investerare kan forma en uppfattning om värdet på investeringarna, men detta gör även att jämförbarheten av den finansiella informationen blir viktigare. Financial Accounting Standards Board (FASB) definierar jämförbarhet som;

”the quality of information that enables users to identify similarities in and differences between two sets of economic phenomena”

(Barlev och Haddad, 2007:496)

För att uppnå jämförbarhet av den finansiella informationen krävs även samstämmighet och enhetlighet av denna. Med samstämmighet avses överensstämmelsen från en period till en annan där använda riktlinjer och rutiner är oförändrade. Enhetlighet innebär att liknande finansiella händelser ska redovisas på samma sätt. (Barlev och Haddad, 2007)

Det finns därmed en strävan att harmonisera redovisningen på internationell nivå. Inom harmonisering görs det skillnad på ”*de jure-nivån*”, vilket innebär harmoniseringen på regelverksnivå, och på ”*de facto-nivån*”, vilket innebär hur företag redovisar i praktiken (Artsberg, 2005). Dock behöver inte en harmonisering *de jure* automatiskt leda till en harmonisering *de facto* (van der Tas, 1988). Van Hulle (1993)

beskriver tre strategier för att uppnå harmonisering på *de jure*-nivån. Dessa är valalternativ, likvärdiga regler och standardisering. Av dessa strategier använder IASB strategin med valmöjligheter, men där önskvärda alternativ indikeras genom de standarder de skapar.



Figur 4: Harmonisering som en process (Artsberg 2005:138)

Ett fritt flöde av finansiell information genom en harmonisering av redovisningen är nödvändigt för att bygga en gemensam marknad inom EU. Strategin som den Europeiska unionen har för att respektera harmoniseringen av redovisningen är att använda ett direktiv som sedan alla medlemsländer har fått anpassa respektive lands lagstiftning efter. Det är dock svårt att uppnå en reglerad internationell harmonisering i en affärsvärld med kulturella, legala, politiska och ekonomiska skillnader länderna emellan. Användningen av IAS-standarder kan anses vara EU:s strategi för harmoniseringen, men detta är ändå ingen garanti för en ökad jämförbarhet mellan medlemsländernas redovisning eftersom IAS fortfarande ger alternativa redovisningsmetoder inom vissa områden. (Cañibano och Mora,2000)

Enligt van der Taas (1988:157) är harmonisering:

”Harmonisering är en samordning, en avstämning mellan två eller flera objekt. Användare är konfronterade med flertalet finansiella rapporter. Det skulle vara användbart för dessa om de finansiella rapporterna var i harmoni. Därför är finansiella rapporter ett föremål för harmonisering. En väg att harmonisera finansiella rapporter är att formulera standarder snarare än att sätta begränsningar för de finansiella rapporterna. Dessa är också föremål för harmoniseringen

3.1.2 Standardisering

En viktig del av harmoniseringen är standardisering. En standard kan betraktas som ett råd vilken är frivillig att följa. Då flera väljer att följa en standard sker en samordning och reglering i samhället. För utvecklingen av det moderna samhället är standardiseringen ett viktigt inslag för att utforma normer för framtiden. Frivilligheten har dock vissa inskränkningar trots att den betonas av standardsättarna. Genom att exempelvis EU hänvisar till en viss standard blir dessa tvingade att följas då de uppnått en legal status. Skulle en standard vara helt frivillig utan inblandning från högre organ skulle den inte följas speciellt noga. Detta skulle hämma reglering och standardiseringen i samhället. (Brunsson och Jacobsson, 2000)

I och med införande av IASB har fastighetsbolagen en valmöjlighet att följa indikationen av redovisningen till verkligt värde eller ej. Detta är den tredje strategin av harmoniseringen. (Artsberg, 2005) På en marknad finns det flera olika aktörer som en standard riktas mot; stater, organisationer och individer. En aktör utgör en tydlig och oberoende enhet som innehar en kontroll över egna mål, resurser och handlingar. Aktören väljer själv om den vill följa de införda reglerna då den agerar självständigt. (Brunsson och Jacobsson, 2000) Meningen med införandet av standarden IAS 40 är att vägleda kring redovisningen av förvaltningsfastigheterna och de upplysningar som behövs.

3.1.3 Från IAS 16 till IAS 40

Sedan 2005 måste alla svenska börsnoterade fastighetsbolag redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde. En förvaltningsfastighet definieras som fastigheter som innehas i syfte för uthyrning mot ersättning och/eller för att erhålla värdestegring istället för produktion, leverans avseende varor och tjänster och för försäljning i den löpande verksamheten (Redovisa förvaltningsfastigheter, 2009). Enligt IAS 40 – Förvaltningsfastigheter definieras verkligt värde som ”*det pris till vilket fastigheten skulle kunna säljas i en transaktion mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att*

transaktionen genomförs” (IAS 40 p. 36). Förvaltningsfastighetens verkliga värde skall återspegla marknadsvillkoren per rapportperiodens slut och det är knutet till en viss tidpunkt (IAS 40 p. 38-39).

Innan IAS 40 trädde i kraft redovisades fastigheter enligt IAS 16 Materiella anläggningstillgångar. Denna standard hänvisade till att redovisa till anskaffningsvärde efter avdrag för ackumulerade avskrivningar och eventuella avdrag för ackumulerad nedskrivning (IAS 16 p. 30).

3.1.4 Försiktighetsprincipen

Vid redovisning av tillgångar och skulder i balans- och resultaträkningen ska värderingen av posterna göras med viss försiktighet. Denna grundläggande redovisningsprincip kallas för försiktighetsprincipen och innebär bland annat att hänsyn ska göras till värdenedgångar av tillgångar oavsett om företaget gått med vinst eller förlust under räkenskapsåret (ÅRL 2:4). Redovisning av tillgångar till anskaffningsvärdet enligt IAS 16, innan införandet av IAS 40, anses av Barlev och Haddad (2003) vara förknippat med försiktighetsprincipen. Redovisning till anskaffningsvärde visar inte den rätta bilden av tillgångens finansiella position och det medför ett utrymme för manipulation. Redovisning till anskaffningsvärde ger inte heller en rättvisande bild av tillgångens marknadsvärde. Istället anger redovisning av tillgångars och skulders verkliga värden en mer värderrelevant bild av företaget. Barlev och Haddad (2003) menar även i sin forskning att empiriska undersökningar har visat att verkliga värden i högre utsträckning kan förknippas med börsvärden.

3.2 Redovisning och aktiemarknad - värder relevans

Benämningen värder relevans syftar på relationen mellan aktiemarknaden och ett företags redovisning som ska tillhandahålla väsentlig information. Om den finansiella informationen innehåller de variabler som används i en värderingsmodell eller

kassaflödesvärderingsmodell är informationen värdererelevant. Värdererelevansen kan mäta förmågan att förutsäga framtidens kassaflöden, inkomster och bokförda värden. (Francis och Schipper, 1999) I ett fastighetsbolag utgör förvaltningsfastigheterna en väsentlig del av företagens tillgångar och redovisas i det egna kapitalet. Värdererelevans i ett fastighetsbolag existerar således då det finns ett samband mellan det redovisade värdet av bolaget och det värde som aktiemarknaden värderar bolaget till (Barth mfl, 2001). Sedan införandet av IAS 40 är korrelationen starkare mellan värdet på aktierna och det egna kapitalet när verkligt värde tas upp i balansräkningen än då förvaltningsfastigheterna värderas till anskaffningsvärdet (Bengtsson, 2008).

Det finns två teorier inom forskningen för att dra slutsatser kring värdererelevans; *input-to-equity-valuation* och *direct valuation*. *Input-to-equity-valuation* innebär den påverkan som redovisningen kan ha på marknaden då den tillhandahåller information som kan utgöra beslutsunderlag för investerarna. Den senare teorin studerar relationen mellan bolagets redovisade värde och det värde som finns på aktiemarknaden. Förändringar i det bokförda egna kapitalet bör ge en motsvarande förändring i bolagets värde på aktiemarknaden enligt denna teori. (Holthausen och Watts, 2001)

3.2.1 Den effektiva marknaden

Värderingen av företagens aktier utgår från teorin om den effektiva marknaden (Bengtsson, 2008).

”A market in which prices always "fully reflect" available information is called "efficient"”

(Fama, 1970:383)

Den effektiva marknadshypotesen kan förklara hur marknaden värderar och prissätter aktierna där det råder fullständig information (Fama, 1970).

Det finns tre faktorer som en marknad ska uppfylla för att kategoriseras som effektiv;

- På marknaden ska det finnas ett stort antal aktörer som agerar rationellt och vinstmaximerande.
- Aktörerna har tillgång till samma väsentliga information. Ingen av aktörerna har möjlighet att påverka hur ny information kommer att ha för verkan på kursen för aktien.
- Priserna på marknaden kommer att justeras beroende på ny information. Aktörerna kan inte påverka priset på de finansiella tillgångarna. (Shleifer, 2003).

I detta fall inkluderas fastighetsbolagens värderingsmetod i information och hur detta redovisas i informationen. Värdet på börsen och redovisningsinformationen står i ett beroendeförhållande på kort sikt. Ett företags värde kan utläsas antingen i balansräkningen eller företagets värde på marknaden. Marknadens förväntningar är även något som påverkar kursen för ett företags aktie. (Bengtsson, 2008)

3.2.2 Volatilitet

Volatilitet är en akties osäkerhet kring hur kursen utvecklas i framtiden och är den rörelse som sker i aktiens pris från den ena dagen till den andra. Mer precist är det standardavvikelsen av förändringen i en aktiekurs för en bestämd tidsperiod (Hull, 2003). En ökad volatilitet tyder på att en förändring av utvecklingen för aktien kommer att ske. Faktorer som påverkar volatiliteten i helhet är bland annat osäkerheten kring olika marknader och för ett företag. Osäkerheten ger utrymme för egna tolkningar av utvecklingen vilket i sin tur leder till att marknadens aktörer värderar aktierna olika och volatiliteten ökar. (Brown mfl, 1988) Ett exempel på detta är då aktiens värde räknas fram genom diskonterade framtida utdelningar. Detta bidrar till att osäkerheten grundas i skillnaderna mellan den framtida uppskattade utdelningen och den faktiska utdelningen (Camerer, 1989). Permanenta förändringar i fundamentala faktorer påverkar aktien långsiktigt medan den kortsiktiga osäkerheten beror på vilken diskonteringsränta som använts vid beräkningen av den framtida utdelningen (Lee, 1998). Förändringarna sker över tiden och är inte konstanta (Campbell m fl, 2001). Dock kan hög instabilitet på marknaden leda till en hög osäkerhet. Hög osäkerhet brukar ses som

en överreaktion på ett företags utdelningar och vinster (De Bondt och Thaler, 1985; De Long mfl 1990).

