



Bengt Bengtsson

Redovisningens värder relevans

i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av
IAS 40

2008



Bengt Bengtsson

Född 1945 i Karlstad

Filosofie kandidatexamen 1974, ekonomie magisterexamen 1994, ekonomie licentiatexamen 2005

Arbetat i näringslivet som bl.a. företagsledare och revisor

Sedan 1997 anställd vid Karlstads Universitet som lärare i externredovisning

Åbo Akademis förlag

Biskopsgatan 13, FI-20500 ÅBO, Finland

Tel. int. +358-2-215 3292

Fax int. +358-2-215 4490

E-post: forlaget@abo.fi

<http://www.abo.fi/stiftelsen/forlag>

Distrubution: Oy Tibo-Trading Ab

Pb 33, FI-21601 PARGAS, Finland

Tel. int. +358-2-454 9200

Fax int. +358-2-454 9220

E-post: tibo@tibo.net

<http://www.tibo.net>

REDOVISNINGENS VÄRDERELEVANS I SVENSKA
FASTIGHETSBOLAG FÖRE OCH EFTER INFÖRANDET AV
IAS 40

Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40

Bengt Bengtsson

ÅBO 2008

ÅBO AKADEMIS FÖRLAG – ÅBO AKADEMI UNIVERSITY PRESS

CIP Cataloguing in Publication

Bengtsson, Bengt

Redovisningens värder relevans i svenska
fastighetsbolag före och efter införandet
av IAS 40 / Bengt Bengtsson. – Åbo :
Åbo Akademis förlag, 2008.

Diss.: Åbo Akademi. – Summary.

ISBN 978-951-765-437-1

ISBN 978-951-765-437-1

ISBN 978-951-765-438-8 (digital)

UNIPRINT

Åbo 2008

INNEHÅLL	SID.
SAMMANFATTNING	1
1. Inledning	3
1.1. Bakgrund	4
1.2. Problemdiskussion	8
1.3. Forskningsfrågor, syften och avgränsningar	14
2. Teori och praktik	17
2.1. Några ontologiska och epistemologiska föreställningar med fokus på företagets ekonomiska redovisning	17
2.2.. Forskningsdesign	24
3. Studiens referensram	37
3.1. Samhällsteorier som utgångspunkt för redovisningsteori	38
3.2. Redovisning i ett utvecklingsperspektiv	42
3.3. Teorier om redovisning och aktiemarknad	45
3.3.1. Externredovisningens uppgift	46
3.3.2. Aktiemarknadens aktörer	48
3.3.3. Effekter av aktieägarstyrning och den s.k. pilotskolan	49
3.3.4. Volatilitet och aktiemarknadens effektivitet	50
3.3.5. Aktiemarknadens förväntningar ställs mot företagens rapportering	54
3.3.6. Företagets värde från skilda perspektiv – företaget och aktiemarknaden	55
3.4. Från anskaffningsutgift till verkligt värde – en historisk återblick	58
3.5. Redovisning av förvaltningsfastigheters verkliga värde	65

3.5.1. Definition av verkligt värde enligt IAS 40	65
3.5.2. EU s syn på verkligt värde i allmänhet	67
3.5.3. Förutsättningar för redovisning av verkligt värde för förvaltningsfastigheter i Sverige	69
 4. Tidigare forskning med fokus på redovisningens värder relevans	 71
4.1. Övergripande genomgång	71
4.2. Några svenska värder relevansstudier	79
4.2.1. Forsgårdh och Hertzens studie av aktiemarknadens reaktion på redovisningsinformation – bedömning av värder relevans genom ”ögonblicksstudier”	79
4.2.2. Runstens studier av redovisat resultat och kursutveckling – bedömning av värder relevans genom korrelationsstudier	82
4.2.3. Några andra svenska värder relevansstudier av senare datum	89
 5. Empiri med analyser och slutsatser	 91
5.1. Studiens inferensproblematik	94
5.2. Företagens analysintervaller	98
5.3. De nya reglernas omedelbara effekt på kvoten börsvärde/redovisat eget kapital	101
5.4. Kvotutvecklingen (börskurs/redovisat eget kapital) över hela analysperioden	107
5.5. Variationer i kursrörlighet före och efter den 1 januari år 2005	113
5.6. Variationer i redovisat eget kapital före och efter den 1 januari år 2005	132
5.7. Samvariation mellan redovisat eget kapital och börsvärde före och efter den 1 januari år 2005	139
5.8. Variationer i kvoten börsvärde/redovisat eget kapital före och efter den 1 januari år 2005	151