För att kunna bedöma om det existerar ett samband mellan börskursen och ett företags rapportering behöver aktörerna analyseras. De så kallade "spelarna" medverkar till en ökad omsättning i aktien och en högre volatilitet då dessa dras till aktiers osäkerhet. För aktier vars omsättning har upphört kan kursen bete sig oväntat då inget samband mellan ett företags börsvärde och egna kapital väntas finnas. (Torsell och Nilsson, 2000)

3.2.3 Verkligt värde

Då ett fastighetsbolag redovisar enligt IAS-reglerna och använder det löpande verkliga värdet sker det i balansräkningen. Det verkliga värdet ska återspegla marknadsvillkoren på balansdagen (IAS 40 punkt 38). Värdeförändringen från den föregående perioden blir en del av resultatet. När en förvaltningsfastighet säljs ska vinsten eller förlusten redovisas i resultaträkningen enligt IAS 40. Den skillnad som uppstår mellan det senaste redovisade värdet och försäljningspriset redovisas då som en värdeförändring i den period som den uppstår (IAS 40, punkt 69). Icke-realiserade vinster/förluster är förändringen i tillgångens marknadsvärde och är inte en genomförd transaktion. När tillgången sedan säljs blir vinsten/förlusten realiserad (Vanliga frågor, 2013). Det skiljs inte på orealiserade och realiserade vinster/förluster utan det betecknas som vinst eller förlust vid förändring av det verkliga värdet. Det är vanligt att företagen har fört in noter i årsredovisningarna om vilka värden som är orealiserade respektive realiserade. Då förvaltningsfastigheters värde ökar sker en dominoeffekt; Eget kapital i balansräkningen ökar då tillgångens värde ökar. Årets resultat kommer att påverkas positivt i och med värdeförändringen som sker. Tvärtom gäller då företagen övervärderat fastigheterna (Danbolt och Rees, 2008).

Marknaden som avses är den som tillgången (eller skulden) handlas på vilket innebär den marknad som har mest aktivitet och störst del för tillgången som företaget har möjlighet att handla på. Finns inte en sådan marknad skall den mest fördelaktiga marknaden användas. Det

verkliga värdet skall dessutom vara marknadsbaserat och inte företagsbaserat. Det innebär att det inte är det enskilda företaget som bedömer marknadsvärdet utan marknadsvärdet skall baseras på de antaganden som marknadsaktörerna skulle göra (Verkligt värde får egen IFRS-standard, 2010). ISAB förespråkar även att företagen ska använda externa och oberoende värderare men då detta inte är ett krav är det företagen i samråd med revisorerna som tar ställning huruvida de har tillräckligt med resurser internt för att kunna värdera marknadsmässigt (Basis for Conclusions on IAS 40, 2008).

Det finns både förespråkare och motståndare till användningen av verkligt värde vid redovisningen. Det verkliga värdet är å ena sidan mer relevant då det visar värdet på balansdagen för tillgången istället för det historiska anskaffningsvärdet. Det verkliga värdet sänder således ut information till aktieägarna om eventuella förändringar i värdet på aktierna (Barlev och Haddad, 2003). Aktörerna på marknaden kommer att använda informationen om den rådande ekonomiska ställningen då de fattar besluten eftersom det verkliga värdet anpassas efter förändringar. Värdet är också jämförbart då det beror på de egenskaper förvaltningsfastigheten har idag och inte när den förvärvades eller företagets egenskaper. (Barth, 2006) Det verkliga värdet möter, enligt Barth de kvalitativa egenskaper som IASBs regelverk ställer. Å andra sidan kan det verkliga värdet skapa en osäkerhet för en redovisning av något som inte inträffat än då ingen transaktion ägt rum (Combes-Thuelin och Escaffre, 2004).

Värdeförändringen kan delas upp i realiserade och orealiserade vinster/förluster. En orealiserad vinst eller förlust är en förändring i marknadsvärdet på en investering som inte är en genomförd transaktion än. När investeringen säljs blir vinsten eller förlusten realiserad. (Artsberg, 2005) En värdeförändring kan bero på andra faktorer än det verkliga värdet och som kan påverka en hel marknad (Combes-Thuelin och Escaffre, 2004). Studier i England visar att det verkliga värdet är mer tillförlitligt för finansiella tillgångar än för förvaltningsfastigheter och att det finns för stort utrymme för manipulation av variablerna vid värderingen (Danbolt och Rees, 2008). Andra faktorer som kan påverka värderingen av det verkliga värdet är brist av en marknad för förvaltningsfastigheten eller en

liknande marknad samt externa värderare (Nellessen och Zuelch, 2010).

3.3 Tidigare forskning

Värderrelevans är ett ämne det forskats mycket kring. I USA tog forskningen vid under 1960-talet i detta ämne då läran ”information economics” kom till. Studierna, där redovisningsinformationen ses som en bytbar vara, nådde sin höjdpunkt under 1980-talet. Det finns både ögonblicksstudier som undersökt hur marknaden svarar på ny information och korrelationsstudier som undersöker detta samband under en längre tid (Artsberg, 2005).

I ett flertal studier har forskare undersökt värder relevansen av redovisningen vid historiskt anskaffningsvärde och verkligt värde. Flertalet av dessa studier koncentreras till de amerikanska bankernas redovisning av tillgångar och dess värdering. En av dessa studier är Khaurana och Kims (2003). Enligt undersökningen är värderingen av verkligt värde mer relevant än historiskt anskaffningsvärde. Dock visar resultatet att värderingen blir mer subjektiv då onoterade tillgångar värderas. Det verkliga värdet är även mindre intressant för investerarna (ibid). Även Ahmed och Takedas resultat från 1995 visar att värdering till verkligt värde är mer informationsrelevant då den tar hänsyn till de orealiserade vinsterna och förlusterna som kan uppkomma.

3.3.1 Holthausen och Watts

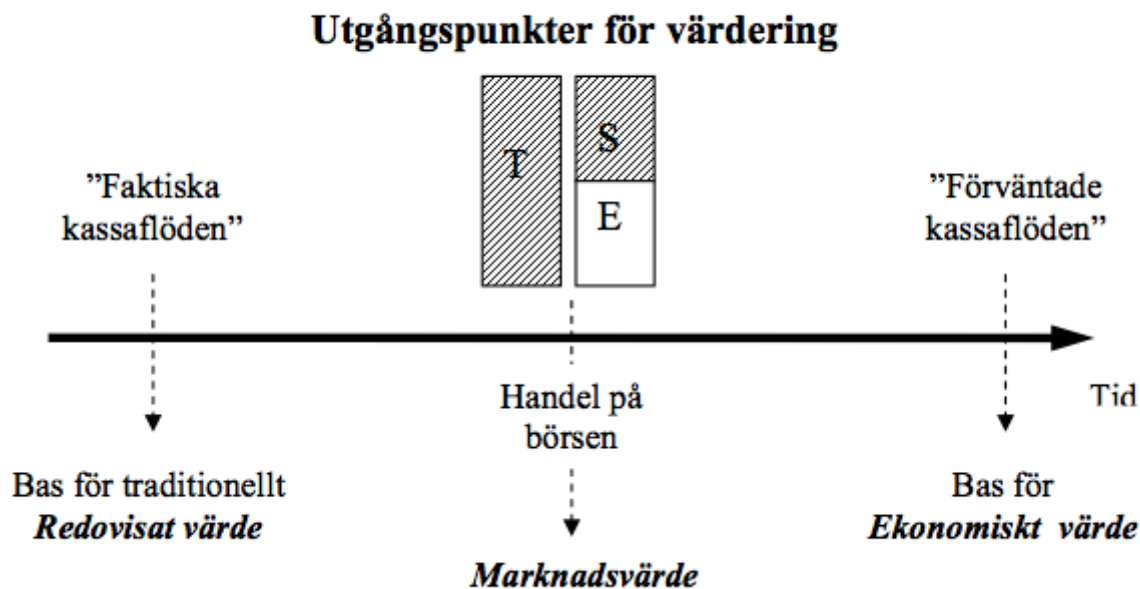
Som tidigare forskning om fastigheters redovisning och det verkliga värdet kan Holthausen och Watts studie från 2001 nämnas. Genom kapitalmarknadsforskning har studien undersökt hur principer inom redovisningen kan påverka börskursen och denna värder relevans nämns i avsnitt 3.2.4. Begreppet värder relevans kan användas om det finns en statistisk sammankoppling mellan en noterad börskurs och redovisningsmått. Redovisningsinformationen ska alltså vara korrelerad med faktorer som kan påverka en akties värde. Enligt undersökningen har begreppet uttryckts i att offentliggörande av information styr placerarnas förväntningar och en förändring i aktiens kurs kan noteras. Holthausen och Watt utgår från att nya regler kan

bidra till en bättre redogörelse av ett företags ekonomiska ställning. Studiens resultat visar att de onoterade företagens marknadsvärde bestäms genom det redovisade egna kapitalet medan börsen kommer att bestämma värdet för de noterade företagen. Redovisningen av fastigheterna skall syfta till att finna ett så rättvisande marknadsvärde som möjligt.

I denna forskning kring värder relevans framkommer det även kritik mot studier i ämnet. Att endast studera relevansen av marknadsvärdet ur investerarnas perspektiv (aktiemarknaden) kan andra intressenters syn på relevansen förbigås. De nämner också att tillförlitligheten och relevant information i redovisningen som ett problem. Graden av tillförlitlighet kan bero på många olika faktorer. (Holthausen och Watts, 2001) Holthausen och Watts ställer även frågan om ett företags balansräkning ska vara en hjälp för långivare eller om dess uppgift är att visa företagets marknadsvärde.

3.3.2 Mikael Runsten

Det finns ett fåtal svenska studier av korrelationen mellan eget kapital och aktievärdet. År 1998 publicerade Mikael Runsten doktorsavhandlingen ”*The Association Between Accounting Information And Stock Prices. Model development and empirical tests based on Swedish data*”. Urvalet baserades på alla noterade företag på den svenska börsen undantaget försäkringsbolag och banker. Då det saknades både pris och redovisningsinformation för aktiernas kurser under flertalet av analysperioderna kom det att bli en avgränsning i undersökningen. Tre olika utgångspunkter för företagsvärdering identifierades i avhandlingen; bokfört värde, marknadsvärde och ekonomiskt värde vilka presenteras nedan.



Figur 5: Utgångspunkter för värdering. (Mikael Runsten 1998:5)

Vertikalen belyser skillnader i tiden för de olika företagsvärderingarnas utgångspunkter. Det ekonomiska värdet baseras på de framtida kassaflödena som förväntas vilket diskonteras till ett nuvärde medan det redovisade (bokförda) värdet grundas på historisk information. Intressenterna på aktiemarknaden bestämmer marknadsvärdet på företaget genom den publika informationen som innehåller både historiska och diskonterade värden.

Runsten undersökte skillnaden mellan svenska börsbolags bokförda värde och det verkliga värdet av tillgångarna. Skillnaden sattes sedan i relation till det egna kapitalet där ett svagt samband upptäcktes. Det kan finnas ett starkt samband mellan det egna kapitalet och marknadsvärdet vilket bör generera samma förändring i båda värdena. (Runsten, 1998) Runsten uppmärksammade även att företagens marknadsvärden allmänt sett blivit svagare med tiden.

3.3.3 Jan Marton

I Jan Martons (1998) doktorsavhandling ”*Accounting and Stock Markets: A Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts*” från Göteborgs Universitet studeras värder relevans. Undersökningen utgår och jämför tre olika principer inom redovisningen; de svenska normer som gällde, redovisning enligt IAS 40 och US-GAAP-redovisning. Vid publicerandet fanns en okunskap mellan kombinationen av länders olika redovisningssystem och effekterna av detta på aktiemarknaden. Värder relevansen mellan dessa faktorer och harmoniseringen i redovisningen hade inte utvärderats. Det empiriska materialet baseras på svenska företags redovisning och det är analytiker som är mottagare för information. Målet för analytikerna är att ge olika investerare rekommendationer hur de ska agera, affärsmöjligheter och företags agerande.

Marton finner att de svenska företagen har anpassat sin redovisning för att passa in hos de internationella aktörerna på den svenska aktiemarknaden. Den mångfald som internationella standarder eftersträvar påverkar de som utformar redovisningen hos företagen. Vidare finner Marton skillnader i värder relevansen mellan företag som använder harmoniserad redovisning, och de företag som inte gör detta. Bland de intervjuade i undersökningen anser merparten att harmoniseringen av de internationella standarderna för redovisningen är bra. Slutligen kommer Marton fram till att olika redovisningssätt påverkar aktiemarknadens reaktion. Skillnader i länders syn på redovisning kan dock utgöra ett problem och stort hinder för harmoniseringen.

3.3.4 Bengt Bengtsson

Bengt Bengtsson undersökte fram till år 2008 hur värder relevansen i svenska fastighetsbolag förhöll sig innan och efter införandet av IAS 40. Genom att jämföra åtta noterade fastighetsbolags samvariation mellan det redovisade egna kapitalet och dess börsvärde kom Bengtsson fram till att företagen anpassat sin redovisning till marknadens uppfattning om företagets värde genom införandet av IAS 40. Det redovisade egna kapitalet och företagets börsvärden följs

åt bättre än tidigare. IAS 40 förser enligt Bengtsson därmed ett mer väsentlig underlag till aktörernas beslut än tidigare.

Tabellen nedan visar medelkvoten för värder relevansen för perioden innan införandet av IAS 40.

	Castellum	Hufvudstaden	Kungsleden	Wallenstam	Heba	Fast Partner	Fabege	Medel
Medel före införandet av IAS 40	1,54	1,52	1,38	2,07	6,47	0,84	1,24	2,15

Tabell 1: Kvotvärde före införandet av IAS 40. (Bengtsson, 2008)

Kvoten mellan börsvärde och eget kapital efter införandet av IAS 40 i Bengtssons undersökning presenteras i tabellen nedan.

Kvartal	Castellum	Hufvudstaden	Kungsleden	Wallenstam	Heba	Fast Patner	Fabege	Medelkvot
Q1 2005	1,51	1,56	1,82	1,34	1,38	1,31	1,27	1,46
Q2 2005	1,42	1,35	1,68	1,18	1,38	1,44	1,37	1,40
Q3 2005	1,39	1,38	2,15	1,28	1,38	1,48	1,39	1,49
Q4 2005	1,49	1,43	1,93	1,18	1,46	1,45	1,29	1,46
Q1 2006	1,32	1,35	1,56	1,04	1,4	1,22	1,03	1,27
Q2 2006	1,38	1,4	1,42	1,07	1,54	1,31	1,25	1,34
Q3 2006	1,61	1,69	1,81	1,39	1,67	1,58	1,47	1,60
Q4 2006	1,58	1,45	1,7	1,3	1,59	1,52	1,36	1,50
Q1 2007	1,64	1,77	1,5	1,38	1,55	1,45	1,29	1,51

Tabell 2: Kvoten mellan börsvärde och eget kapital. (Tabell 5D Bengtsson, 2008)

Det finns två populationer i Bengtssons studie, före och efter införande av IAS 40. Redan innan standarden infördes redovisade alla fastighetsbolag i Bengtssons studie anläggningstillgångarna till verkligt värde. Detta innebär även perioden 2002-2004 som finns med i Bengtssons studie som populationen före införandet, redovisade det verkligt värdet som en tilläggsuppgift i de finansiella rapporterna. Enligt Bengtsson är detta orsaken till att det inte skedde en överreaktion uppåt i aktiekursen då bolagen gjorde uppskrivningar den 1 januari 2005. Slutsatsen av detta är att införandet av IAS 40 inte påverkat aktiemarknadens bedömningar men däremot anpassat företagets redovisning till aktiekursen. Börsvärdet stiger i samma takt som det egna kapitalet efter införandet till skillnad från tidigare då värdet på börsen steg med mer än det egna kapital som företagen redovisade.

Det går att urskilja en starkare samvariation som ligger närmre 1 efter införandet av det verkliga värdet i balansräkningen. Resultatet presenteras i tabellen nedanför.

Företag	Samvariation innan IAS 40	Samvariation efter IAS 40
Castellum	0,92	0,91
Hufvustaden	0,86	0,85
Kungsleden	0,91	0,91
Wallenstam	0,93	0,91
Heba	-0,20	0,98
Fast Partner	0,03	0,93
Fabege	0,94	0,6
Medelvärde	0,63	0,87

Tabell 3: Samvariation innan IAS 40 och efter IAS 40.

Samvariationen är omräknad för att vara jämförbar med undersökningen som presenteras i detta arbete. Data för Capona är borträknad och ett nytt medeltal för samvariation har tagits ut baserad på Bengtssons data (tabell 50 s140).

Att den inte är exakt 1 kan bero på att det verkliga värdet endast avspeglar värderingen av fastigheter och inte hela fastighetsbolagets värde. Bengtsson konstaterar att det inte ges någon möjlighet för företagen att visa sitt verkliga (företags)värde genom balansräkningen eftersom synergieffekter inte är möjliga att ta upp. Även om IAS 40 och dess ökade mångsidighet i redovisningen kan ge en mer rättvisande bild av ett företags ställning kan flexibiliteten även bidra till en ökad rörlighet i kursen. Detta på grund av osäkerhet i informationen. Bengtssons studie bekräftar denna teori i fastighetsbolagen som kan bero på tillämpandet av den nya standarden.

En låg samvariation mellan börsvärde och eget kapital behöver inte bero på att marknaden inte reagerar på företagens information av redovisningen. Skulle till exempel ett bolags minskade redovisade egna kapital bidra till ett lägre börsvärde skulle korrelationen bli -1. De förväntningar som finns inför företagens offentliggörande av information kan även bidra till att börsvärdet ibland sjunker trots att eget kapital har ökat. Bengtsson poängterar dock att detta fenomen uppenbaras oftare hos företag i IT-branschen än fastighetsbranschen.

3.3.5 Ilia Dichev

Det har även framkommit kritik till införandet av IASB standard i artikeln ”*On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting*” skriven av Ilia D. Dichev (2008). Modellen som baseras på företagens balansräkning blev den standardiserade modellen världen över för lite mer än 30 år sedan med vissa modifieringar över tiden. Dichev kritiserar den balansorienterade modellen utifrån fyra punkter;

- Balansräkningen som modell står i strid med den ekonomiska utvecklingen av hur företag genererar ett värde för investerare, fungerar och hanteras. Förändringarna i fastighetsbolagens tillgångsmassa är inte av intresse då det är transaktionerna som står för mervärdet.
- I takt med att immateriella tillgångar ständigt ökar skulle en modell baserad på inkomsten av detta vara mer användbar än värderingen av eget kapital. Det är företagen själva som står för värderingen vilket ger utrymme för flexibilitet.
- Modellen är en bakomliggande orsak till att resultatet inte är lika användbart till framtidsberäkningar som tidigare. De nuvarande inkomsterna ger mindre och mindre information om framtida vinster vilket i sin tur leder till att resultatet är mer volatilt än tidigare. Då modellen ständigt expanderar skapas en störning för att skapa normala resultat, främst då omvärderingar av tillgångar i eget kapital sker.
- Att tillämpa modellen ger praktiska problem vid redovisningen. Det är kostsamt för företagen och oklarheter i hur modellen skall användas i verkligheten. (Dichev, 2008)

4. Empiri

Empirikapitlet avser att presentera det material som insamlats för analysperioden och som bygger vidare på Bengtssons undersökning. Till en början presenteras urvalet av fastighetsbolag mer noggrant än tidigare och därefter kommer en presentation av kvotutvecklingen av börsvärde/eget kapital och hur samvariationen mellan börsvärde och eget kapital har sett ut över undersökningsperioden.

4.1 Analysintervaller

Nedan presenteras det empiriska material som insamlats från de sju olika fastighetsbolagen. Data har uthämtats i respektive bolags balansräkningar och statistik från Stockholmsbörsen. Materialet i bilaga 2-8 utgör underlag för de statistiska testerna som utförts i avsnitt 4.1 - 4.3.

Företag	Bokslutsperiod	Analysperiod	Övrigt	Bilaga
Castellum	30 jun 2007 - 31 dec 2012	18 jul 2007 - 15 apr 2013		2
Hufvudstaden	30 jun 2007 - 31 dec 2012	20 aug 2007 - 15 apr 2013		3
Kungsleden	30 jun 2007 - 31 dec 2012	15 aug 2007 - 15 apr 2013		4
Wallenstam	30 jun 2007 - 31 dec 2012	8 aug 2007 - 15 apr 2013	2011:Aktiesplit (3:1) 2012:Fondemission	5
Heba	30 jun 2007 - 31 dec 2012	9 aug 2007 - 15 apr 2013	2008: Aktiesplit (3:1)	6
Fast Partner	30 jun 2007 - 31 dec 2012	30 aug 2007 - 15 apr 2013		7
Fabege	30 jun 2007 - 31 dec 2012	15 aug 2007 - 15 apr 2013		8

Tabell 4: Analysintervall fastighetsbolag.

Analysperiodens start bland företagen är mellan 18 juli och 20 augusti 2007 till och med 15 april 2013. Wallenstam genomförde en aktiesplit (3:1) under 2011 och under 2012 genomfördes en fondemission. Heba genomförde en aktiesplit (3:1) under 2008. Övriga bolag har inte genomfört några förändringar i antal aktier.

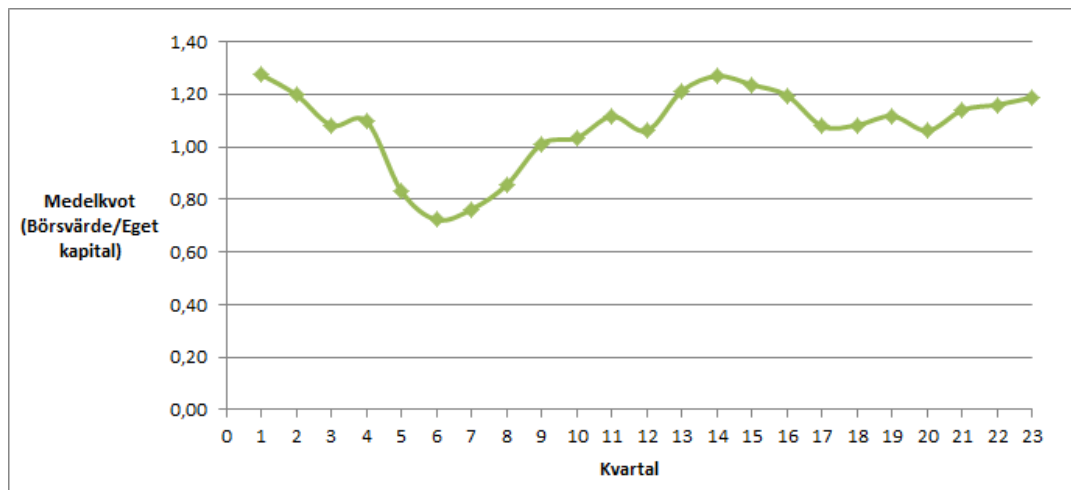
4.2 Kvotutvecklingen (börsvärde/redovisat eget kapital)

I tabellen nedan presenteras utvecklingen av kvoten mellan börsvärde/redovisat eget kapital för varje kvartal och företag. En medelkvot har tagits fram för varje kvartal och för varje företag under hela analysperioden.