5.9. Sammanfattande slutsatser	154
6. Några avslutande reflektioner	159
6.1. Studien i ljuset av tidigare forskning	159
6.2. Metodfrågor, validitetsproblem, generaliserbarhet och trovärdighet	163
6.2.1. Kursrörelser på rapportdagarna	163
6.2.2. Samvariationen mellan redovisat eget kapital och börskurs	168
6.2.3. Generaliserbarhet och trovärdighet	170
6.3. Betydelsen av kvartalsrapporter i förhållande till annan information	173
6.4. Relationen mellan "normala" vinster och realiserade/orealiserade värddeförändringar	179
6.5. Studiens bidrag	186
English summary	223

Bilagor

Bilaga 01: Grunddata Castellum	197
Bilaga 02: Grunddata Hufvudstaden	198
Bilaga 03: Grunddata Kungsleden	199
Bilaga 04: Grunddata Wallenstam	200
Bilaga 05: Grunddata Capona	201
Bilaga 06: Grunddata Heba	202
Bilaga 07: Grunddata Fast Partner	203
Bilaga 08: Grunddata Fabege	204
Bilaga 09: Kvotutvecklingen i Castellum och Hufvudstaden	205
Bilaga 10: Kvotutvecklingen i Kungsleden och Wallenstam	206
Bilaga 11: Kvotutvecklingen i Capona och Heba	207
Bilaga 12: Kvotutvecklingen i Fast Partner och Fabege	208
Bilaga 13: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Castellum och Hufvudstaden	209
Bilaga 14: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Kungsleden och Wallenstam	210
Bilaga 15: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Capona och Heba	211
Bilaga 16: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Fast Partner och Fabege	212
Bilaga 17: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Castellum	213
Bilaga 18: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Hufvudstaden	214
Bilaga 19: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Kungsleden	215
Bilaga 20: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Wallenstam	216
Bilaga 21: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Capona	217
Bilaga 22: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Heba	218
Bilaga 23: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Fast Partner	219

Bilaga 24: Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Fabege	220
Bilaga 25: Kritiskt värde enligt Wilcoxon	221
Bilaga 26: Grunddata Ericsson	222

Tabellförteckning

Tabell 2 A: <i>Exempel som utvisar hur beräkningarna gjorts – kursrörelserna i exemplet uppgår till 0,92 procent (mindre än 1 procent)</i>	32
Tabell 5 A: <i>Redovisat eget kapital enligt balansräkningar och börsvärden vid övergången till ny redovisningsprincip</i>	102
Tabell 5 B: <i>Kvoten börsvärde/redovisat eget kapital den 31 december 2004 och den 1 januari 2005 (underlaget för beräkningarna av kvoten finns i tabell 5 A)</i>	103
Tabell 5 C: <i>Signifikanstest av förändringarna i redovisat eget kapital före och efter den 1 januari 2005</i>	105
Tabell 5 D: <i>Kvotens utveckling över 18 kvartal i de åtta fastighetsbolagen (F1 – F8) från Q4 2002 t.o.m. Q1 2007</i>	108
Tabell 5 E: <i>Kvotens medelvärde före och efter den 1 januari år 2005 samt den procentuella förändringen</i>	110
Tabell 5 F: <i>Signifikanstest av förändringarna i medelvärdet av kvoten börsvärde och redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40</i>	111
Tabell 5 G: <i>Kursrörlighet i procent alla aktiedagar för kontrollgruppen före och efter 1 januari 2005</i>	119
Tabell 5 H: <i>Signifikanstest för den procentuella förändringen i jämförelsebolagen före och efter den 1 januari 2005</i>	120
Tabell 5 I: <i>Kursrörlighet i procent alla aktiedagar före och alla aktiedagar efter regeländringen</i>	124
Tabell 5 J: <i>Signifikanstest av kursrörligheten i procent alla aktiedagar före och alla aktiedagar efter regeländringen</i>	125