Kvartal	Castellum	Hufvudstaden	Kungsleden	Wallenstam	Heba	FastPartner	Fabege	Medelkvot
Q2 2007	1,29	1,52	1,26	0,96	1,47	1,27	1,15	1,27
Q3 2007	1,09	1,3	1,07	0,88	1,27	1,7	1,07	1,20
Q4 2007	1,07	1,3	1,09	0,9	1,27	1,01	0,93	1,08
Q1 2008	1	1,07	0,77	0,78	2,4	0,93	0,73	1,10
Q2 2008	0,95	0,97	0,75	0,64	1,03	0,84	0,63	0,83
Q3 2008	0,84	0,95	0,68	0,49	1,03	0,65	0,42	0,72
Q4 2008	0,84	0,9	0,68	0,55	1,04	0,8	0,53	0,76
Q1 2009	0,9	1	0,77	0,61	1,24	0,92	0,55	0,86
Q2 2009	1,1	1,19	0,94	0,77	1,26	1,18	0,64	1,01
Q3 2009	1,18	1,14	0,93	0,88	1,19	1,19	0,73	1,03
Q4 2009	1,2	1,2	1,04	0,94	1,18	1,48	0,77	1,12
Q1 2010	1,2	1,25	0,92	0,92	1,13	1,27	0,74	1,06
Q2 2010	1,35	1,47	1,09	1,05	1,3	1,31	0,92	1,21
Q3 2010	1,4	1,46	1,15	1,1	1,34	1,33	1,1	1,27
Q4 2010	1,32	1,37	1,13	1,13	1,3	1,41	0,99	1,24
Q1 2011	1,4	1,36	1,03	1,16	1,21	1,25	0,95	1,19
Q2 2011	1,26	1,33	0,88	1,1	1,03	1,15	0,8	1,08
Q3 2011	1,37	1,21	0,88	1,09	1,05	1,21	0,77	1,08
Q4 2011	1,27	1,23	0,84	1,1	1,13	1,43	0,82	1,12
Q1 2012	1,24	1,3	0,67	1,09	1,07	1,33	0,73	1,06
Q2 2012	1,31	1,37	0,75	1,18	1,1	1,35	0,92	1,14
Q3 2012	1,3	1,37	0,7	1,23	1,11	1,41	1	1,16
Q4 2012	1,29	1,3	0,75	1,23	1,12	1,64	0,99	1,19
Medelkvot	1,18	1,24	0,90	0,95	1,23	1,22	0,82	

Tabell 5: Kvotens utveckling över 23 kvartal (Q2 2007- Q4 2012) i de sju fastighetsbolagen.

Vid undersökningens början i Q2 2007 uppgick medelkvoten mellan bolagens börsvärde och redovisat eget kapital till 1,27. Vid utgången av Q4 2012 uppgick denna kvot till 1,19. Under Q2 2009 uppgick kvoten till 1,01 vilket är närmare ett perfekt kvotvärde på en perfekt marknad. Under analysperioden har kvotvärdet minskat med 0,08 eller med ca 7 %.

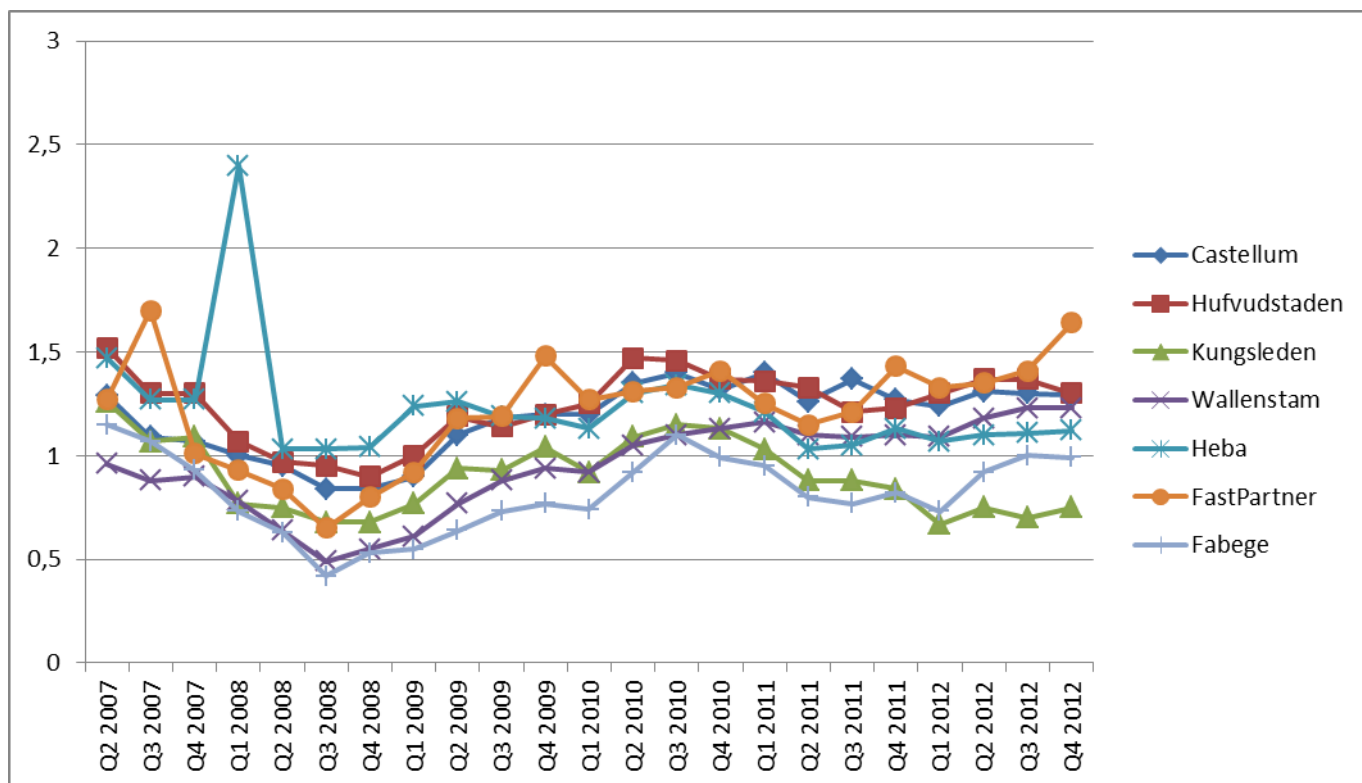


Figur 6: Kvotens utveckling över 23 kvartal (Q2 2007- Q4 2012) i de sju fastighetsbolagen.

Kurvan stabiliseras efter Q1 2009. Nivån är större än 1 då börsvärdet är större än det egna kapitalet.

4.3 Värderrelevans

I diagrammet som följer nedan har samtliga fastighetsbolags kvotvärden sammanställts över undersökningsperioden för att kunna undersöka respektive bolags värderrelevans.



Figur 7: Värderrelevansen för respektive fastighetsbolag under undersökningstiden.

Under analysperioderna är Heba det bolag som uppvisar den största svängningen i värderrelevansen över tiden mellan Q4 2007 till Q2 2008. Som det går att utläsa ur diagrammet uppvisar många av de undersökta bolagen ingen eller en mycket liten variation av kvotvärdena mellan vissa perioder, vilket tyder på en hög värderrelevans.

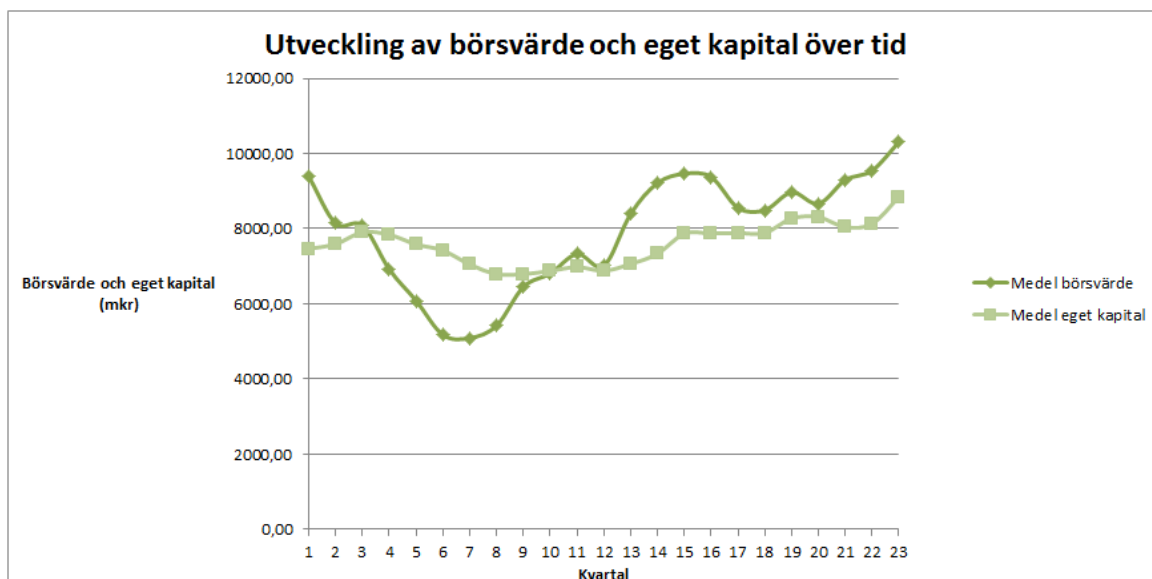
4.4 Samvariation mellan börsvärde och eget kapital över analysperioden

Nedanstående tabell visar hur samvariationen för analysperioden är för respektive fastighetsbolag. I denna undersökning har Wallenstam den högsta samvariationen mellan dess börsvärde och egna kapital med ett värde på 0,95. Den lägsta samvariationen har Fabege på 0,55. Medelvärdet för de undersökta fastighetsbolagens korrelationskoefficient är 0,69 vilket tyder på att det finns en viss grad av samvariation mellan börsvärdet och eget kapital. Inget av de undersökta fastighetsbolagen visar på en negativ samvariation variablerna emellan. Som siffrorna i tabellen antyder finns det ett samband mellan bolagens börsvärde och egna kapital och detta kan även utläsas i Figur 11 där kurvorna för de båda följs åt relativt väl.

Fastighetsbolag	Samvariation
Castellum	0,61
Hufvudstaden	0,64
Kungsleden	0,6
Wallenstam	0,95
Heba	0,64
Fast Partner	0,87
Fabege	0,55
Medel	0,69

Tabell 6: Korrelationskoefficienten för samtliga fastighetsbolag under analysperioden.

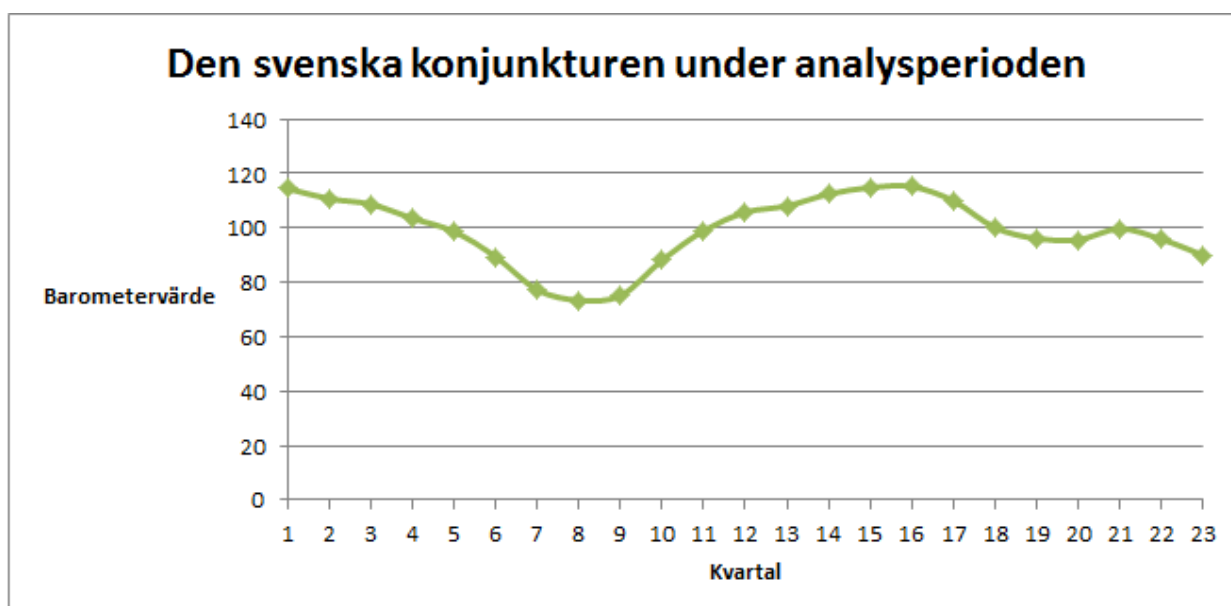
Figuren nedan visar en översiktlig bild av hur samvariationen mellan variablerna börsvärde (den mörkgröna kurvan) och eget kapital (den ljusgröna kurvan) har sett ut och utvecklats över de 23 kvartal som undersökningen avser.



Figur 8: Utvecklingen för börsvärde och eget kapital över tid.

Både börsvärdet och det egna kapitalet är ett framräknat medelvärde av samtliga fastighetsbolags värden för varje kvartal. Som kan utläsas ur diagrammet är börsvärdet högre än det egna kapitalet fram till Q4 2007 och efter Q3 2010. Där emellan är börsvärdet lägre än eget kapital. Efter Q3 2010 följer börsvärdet och eget kapital varandra ganska väl. I figur 8 kan även utläsas att under perioden Q4 2007 fram till Q4 2010 är konjunkturen under en normal nivå.

Svängningarna i konjunkturen illustreras i diagrammet nedan.



Figur 9: Den svenska konjunkturen från Q2 2007 till Q4 2012.

Genomsnittet för indikatorn är 100. Ett lägre värde än 100 indikerar att ekonomin är svagare än normalt och ett värde högre än 100 indikerar på det motsatta. Den senaste högkonjunkturen var under 2007 som efterföljdes av finanskrisen 2008. Mellan 2009 och 2010 utvecklades den svenska konjunkturen stabilt. Under 2011 kom den åter att falla med anledning av den internationella instabilitet som rådde. I april indikerar barometern ett fall på cirka sex enheter under genomsnittet.

4.5 Värdering till verkligt värde externt eller internt

I tabellen nedan går det att utläsa hur de undersökta fastighetsbolagen värderar fastighetsbestånden.

	Intern värdering	Extern värdering
Castellum	Ja	52%
Hufvudstaden	Ja	56%
Kungsleden	Ja	89%
Wallenstam	Ja	0%
Heba	Ja	100%
Fast Partner	Ja	100%
Fabege	Ja	100%

Tabell 7: Intern och extern värdering av fastighetsbeståndet.

I varje fastighetsbolags årsredovisning uppger de hur värderingen av förvaltningsfastigheterna har skett. Alla ovan nämnda bolag värderar fastigheterna enligt IAS 40 och till ett verkligt värde. Under 2012 har respektive företag värderat fastigheterna internt. En extern värdering har genomförts av alla bolag till olika stor del. Undantaget är Wallenstam som inte genomfört någon extern värdering under 2012.

5. Analys

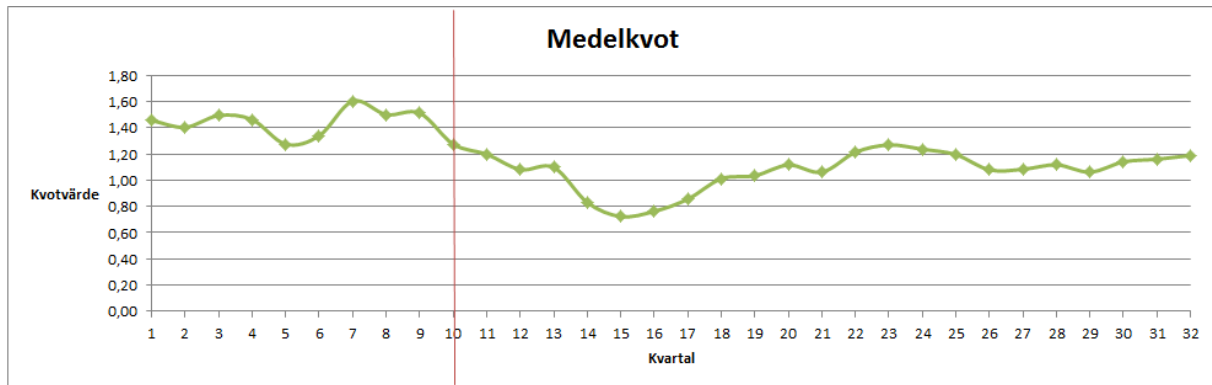
Syftet med detta examensarbete har varit att utföra en repetitiv studie av Bengt Bengtssons doktorsavhandling ”Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40”. Bengtssons studie visade att det finns en starkare samvariation och värder relevans mellan eget kapital och börsvärde efter införandet av IAS 40 fram till 2007. Därför har det varit intressant att undersöka hur värder relevansen och samvariationen mellan variablerna förhållit sig till varandra under Sveriges lågkonjunktur. För att undersöka detta har följande frågeställningar undersökts;

- Har samvariationen och värder relevansen mellan företagets redovisade egna kapital och dess värde på börsen förändrats under tidsperioden juli 2007 fram till april 2013? Kan samma slutsatser som i Bengtssons forskning dras även under en nedgående konjunktur?

Tidigare forskning av bland annat Holthausen och Watt (2001) och Bart mfl (2001) visar att det finns ett samband mellan det egna kapitalet och börsvärdet. Holthausen och Watt (2001) utgick i sin studie från att nya regler kan bidra till en lättare och mer tydlig redogörelse av det ekonomiska läget för ett företag. Bengt Bengtsson (2005) tillämpade denna teori på fastighetsbolag och fann också ett samband. Teorin bekräftas i denna studie då värder relevansen mellan de två variablerna är stark och ligger på en jämnare nivå än i tidigare undersökning. Enligt Barth mfl (2006) är det verkliga värdet det mest användbara då det beror på förvaltningsfastighetens egenskaper den har idag och inte när den förvärvades. Även denna teori stämmer överens med hur värder relevansen stabiliserats under vår undersökningsperiod än i tidigare studier av Bengtsson.

Den omräknade medelkvoten i Bengtssons undersökning uppgick till 2,15 för analysperioderna innan införandet av IAS 40. Vid den sista

analysperioden efter införandet av IAS 40 uppgick medelkvoten till 1,46 för de undersökta bolagen. Där Bengtssons avhandling avslutas och denna undersökning tar vid är medelkvoten 1,27. Vid analysperiodens slut uppgår medelkvoten 1,19 mellan börsvärde och eget kapital.



Figur 10: Medelkvoten från Q1 2005 till Q4 2012. Den röda linjen illustrerar vart denna undersökning tar vid och Bengtssons undersökning avslutas.

I diagrammet ovan går det att utläsa att värder relevansen har ökat i båda undersökningarna sett till undersökningsperioderna, det vill säga att kvoten mellan eget kapital och börsvärdet har minskat.

Värder relevansen i Bengtssons undersökning och vidare i denna undersökning har rört sig närmare 1, vilket innebär att eget kapital och börsvärdet följs åt bättre än innan tillämpandet av nya standarder 2005. Detta kan bero på den anpassade redovisningen i och med införandet av IAS 40. Relationen mellan bolagets redovisade värde och värdet på aktiemarknaden benämns som *direct valuation* där förändringar i fastighetsbolagens egna kapital bör ge en motsvarande förändring på marknaden (Holthausen och Watts, 2001). Detta stämmer överens med resultatet av denna studie. Förändringen i bokfört eget kapital har gett en förändring i respektive bolags börsvärde. Att värder relevansen ökat tyder på att fastighetsbolagen redovisar till ett mer rättvisande värde än tidigare. Detta beror på att förvaltningsfastigheterna utgör den största tillgångsmassan i bolagen (Barth mfl, 2001). Dichevs (2008) kritik mot den balansorienterade modellen får inte stöd i denna studie. I och med att korrelationen rör sig närmre 1 sedan införandet av IAS40 är förändringen av ett fastighetsbolags tillgångsmassa av intresse för investerarna.

Utgångspunkten för denna studie har varit lågkonjunkturen som inleddes 2008, vilken har varit en påverkande beståndsdel för förvaltningsfastigheternas värdering och företagens börsvärde. Krisen orsakade en nedgång på börsen för alla undersökta fastighetsbolag. Anmärkningsvärt är att fastighetsbolagen för första gången sedan införandet av IAS 40 värderade ned fastighetsbestånden under 2008 till och med 2009. En tydlig nedgång av kvotvärdet kan utläsas under 2008-2009 års lågkonjunktur i figur 6. Börsvärdet var lägre än eget kapital under denna period och kvotvärdet var så lågt som 0,72. En bidragande orsak till detta kan vara att företagen undviker att skriva ned det egna kapitalet. I figur 7 går det även att utläsa hur samvariationen mellan börsvärde och eget kapital var sämre under den svenska lågkonjunkturen. För att få en ökad värder relevans och samvariation hade bolagen behövt värdera ned det egna kapitalet mer än vad de gjorde. Detta resultat visar att det har skett förändringar i börsvärdet som inte beror på förändringar i eget kapital. Detta är något som Combes-Thuelin och Escaffre (2004) påpekar i studien ”Financial Reporting Practices in the European Banking Sector: Financial instruments and Fair Value”. En värdeförändring behöver inte bero på enbart det verkliga värdet utan det finns andra faktorer som kan påverka en hel marknad. Enligt Bengtsson (2008) behöver en låg samvariation mellan börsvärde och eget kapital inte bero på att marknaden inte reagerar på företagens information av redovisningen. De förväntningar som finns inför företagens offentliggörande av information kan även bidra till att börsvärdet ibland sjunker trots att eget kapital har ökat, men detta fenomen uppenbaras oftare hos företag i IT-branschen än fastighetsbranschen. (ibid) Denna undersökning avser inte att avgöra om börsvärdet beror på redovisningsinformation eller vice versa. Analysen av värder relevansen under denna period finner att värder relevansen är hög i bra tider och låg i sämre.

Under Q2 2009 var kvoten 1,01 vilket är det kvartal och den kvot som är närmast en medelkvot på 1. I Bengtssons undersökning är kvoten mellan börsvärde och eget kapital som lägst 1,27 efter införandet av IAS 40 för de sju företagen. Detta tyder på att harmoniseringen och standardiseringen av redovisningen har gått åt rätt håll. Det verkliga värdet får stöd i så väl teorin av Marton (1998) som beskriver hur

svenska företag harmoniserar sin redovisning internationellt, Barlev och Haddad (2003) , som påpekar att det verkliga värdet är mer relevant än anskaffningsvärdet, samt i denna undersökning då både kvoten och samvariationen är närmare 1 än tidigare. Att kvoten inte är lika med 1 kan förklaras med Bengtssons teori att det inte endast är förvaltningsfastigheterna som utgör värdet för bolagen. Något som också kan tilläggas om figur 6 är att efter den nedgång som kan utläsas mellan Q1 2008 och Q1 2009, stabiliseras kurvan på en jämnare nivå än tidigare. Denna nivå är hela tiden större än medelkvoten 1, vilket innebär att börsvärdet hela tiden är större än det egna kapitalet, men att detta sker på en jämn nivå.