Tabell 5 K: <i>Kursrörlighet i procent alla rapportdagar före och alla rapportdagar efter regeländringen</i>	128
Tabell 5 L: <i>Signifikanstest av kursrörligheten i procent alla rapportdagar före och alla rapportdagar efter regeländringen</i>	129
Tabell 5 M: <i>Variationen i redovisat eget kapital i procent före och efter 1 januari 2005</i>	136
Tabell 5 N: <i>Signifikanstest för variationen i redovisat eget kapital före och efter 1 januari 2005</i>	137
Tabell 5 O: <i>Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40</i>	140
Tabell 5 P: <i>Signifikanstest för samvariationen mellan börsvärde och redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40</i>	145
Tabell 5 Q: <i>Signifikanstest för variationer i kvoten börsvärde och redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40</i>	153
Tabell 6 A: <i>Antal pressmeddelanden i fastighetsbolagen jämfört med antalet pressmeddelanden i Ericsson</i>	166
Tabell 6 B: <i>Kursrörlighet alla aktiedagar och alla rapportdagar i hela undersökningsintervallet jämförd med några enskilda händelser den 10 augusti 2005</i>	177
Tabell 6 C: <i>Högsta uppmätta kursrörlighet på rapportdagarna</i>	178
Tabell 6 D: <i>Redovisat resultat per kvartal och ackumulerat resultat för perioden Q1 2005 – Q1 2007 (miljarder kronor). Siffrorna hämtade från bolagens kvartalsredovisningar</i>	182

Tabell 6 E: <i>Orealiserade värdeökningar per kvartal och ackumulerade orealiserade värdeökningar för perioden Q1 2005 – Q1 2007 i procent av värdena i tabell 6 D</i>	182
Tabell 6 F: <i>Realiserade värdeförändringar (reavinster och reaförluster) per kvartal och ackumulerade realiserade värdeförändringar för perioden Q1 2005 – Q1 2007 i procent av totala fastighetsvärden den 31 mars 2007</i>	183
Tabell 6 G: <i>"Normala" vinster och värdeförändringar i relation till totala vinster för perioden Q1 2005 – Q1 2007</i>	185

Figurförteckning

Figur 2 A: Redovisningsparadigm	23
Figur 4 A Tre möjliga företagsvärden (Runstens doktorsavhandling, sidan 5)	83
Figur 4 B Börsvärdets utveckling och förändringar i eget kapital i Ericsson 1966-1996 (Runstens doktorsavhandling, sidan 7)	85
Figur 5 A: <i>Beskrivning av två populationer och det "kritiska området"</i>	96
Figur 5 B: <i>Kvot och kvotutveckling i de 8 undersökta bolagen från Q4 2002 t.o.m. Q1 2007</i>	109
Figur 5 C: <i>Kursrärlighet i procent alla aktiedagar för jämförelsegruppen före och efter 1 januari 2005. Antalet observationer är 14.925 före (X) och 12.046 efter (Y)</i>	117
Figur 5 D: <i>Kursrärlighet i procent alla aktiedagar före och alla aktiedagar efter regeländringen</i>	123
Figur 5 E: <i>Kursrärlighet i procent alla rapportdagar före och alla rapportdagar efter regeländringen</i>	127
Figur 5 F: <i>Grafisk beskrivning av variationen i redovisat eget kapital i procent "före" och "efter" regeländringen</i>	134
Figur 5 G: <i>Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" före och efter införandet av IAS40</i>	141
Figur 5 H: <i>Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" före införandet av IAS40</i>	142
Figur 5 I: <i>Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" efter införandet av IAS40</i>	143

Figur 5 J: <i>Sammanfattning av pressmeddelanden</i>	147
Figur 5 K: <i>Variationer i kvoten börsvärde/redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40 i bolagens redovisningar</i>	151
Figur 6 A: <i>Grafisk beskrivning av samvariation = 0,08 enligt bilaga 26 Ericsson</i>	172
Figur 6 B: <i>Stibors femårsränta (Q3 2006 motsvaras av nr 16 i diagrammet)</i>	181

Förord

Ett tack till dem vid Åbo Akademi, Åbo Akademis Förlag och Stiftelsen för Åbo Akademi som på olika sätt bidragit till att min avhandling nu kommit på pränt. Tack också till mina handledare professorn Lars Hassel och akademilektorn Arne Fagerström som tålmodigt hanterat mitt ego. Till sist också ett tack till min arbetsgivare Karlstads Universitet som lika tålmodigt inväntat detta projekts fullbordan.

Sammanfattning

Syftet med studien har varit att undersöka om införandet av IAS 40 - Förvaltningsfastigheter har bidragit till en mera värde-relevant redovisning. Vid värder relevansstudier är det företags borsvärde/aktiekurs som skall relateras till något eller några redovisningsmått i företags redovisning. I denna studie har det blivit företags redovisade egna kapital som blivit detta mått. Undersökningen innefattar således en analys av förhållandet mellan variablerna borsvärde och redovisat eget kapital, men också en analys av hur variablerna var för sig uppträtt före och efter införandet av IAS 40.