Huvudsaken med värder relevansen i denna studie är egentligen inte hur nära 1 kvotvärdet ligger, utan hur kvotvärdet håller sig på en stabil nivå över undersökningsperioden. I figur 7 under empirikapitlet har en sammanställning gjorts av kvotvärdena över tid för respektive fastighetsbolag. I figuren går det på ett enkelt sätt att utläsa hur pass värder relevanta bolagen är. De bolag som har en relativt stabil kurva, som till exempel Wallenstam, har också en hög värder relevans. Låg värder relevans har istället till exempel Heba som till en början har stora svängningar i kvotvärdet från period till period, men som i slutet av undersökningsperioden har stabiliserats på en jämnare nivå. Över lag har fastighetsbolagen blivit mer värder relevanta mot slutet av undersökningsperioden i fråga om dess redovisning i förhållande till värdet på börsen.

Precis som i Bengtssons studie går det att konstatera en kvot som rör sig mot 1 efter införandet av IAS 40. Kvoten är avsevärt bättre än innan införandet av IAS 40 och innan principen med verkligt värde började tillämpas. Trots den kritik som finns mot IAS 40 och balansorienterad information (Dichev 2008) visar denna studie att redovisning till verkligt värde av förvaltningsfastigheter är att föredra för en mer rättvisande bild av företagets finansiella ställning. Redovisningen till anskaffningsvärdet gav stora utrymmen för egna tolkningar av resultatet (Brown mfl 1998) vilket har minskat med en kvot som rör sig mot 1. Detta kan i sin tur ha minskat volatiliteten för aktien på marknaden då redovisningen blivit mer värder relevant.

Enligt teorin finns det en stor risk i att fastighetsbolagen internt värderar fastigheterna och endast använder extern värdering till en viss gräns (Nellessen & Zuelch 2012). Denna studie finner dock inget sådant samband. Wallenstam är det bolag som inte använder någon extern värdering för fastigheterna. Trots detta har Wallenstam en medelkvot på 0,95 mellan börsvärdet och eget kapital och en stark samvariation under hela analysperioden. Detta kan givetvis bara vara en tillfällighet eller bero på andra faktorer som denna undersökning inte tar upp.

6. Slutsats

Syftet med detta examensarbete har varit att utföra en repetitiv studie av Bengt Bengtssons doktorsavhandling ”*Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40*”. Det har varit intressant att undersöka hur samvariationen och kvoten börsvärde/redovisat eget kapital har sett ut även efter Bengtsson avslutande sin forskning och huruvida Bengtssons forskning går att applicera under lågkonjunktur. Detta har gjorts med anledning av att den svenska konjunkturen befunnits i en lågkonjunktur större delen av undersökningsperioden 2007-2012. Det finns inga tidigare studier som undersöker värder relevansen mellan eget kapital och aktiemarknaden för svenska fastighetsbolag under denna tidpunkt. Sedan införandet av IAS40 och verkligt värde har det egna kapitalet och värdet på aktierna har en starkare korrelation, än då de värderades till anskaffningsvärdet. (Bengtsson, 2008) Denna forskning kommer att ge en vetenskaplig förklaring till hur samvariationen mellan eget kapital och börsvärde förhåller sig till varandra under 2007-2013.

Tidigare forskning utgår från att nya regler kan bidra till en bättre redogörelse av ett företags ekonomiska ställning (Holthausen och Watt, 2001). Detta stämmer överens med resultatet av den empiriska undersökningen i detta arbete. Den slutsats som går att dra efter avslutad studie är att värder relevansen ytterligare har stabiliserats på en lägre nivå jämfört med Bengtssons undersökning. Efter 2005 och införandet av IAS 40 redovisar fastighetsbolagen förvaltningsfastigheterna till verkligt värde vilket tycks ligga till grund för en mer värder relevant redovisning än redovisning till historiskt anskaffningsvärde. Enligt Barth (2006) är det verkliga värdet mest användbart då det beror på förvaltningsfastighetens egenskaper den har idag och inte när den förvärvades. Även denna teori stämmer överens med hur värder relevansen stabiliserats under vår undersökningsperiod.

Ytterligare en slutsats som denna studie visat genom utvecklingen av kvoten är att värder relevansen är hög i bättre tider men låg i sämre

tider. Detta beror på att fastighetsbolagen inte skrivit ned fastigheterna i den utsträckning som börsvärdet minskat under perioden 2008-2009. För att behålla värder relevansen i framtida lågkonjunkturer behöver fastighetsbolagen skriva ned eget kapital i takt med ett sjunkande börsvärde. Slutsatsen av ovan nämnda är att aktiemarknaden och fastighetsbolagen endast är överens om marknaden och värderingen i bra tider. En faktor till varför det inte har stämt överens i dåliga tider kan enligt Nellessen och Zuelch (2010) vara bristen på marknader för förvaltningsfastigheter och externa värderare. Danbolt och Rees (2008) har genom studier i England visat att det verkliga värdet är mer tillförlitligt för finansiella tillgångar än för förvaltningsfastigheter då det finns för stort utrymme för manipulation av variablerna vid värderingen. Detta är dock inget som utreds i denna studie. Enligt Barlev och Haddad (2003) är det verkliga värdet relevant för redovisningen då det visar värdet på balansdagen för tillgången istället för det historiska anskaffningsvärdet. Det verkliga värdet kan därför ge aktieägarna information eventuella förändringar i värdet på aktierna (ibid) I denna studie följde samvariationen mellan variablerna eget kapital och börsvärde varandra bättre än tidigare med undantag för perioden 2008-2009. Resultatet visar att det verkliga värdet ger en mer rättvisande redovisning vilket i sin tur ökar värder relevansen och samvariationen mellan eget kapital och börsvärde. Värder relevans i ett fastighetsbolag existerar då det finns ett samband mellan det redovisade värdet av bolaget och det värde som aktiemarknaden värderar bolaget till (Barth mfl, 2001). Sedan införandet av IAS 40 är korrelationen starkare mellan värdet på aktierna och det egna kapitalet när verkligt värde tas upp i balansräkningen än då förvaltningsfastigheterna värderas till anskaffningsvärdet.

Värder relevans handlar om hur väl utvecklingen av en variabel, i detta fall eget kapital följer utvecklingen av aktiekursen. Det intressanta är samvariationen mellan dessa två variabler om utgångspunkten är värder relevans. Förändringar i kvoten över tid är en direkt koppling till samvariationen och samvariationen. Slutsatsen i detta examensarbete är att om kvoten är hög i en högkonjunktur och låg i en lågkonjunktur kan det ses som ett uttryck för låg värder relevans. Under 2008 och 2009 går det att utläsa överreaktioner i båda riktningarna på

marknaden. Under den nämnda perioden sjunker samvariationstalet anmärkningsvärt.

7. Studiens bidrag till forskning

Syftet med detta examensarbete är att utföra en repetitiv studie av Bengtssons doktorsavhandling (2008) för att undersöka hur värder relevansen och samvariationen mellan variablerna eget kapital och börsvärde utvecklats från Q2 2007 – Q4 2012. Från 2008 har den svenska konjunkturen befunnits i en lågkonjunktur större delen av undersökningsperioden.

Det empiriska materialet utgörs av kvantitativ data från de undersökta fastighetsbolagens kvartalsrapporter och Stockholmsbörsen. Studien bygger därför inte på subjektiva uppfattningar från författarna eller företagen. De kvantitativa data utgör värdefull information om förhållandet mellan eget kapital och börsvärde.

Tidigare svenska studier undersöker korrelationen mellan eget kapital och aktievärdet. Marton (1998) undersökte tre redovisningsprinciper och fann att svenska företag anpassat sin redovisnings efter internationella standarder och olika redovisningssätt påverkar aktiemarknadens reaktion. Runsten (1998) undersökte skillnaden mellan svenska börsbolags bokförda värde och det verkliga värdet av tillgångarna. Skillnaden sattes sedan i relation till det egna kapitalet där ett svagt samband upptäcktes. Det kan finnas ett starkt samband mellan det egna kapitalet och marknadsvärdet vilket bör generera samma förändring i båda värdena. (ibid) Den studie som utförts i detta arbete finner en starkare kvot mellan redovisat eget kapital och börsvärde under en nedåtgående konjunktur.

Ovan nämnda studier undersöker inte värder relevansen mellan eget kapital och aktiemarknaden i redovisningen för svenska fastighetsbolag under lågkonjunktur. Endast Bengt Bengtsson undersöker detta i samband under högkonjunkturen 2005-2007. Bidraget till forskningen är således att Bengtssons avhandling blir förlängd och undersöker värder relevans och samvariation under

lågkonjunktur med samma statistiska metod och urval som Bengtsson. Studien avser en längre tidsperiod där det går att konstatera en förbättrad kvot och en starkare samvariation än tidigare. Det har även skett förändringar i börsvärdet som inte beror på förändringar i eget kapital då denna studie finner att värder relevansen är hög i bra tider och låg i sämre.

Undersökningen är ett positivt bidrag till samhällsvetenskapliga forskningen då den undersökt, analyserat och förklarat hur redovisningen till verkligt värde blivit mer värder relevant än i tidigare undersökta perioder. Examensarbetets har gett en klarare helhetsbild över sambandet mellan eget kapital och börsvärde under ett större tidsspann med varierande konjunktur där denna studies bidrag är under lågkonjunktur. Resultatet av denna studie visar även att tidigare forskning och dess statistiska metoder kan appliceras på forskning i lågkonjunktur i framtiden.

8. Förslag till vidare forskning

Många intressanta infallsvinklar har dykt upp under studiens period vilka presenteras nedan som förslag till vidare forskning inom området.

- *Spelar valet av extern eller intern värdering av tillgångar i ett fastighetsbolag någon roll för värder relevansen mellan eget kapital och börsvärde?* Detta är intressant att undersöka då redovisningsinformationen ska vara korrelerad med faktorer som kan påverka aktiens värde (Holhausen och Watt, 2001). I ett förvaltningsfastighetsbolag utgör förvaltningsfastigheterna den största tillgångsmassan och värderingen av dessa till verkligt värde kommer således att ge en motsvarande effekt på aktiens värde. Enligt Nellessen och Zuelch (2010) kan valet av värderare spela roll. Det kan finnas för stort utrymme för manipulation av variablerna vid värderingen (Danbolt och Rees, 2008).
- *Kan samma slutsatser som i Bengtssons avhandling och denna undersökning kring värder relevansen och samvariationen dras under en längre tidsperiod?* Denna undersökning avslutades i april 2013 och har då jämfört två cykler i konjunkturen, en högkonjunktur och en lågkonjunktur. För ett mer tillförlitligt resultat är det intressant att längre fram i tiden göra en repetitiv studie under flera cykler.
- *Kan en liknande undersökning av korrelationen mellan eget kapital och aktievärde användas för studier av ett annat EU-land? Detta under förutsättning att IAS40-standarden tillämpas.* Att uppnå en internationellt reglerad harmonisering i en affärsvärld med politiska, ekonomiska, legala och kulturella skillnader mellan länder är svårt. EU:s strategi för ökad jämförbarhet mellan medlemsländernas redovisning är införande av IAS-standarder. (Cañibano och Mora,2000)

9. Källförteckning

Tryckta källor

Ahmed, S and Takeda, C. 1995. Stock market valuation of gains and losses on commercial banks investment securities: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 20, No 2, 207-225.

Artsberg, K. 2005. *Redovisningsteori, -policy och -praxis*. Liber AB.

Barth, M. 2006. Including Estimates of the Future in Today's Financial Statements. *Accounting Horizons*. Vol 20, No. 3, 271-285.

Bart, M. Beaver, W. Landsman, W. 2001. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 31, No 1-3, 77-104

Barlev, B and Haddad J R. 2003. Fair value accounting and the management of the firm. *Critical Perspectives on Accounting*. Vol 14, No 4, 383-415.

Barlev, B and Haddad J R. 2007. Harmonization, Comparability, and Fair Value Accounting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. Vol 22, No 3, 493-509.

Basis for conclusion on IAS 40. 2008. *A Guide Through International Financial Reporting Standards IFRS*. International Accounting Standards Committee Foundation.

Bell, J. 2000. *Introduktion till forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Bengtsson, B. 2008. *Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40*. Diss. Åbo University Press.

Bretten, J and Wyatt, P. 2001. Variance in commercial property valuations for lending purposes: an empirical study. *Journal of Property Investment & Finance*. No 19, 267-282.

Brown, K. Tinic, S. Harlow, V. 1988. Risk Aversion, Uncertain Information and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, No 22, 355-385.

Brunsson, N and Jacobsson, B. 2000. *A World of Standards*. Oxford: Oxford University Press.

Bryman A. 1997. *Kvantitet och kvalitet i samhällsvetenskaplig forskning*. Studentlitteratur AB.

Camerer, C. 1989. Bubbles and Fads in Asset Prices. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 3, No 1, 3-41.

Campbell, J. Lettau, M. Malkiel, B. Xu, Y. 2001. Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. *The Journal of Finance*. Vol 56, No 1, 1-42.

Cañibano, L and Mora, A. 2000. Evaluating the statistical significance of de facto accounting harmonization: a study of European global players. *European Accounting Review*. Vol.9, Nr 3, 349 – 369.

Combes-Thuelin, E and Escaffre, L. 2004. Financial Reporting Practices in the European Banking Sector: Financial instruments and Fair Value. *European Accounting Association 27th Annual Congress, University of Economics*. 1-3 april 2004

Danbolt, J and Rees, W. 2008. An experiment in fair value accounting: UK investment vehicles. *European Accounting Review*. Vol 17, No 2, 271-303.

De Bondt, W.F.M and Thaler, R. H. 1985. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*. Vol 40, No 3, 793-807.

De Long, J. Shleifer, A. Summers, L H. Waldmann, R. J. 1990. Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*. Vol 98, No 4, 703-738.

Dichev, I. 2008. On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting. *Accounting Horizons*. Vol. 22, No. 4, 453-470.

Fama, F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Vol. 25, No. 2, 383-417.

Francis, J and Schipper, K. 1999. Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*. Vol. 37, No. 2, 319-352.

Holme I och Solvang B. K. 1997. *Forskningsmetodik*. Studentlitteratur AB.

Holthausen, RW and Watts, RL. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 31, No 1-3, 3–75.

Hull, J C. 2003. *Options, Futures and Other Derivatives*. New Jersey: Pearson Education.

International Accounting Standards. 2011. *FAR Akademi*. 630 – 645.

Jaffee, D. 2004. Den svenska fastighetskrisen. SNS Förlag, Stockholm.

Khaurana, K and Kim, M-S. 2003. Relative value relevance of historical cost vs. Fair value: evidence from bank holding companies” *Journal of Accounting and Public Policy*, No 22: 19-42.

Lee, B-S. 1998. Permanent, temporary, and non-fundamental components of stock prices. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. Vol. 33, No 1, 1-32.

Marton, J. 1998. *Accounting and Stock Markets. A Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts*. Diss. Göteborgs Universitet, Företagsekonomiska institutionen.

Nellessen, T and Zuelch, H. 2010. The reliability of investment property fair values under IFRS. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 29, No 1, 59-73.

Nobes, C. 1998. Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. *Abacus*. Nr 2, 162-187.

Patel, R och Davidson, B. 2011. *Forskningsmetodikens grunder*. Studentlitteratur AB.

Reinganum, M. R. 1985. The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 30, No. 1, 46-60.

Runsten, M. 1998. *The association between accounting information and stock prices: model development and empirical tests based on Swedish data*. Diss. Stockholm: Economic Research Institute, Stockholm School of Economics.

Saunders, M. Lewis, P. Thornhill, A. 2009. *Research Methods for Business Students*. Harlow: Financial Times/Prentice Hall.

Shleifer, A. 2003. *Inefficient Markets*. Oxford University Press Inc, New York.

SFS 1995:1554. Årsredovisningslag. Stockholm. Justitiedepartementet.

Sörling, S. 2002. *Konstruktion av ekonomistyrning*. Diss. Kungliga Tekniska Högskolan.

Torsell, J och Nilsson, P. 2000. *Boken om teknisk analys - Teori, grunder och tillämpning*. Börsinsikt AB.

Van der Tas, L. 1988. Measuring harmonization of financial reporting practice. *Accounting and Business Research*. Vol 18, Nr 70, 157 - 169.

Van Hulle, K. 1993. Harmonization of accounting standards in the EC – Is it the beginning or is it the end? *European Accounting Review*. Vol 2, No 2, 387-396.

Internet

Redovisa förvaltningsfastigheter. 2009. *Årsredovisning*. <http://www.arsredovisning.biz/forvaltningsfastigheter.htm> (Hämtad: 2013-02-22, 18:14)

Hoogervorst, H. 2013. Financial reporting for the world's interconnected financial markets and Difference Between IAS and IFRS. *IFRS*. <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/financial-reporting.aspx> (Hämtad: 2013-02-25, 09:21)

Konjunkturinstitutet. 2013. *Ekonomifakta*. <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Konjunkturen---Barometerindikatorn/?from3925=2005&to3925=2013> (Hämtad: 2013-02-26, 13:42)

Nyberg, L. 2008. Nyberg: Konjunkturen och fastighetsmarknaden. *Sveriges Riksbank*. <http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Press-och-debatt/Pressmeddelanden/2008/Nyberg-Konjunkturen-och-fastighetsmarknaden/> (Hämtad: 2013-05-13, 19:31)

IAS 40. 2005. *International Accounting Standards Committee*. <http://www.iasplus.com/en/standards/ias40> (Hämtad: 2013-02-22, 10:28)

Lundström, S och Gustafsson, C. 2006. Valuation variation – Result from a repeated experiment. *Pacific Rim Real Estate Society (PRRES) Conference*, Auckland, New Zealand, 22-25 January 2006. (Hämtad 2013-04-19, 16:37).

Persson, E och Nordlund, B. 2003. Vad händer vid osäkerhet i värdebedömningar och cykliska förlopp i ekonomin? *Balans*. <http://www.brec.se/Artiklar/04pdfsid29-32.pdf> (Hämtad 2013-02-19, 10:08).

Verkligt värde får egen IFRS-standard. 2010. *PwC*. <http://www.pwc.se/sv/bank-kapital/publikationer/verkligt-varde-far-en-egen-ifrs-standard.jhtml> (hämtad 2013-03-07, 11:56).

Vanliga frågor. 2013. *Rotary*. http://www.rotary.org/sv/aboutus/financials/faq/pages/faq_invest.aspx (hämtad: 2013-03-05, 07:29).

Årsredovisningar Q2 2007 - Q4 2012

Castellum
Hufvudstaden
Kungsleden
Wallenstam
Heba
Fast Partner
Fabege

Bilagor

Bilaga 1: Jämförelse beräkningar Bengtsson/denna undersökning

Bengtssons resultat

Bokslutsperiod	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på rapportdagen
20060331	20060419-20060717	281,50	11542	8749	310,00	304,50
20060630	20060718-20061017	310,00	12710	9178	66,25	69,25
20060930	20061018-20070123	367,50	15068	9346	85,00	85,50

Resultatet i denna undersökning

Bokslutsperiod	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på rapportdagen
20060331	20060419-20060717	85,07	11 898	8749	310,00	304,50
20060630	20060718-20061017	78,7	12 907	9178	66,25	69,25
20060930	20061018-20070123	91,38	14 986	9346	85,00	85,50

Bilaga 2: Empirisk data för Castellum

Castellum						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070718-20071016	81,94	13438,16	10 391	84,25	84,75
2007-09-30	20071017-20080123	70,28	11525,92	10 565	82,25	83,25
2007-12-31	20080124-20080415	72,85	11947,40	11 204	63,75	63,75
2008-03-31	20080416-20080715	65,29	10707,56	10 721	70,75	68,50
2008-06-30	20080716-20081015	62,13	10189,32	10 761	57,75	57,00
2008-09-30	20081016-20090120	53,87	8834,68	10 540	54,00	57,50
2008-12-31	20090121-20090414	51,76	8488,64	10 049	53,75	55,50
2009-03-31	20090415-20090713	51,73	8483,72	9 335	56,75	53,50
2009-06-30	20090714-20091014	62,71	10284,44	9 399	49,40	49,30
2009-09-30	20091015-20100119	68,67	11261,88	9 549	66,50	67,50
2009-12-31	20100120-20100419	70,81	11612,84	9 692	70,25	68,00
2010-03-31	20100420-20100712	67,91	11137,24	9 291	68,75	69,75
2010-06-30	20100713-20101018	79,76	13080,64	9 721	73,05	74,00
2010-09-30	20101019-20110124	86,94	14258,16	10 156	90,25	88,65
2010-12-31	20110125-20110323	89,42	14664,88	11 082	87,50	91,55
2011-03-31	20110324-20110711	93,19	15283,16	10 886	93,50	93,70
2011-06-30	20110712-20111017	86,63	14207,32	11 249	93,40	92,55
2011-09-30	20111018-20120124	85,02	13943,28	10 156	90,05	90,00
2011-12-31	20120125-20120416	86,85	14243,40	11 203	89,25	88,45
2012-03-31	20120417-20120711	82,97	13607,08	10 958	83,60	86,50
2012-06-30	20120712-20121015	89,72	14714,08	11 176	86,25	85,95
2012-09-30	20121016-20130121	89,66	14704,24	11 304	88,55	88,60
2012-12-31	20130122-20130415	94,97	15575,08	12 065	92,50	91,00

164 000 000 aktier

Bilaga 3: Empirisk data för Hufvudstaden

Hufvudstaden						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070820-20071031	76,11	16079,91	10 557,10	70,25	71,00
2007-09-30	20071101-20080213	65,53	13844,65	10 672,80	75,00	74,00
2007-12-31	20080214-20080506	63,24	13360,84	11 808,70	65,75	65,25
2008-03-31	20080507-20080818	58,68	12397,44	11 559,70	62,75	63,00
2008-06-30	20080819-20081110	52,29	11047,41	11 373,50	57,50	56,75
2008-09-30	20081111-20090211	49,86	10534,02	11 034,70	51,50	50,50
2008-12-31	20090212-20090505	46,62	9849,50	10 949,70	51,50	51,00
2009-03-31	20090506-20090825	48,59	10265,71	10 256,50	47,70	48,00
2009-06-30	20090826-20091104	56,67	11972,78	10 069,00	54,25	55,00
2009-09-30	20091105-20100211	55,23	11668,55	10 220,80	56,50	56,25
2009-12-31	20100212-20100502	58,38	12334,06	10 225,90	53,75	54,75
2010-03-31	20100503-20100824	58,50	12359,41	9 918,80	55,50	56,00
2010-06-30	20100825-20101109	70,81	14960,17	10 183,70	61,00	61,50
2010-09-30	20101110-20110209	73,49	15526,38	10 610,70	75,40	74,20
2010-12-31	20110210-20110503	74,69	15779,91	11 526,00	72,25	72,35
2011-03-31	20110504-20110823	72,58	15334,12	11 309,00	77,65	74,75
2011-06-30	20110824-20111102	69,15	14609,46	10 968,00	67,30	68,45
2011-09-30	20111103-20110208	68,94	14565,09	12 061,30	69,00	69,00
2011-12-31	20110209-20120509	72,76	15372,15	12 486,90	74,80	74,60
2012-03-31	20120510-20120822	75,86	16027,09	12 322,10	70,95	72,65
2012-06-30	20120823-20121118	82,13	17351,77	12 635,20	79,35	78,80
2012-09-30	20121119-20130213	82,61	17453,18	12 774,60	81,25	82,10
2012-12-31	20130214-20130415	85,66	18097,56	13 920,90	85,45	84,90