Värdering till verkligt värde har inneburit en omedelbar och avsevärd anpassning av företags redovisade egna kapital till företags värde på borsen just vid övergången. Tiden efter det att regeländringen genomförts har ökade kursrörelser konstaterats på företags rapporteringsdagar. Likaså har variationen i redovisat eget kapital ökat och även samvariationen mellan variablerna "borsvärde" och "redovisat eget kapital". Det kan konstateras att det finns ett beroendeförhållande mellan den publicerade redovisningsinformationen och aktiekurser på kort sikt, där aktiekursen beror av informationen. Studien påstår dock inte att reaktionerna är en konsekvens av införandet av IAS 40. På lång sikt är förhållandet mera komplicerat. Samvariationen mellan variablerna har förbättrats efter den 1 januari 2005. Om detta beror på att aktieplaceringarna anpassat aktiekursen till redovisat eget kapital eller om det är så att företagen anpassat redovisningen till aktiekursen kan inte bedömas (en sådan anpassning var uppenbar just vid övergången till IAS

40). Det kan dock konstateras att aktiekursen varit i stigande både före och efter den 1 januari år 2005 samtidigt som kvoten börsvärde/redovisat eget kapital upphört att stiga därefter. Av detta skäl finns det anledning att anta att aktiekursen på lång sikt har sin utveckling oberoende av balansräkningens redovisning av "redovisat eget kapital". Det torde också vara naturligt att det är på detta sätt eftersom fastigheternas verkliga värde varit kända i redovisningen även när dessa inte redovisats i balansräkningen.

1. Inledning

En fråga som borde intressera investerare på aktiemarknaden är i vilken omfattning företags redovisning är användbar för dessa investerares beslut. Forskare har visat stort intresse för denna fråga genom årens lopp. Det är också förhållandet mellan företags redovisning och aktiemarknaden som är intresset för den nu framlagda studien. Forskningsfrågorna inriktas på den regeländring som ger börsnoterade fastighetsbolag i Sverige möjlighet att redovisa fastigheter till verkliga värden i balansräkningen fr.o.m. år 2005.

Europeiska Unionen (EU) utfärdade i juli 2002 sin förordning om tillämpning av internationella redovisningsstandarder IAS/IFRS. Enligt denna förordning skall **noterade** företag fr.o.m. 2005 upprätta koncernredovisningar enligt IAS/IFRS. Förordningen medger vidare att medlemsstaterna tillåter eller kräver att noterade företag även utarbetar sina årsredovisningar enligt IAS/IFRS. På samma sätt kan staterna också tillåta eller kräva att icke noterade företag även utarbetar sina koncernredovisningar och/eller årsredovisningar enligt IAS/IFRS.¹ Den nu framlagda studien utreder inte vilka företag i Sverige som lyder under IAS-förordningen, men konstaterar att de företag som utgör det empiriska materialet för studien tillhör dessa företag.

¹ FAR, 2003

1.1. Bakgrund

Både redovisningsregler och aktiemarknad har i Sverige genomgått avsevärda förändringar under de senaste 20 åren. För de börsnoterade bolagen har regelverken både internationaliserats och privatiserats. Startpunkten för detta var skapandet av Redovisningsrådet (RR) år 1989 och år 2005 genom EU-förordningen, som föreskriver tillämpning av det genom det privata regleringsorganet International Accounting Standards Board (IASB) skapade regelverket IAS/IFRS. Aktiemarknadens aktörer har också utökats samtidigt som förbättrade tekniska lösningar har effektiviserat aktiehandeln. Handeln med aktier sker således under delvis nya förutsättningar.

Studien inriktas på börsnoterade fastighetsbolag i Sverige. Dessa bolag följer från den 1 januari år 2005 ett nytt regelverk för redovisning av förvaltningsfastigheter med den innebörden att ändrade redovisningsprinciper för redovisning av bolagens förvaltningsfastigheter är möjlig. Numera går det, för de fastighetsbolag som så önskar, att byta redovisningsprincip från redovisning med utgångspunkt i fastigheternas anskaffningsutgifter till redovisning till verkliga värden i balansräkningen.