211 272 000 aktier

Bilaga 4: Empirisk data för Kungsleden

Kungsleden						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070815-20071023	83,64	11417,03	9 059,90	82,50	79,00
2007-09-30	20071024-20080218	73,76	10068,39	9 372,30	88,75	87,50
2007-12-31	20080219-20080422	72,41	9884,11	9 040,10	71,50	70,50
2008-03-31	20080423-20080818	51,40	7016,21	9 111,90	62,00	62,50
2008-06-30	20080819-20081021	45,39	6195,83	8 220,20	49,50	47,50
2008-09-30	20081022-20090218	41,35	5644,36	8 298,60	40,40	37,50
2008-12-31	20090219-20090423	35,11	4792,59	7 064,80	43,20	38,90
2009-03-31	20090424-20090818	39,88	5443,70	7 002,40	41,90	42,20
2009-06-30	20090819-20091021	49,00	6688,60	7 092,60	46,00	44,70
2009-09-30	20091022-20100217	48,86	6669,49	7 142,50	51,50	51,25
2009-12-31	20100218-20100422	54,02	7373,84	7 079,20	49,00	52,00
2010-03-31	20100423-20100817	47,83	6528,89	7 102,40	53,75	53,00
2010-06-30	20100818-20101020	53,11	7249,62	6 656,60	54,00	51,75
2010-09-30	20101021-20110216	57,53	7852,96	6 818,40	57,00	54,50
2010-12-31	20110217-20110427	61,06	8334,82	7 356,80	61,00	60,75
2011-03-31	20110428-20110817	58,73	8016,77	7 765,40	63,50	65,00
2011-06-30	20110818-20111025	48,84	6666,76	7 603,70	51,25	48,40
2011-09-30	20111026-20120215	47,81	6526,16	7 426,30	47,00	47,90
2011-12-31	20120216-20120425	47,51	6485,21	7 719,00	53,50	53,50
2012-03-31	20120426-20120815	38,21	5215,74	7 828,30	41,70	40,50
2012-06-30	20120816-20121024	37,37	5101,08	6 799,80	38,70	36,30
2012-09-30	20121025-20130214	34,86	4758,46	6 774,10	40,00	31,00
2012-12-31	20130215-20130415	42,52	5804,07	7 726,40	41,00	40,80

136 502 064 aktier

Bilaga 5: Empirisk data för Wallenstam

Wallenstam						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070808-20071106	44,60	7626,60	7 968	141,00	142,75
2007-09-30	20071107-20080218	37,97	6492,87	8 000	120,50	122,25
2007-12-31	20080219-20080506	39,84	6812,64	8 257	120,00	126,00
2008-03-31	20080507-20080805	36,23	6195,33	8 243	117,75	121,00
2008-06-30	20080806-20081104	29,75	5087,25	8 239	103,50	111,50
2008-09-30	20081105-20090216	22,17	3791,07	7 951	69,75	74,50
2008-12-31	20090217-20090505	24,88	4254,48	8 028	74,50	72,75
2009-03-31	20090506-20090804	27,75	4745,25	8 055	88,25	90,00
2009-06-30	20090805-20091103	34,89	5966,19	8 046	88,75	90,75
2009-09-30	20091104-20100222	40,40	6908,40	8 118	112,50	114,00
2009-12-31	20100223-20100427	45,06	7705,26	8 454	125,00	126,00
2010-03-31	20100428-20100810	44,16	7551,36	8 528	125,75	125,50
2010-06-30	20100811-20101109	53,85	9208,35	9 037	142,75	140,00
2010-09-30	20101110-20110222	56,92	9733,32	9 178	166,50	168,00
2010-12-31	20110223-20110426	62,52	10690,92	9 783	174,00	169,50
2011-03-31	20110427-20110809	65,56	11210,76	9 911	198,50	198,50
2011-06-30	20110810-20111108	62,65	10713,15	9 814	51,75	51,75
2011-09-30	20111109-20120221	62,83	10743,93	9 883	63,00	61,50
2011-12-31	20120222-20120424	65,76	11244,96	10 295	68,05	67,05
2012-03-31	20120425-20120807	67,04	11463,84	10 548	62,55	64,55
2012-06-30	20120808-20121106	72,76	12441,96	10 561	73,40	74,50
2012-09-30	20121107-20120219	77,28	13214,88	10 779	72,40	74,50
2012-12-31	20130220-20130415	84,75	14492,25	11 893	83,75	87,25

171 000 000 aktier

Bilaga 6: Empirisk data för Heba

Heba						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070809-20071107	64,44	2660,08	1 811,90	204,00	204,00
2007-09-30	20071108-20080220	56,40	2328,19	1 827,10	188,00	180,00
2007-12-31	20080221-20080505	59,00	2435,52	1 923,60	167,00	181,00
2008-03-31	20080506-20080806	54,89	2265,86	1 934,10	183,50	173,00
2008-06-30	20080807-20081105	47,39	1956,26	1 899,10	47,00	48,00
2008-09-30	20081106-20090218	47,50	1960,80	1 911,80	50,00	50,00
2008-12-31	20090219-20090505	46,72	1928,60	1 856,40	46,50	47,00
2009-03-31	20090506-20090805	56,07	2314,57	1 867,80	51,00	52,50
2009-06-30	20090806-20091108	57,18	2360,39	1 869,70	54,00	56,75
2009-09-30	20091109-20090221	54,68	2257,19	1 891,20	57,00	57,00
2009-12-31	20100222-20100504	56,09	2315,40	1 967,50	53,00	54,00
2010-03-31	20100505-20100804	54,50	2249,76	1 992,50	58,00	56,75
2010-06-30	20100805-20101107	61,15	2524,27	2 009,30	55,75	56,00
2010-09-30	20101108-20110220	67,30	2778,14	2 067,40	66,75	68,75
2010-12-31	20110221-20110504	68,26	2817,77	2 165,90	69,75	69,00
2011-03-31	20110505-20110803	64,32	2655,13	2 192,90	67,75	67,50
2011-06-30	20110804-20111106	56,76	2343,05	2 273,10	57,00	56,00
2011-09-30	20111107-20120222	59,38	2451,21	2 327,70	57,25	57,50
2011-12-31	20120223-20120502	63,98	2641,09	2 331,50	65,00	64,75
2012-03-31	20120503-20120801	61,58	2542,02	2 365,70	64,00	64,00
2012-06-30	20120802-20121107	63,28	2612,20	2 380,00	61,25	60,25
2012-09-30	20121108-20130220	64,93	2680,31	2 415,40	64,25	64,50
2012-12-31	20130221-20130507	71,17	2937,90	2 617,10	67,00	67,00

41 280 000 aktier

Bilaga 7: Empirisk data för Fast Partner

Fast Partner						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070830-20071016	36,13	1940,59	1 531,90	39,00	40,00
2007-09-30	20071017-20080224	33,61	1805,23	1 688,40	35,00	37,00
2007-12-31	20080225-20080421	32,08	1723,06	1 704,60	31,80	33,00
2008-03-31	20080422-20080827	29,89	1605,43	1 718,30	32,00	31,00
2008-06-30	20080828-20081022	25,38	1363,19	1 623,60	29,50	29,50
2008-09-30	20081023-20090224	19,24	1033,40	1 578,30	19,90	20,50
2008-12-31	20090225-20090421	22,90	1229,99	1 537,90	21,80	22,10
2009-03-31	20090422-20090826	26,93	1446,44	1 575,50	27,40	28,80
2009-06-30	20090827-20091021	30,73	1650,55	1 400,30	30,80	30,00
2009-09-30	20091022-20100224	32,73	1757,97	1 482,70	30,10	30,90
2009-12-31	20100225-20100428	40,85	2194,10	1 483,70	36,60	36,70
2010-03-31	20100429-20100823	36,50	1960,46	1 542,60	39,30	40,00
2010-06-30	20100824-20101020	43,00	2309,58	1 758,90	37,90	37,80
2010-09-30	20101021-20110224	46,05	2473,40	1 856,50	48,90	47,90
2010-12-31	20110225-20110427	49,64	2666,22	1 890,50	48,60	46,70
2011-03-31	20110428-20110822	44,54	2392,30	1 920,80	50,25	50,00
2011-06-30	20110823-20111026	40,00	2148,45	1 862,80	41,00	41,00
2011-09-30	20111027-20120222	42,43	2278,97	1 890,50	40,40	40,70
2011-12-31	20120223-20120425	53,24	2859,58	1 998,40	54,00	52,25
2012-03-31	20120426-20120822	54,00	2900,41	2 185,60	53,50	54,50
2012-06-30	20120823-20121024	54,71	2938,54	2 178,80	55,00	55,00
2012-09-30	20121025-20130220	57,28	3076,58	2 186,70	53,75	53,50
2012-12-31	20130221-20130415	70,38	3780,20	2 307,70	73,25	71,00

53 211 712 aktier

Bilaga 8: Empirisk data för Fabege

Fabege						
Bokslutsdag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde (mkr)	Redovisat eget kapital (mkr)	Slutkurs dagen före rapportdag	Slutkurs på rapportdagen
2007-06-30	20070815-20071029	75,86	12546,60	10 946	71,25	71,00
2007-09-30	20071030-20080204	66,10	10932,38	11 027	73,75	73,00
2007-12-31	20080205-20080505	63,26	10462,67	11 415	64,50	61,25
2008-03-31	20080506-20080709	50,52	8355,58	11 597	60,50	58,75
2008-06-30	20080710-20081103	40,92	6767,82	10 976	41,70	41,40
2008-09-30	20081104-20090204	26,93	4454,00	10 646	32,20	32,30
2008-12-31	20090205-20090427	30,86	5103,98	9 873	29,10	29,60
2009-03-31	20090428-20090709	31,85	5267,72	9 463	37,80	37,80
2009-06-30	20090710-20091026	37,84	6258,42	9 675	28,00	28,20
2009-09-30	20091027-20100201	43,19	7143,26	9 746	44,00	42,50
2009-12-31	20100202-20100426	46,90	7756,86	9 969	45,30	44,60
2010-03-31	20100427-20100707	44,32	7330,15	9 800	45,30	45,00
2010-06-30	20100708-20101025	57,19	9458,74	10 080	47,83	49,24
2010-09-30	20101026-20110201	71,91	11893,31	10 670	67,50	72,15
2010-12-31	20110202-20110502	68,28	11292,94	11 276	71,50	68,50
2011-03-31	20110503-20110706	64,93	10738,87	11 165	70,00	67,55
2011-06-30	20110707-20111025	55,69	9210,66	11 443	64,45	65,55
2011-09-30	20111026-20120201	54,14	8954,30	11 482	57,30	55,85
2011-12-31	20120202-20120425	60,01	9925,15	11 890	61,15	62,60
2012-03-31	20120426-20120705	53,89	8912,95	11 964	55,80	55,15
2012-06-30	20120706-20121015	60,01	9925,15	10 577	55,95	56,00
2012-09-30	20121016-20130203	66,17	10943,96	10 695	64,45	64,70
2012-12-31	20130204-20130415	69,50	11494,71	11 404	69,50	68,75

165 391 572 aktier