Redan före år 2005 har fastighetsbolagen haft möjlighet och även skyldighet att värdera sina fastigheter till verkliga värden, dock endast som tilläggsupplysningar. Efter införandet av IAS 40 kommer fastigheternas värde till uttryck på ett tydligt och mer sammanfattande sätt, genom att också ingå som en del i

företagens balansräkningar. Värdeförändringar kommer kvartalsvis och årligen också att påverka resultaträkningarna.

Det nya sättet att redovisa har som syfte att bidra till en rättvisande bild av företagens ekonomiska situation. Emellertid kan det också antas den nya metoden att redovisa kan komma att bidra till en mer subjektiv redovisning, som då skulle minska redovisningens relevans för aktiemarknaden. Orsaker till minskad relevans kan vara företagsledningarnas egenintressen och att specifika aktieägarintressen kan komma att påverka redovisningens innehåll ². Den nya redovisningsmöjligheten kan således hävdas ha både "en framsida" och "en baksida". Studien kommer att beakta dessa aspekter.

Förutsättningen för att ingå i studien är att fastighetsbolagens tillgångsmassa huvudsakligen består av just sådana tillgångar som kan redovisas till verkliga värden. De ändringar som nya redovisningsprinciper har på dessa företags balansräkningar är tydliga. Exempel på övergång till redovisning till verkliga värden som inte är lika tydliga är bolag som har att tillämpa IAS 39 (Finansiella instrument) och IAS 41 (Biologiska tillgångar). De bolag som från den 1 januari 2005 tillämpar IAS 41 är få i Sverige och har dessutom endast en mindre andel tillgångar som kan redovisas enligt IAS 41. De bolag som innehar finansiella instrument har detta i mycket varierande omfattning.

² La Porta, R. m.fl., 1997

De senaste 20 åren också kännetecknas av ett antal stora skiftningar i aktiemarknaden och dess förhållande till företagen. Det tilltagande institutionella ägandet har inneburit att relationen mellan ägare och företag blivit mindre konkret och även mindre beständig samtidigt som ägarnas påverkan på kursbildningen trots detta har blivit starkare³ än tidigare. Styrimpulser till företagets agerande uppstår på avstånd från företaget och med andra perspektiv än inom företagen. Marknadens aktörer har blivit fler och deras motiv för sina beslut är ofta olikartade. Utöver de redan tidigare kända aktörerna intar nu de institutionella placerarna, men också de som har för avsikt att leva på marknadens volatilitet, en allt mer central roll. Nya yrkesroller har tillkommit i anslutning till den ökande aktiehandeln, såsom finansanalytiker och ekonomijournalister. Företagsledningarna kan också tänkas anpassa sig i allt högre grad till den nya situationen i sin informationsgivning till marknaden.

Dessa delvis nya miljöförutsättningar kan ha bidragit till en förändrad situation vad det gäller sambandet mellan redovisningsinformation och kursbildning. Marknadens långsiktiga förväntningar har, eller borde ha, en viktig roll i kursbildningen. Två grundläggande iakttagelser är att kassaflöden i framtiden är centrala för värdet idag och att dessa är osäkra och måste prognostiseras⁴. Denna utveckling av redovisning mot en prognostisering tillsammans med nya aktörer med skilda motiv för sitt deltagande på marknaden har gjort redovisning extra problematisk. Rapportering från företagen skall ses i detta perspektiv.

³ Lind, J. och W. Schuster, (red.), 2004

⁴ ibid

För de som använder fastighetsbolagens fundamenta som underlag för beslutsfattande torde balansräkningen nu kunna förväntas att komma i förgrunden. Balansräkningen är, genom det nya regelverket IAS 40, en prognos över framtida kassaflöden och värdering av fastigheterna skall enligt IAS 40 bidra till en sådan bättre prognos.

Redovisning till historisk anskaffningsutgift har tidigare varit en grundbult i sättet att redovisa företagets anläggningstillgångar, både i den kontinentala redovisningstraditionen och i Sverige. Även i USA har historisk anskaffningsutgift setts som ett rimligt försiktighetsmått. Under 1960-talet kom redovisare och forskare dock på allvar att diskutera en omläggning till förmån för redovisning till verkligt värde ⁵.

Det kan påvisas både för- och nackdelar med att redovisa enligt principen om historisk anskaffningskostnad och principen om verkligt värde. EU har tagit upp problemet redan år 1995 i ett dokument med titeln "Prudence and Matching"⁶. Dokumentet handlar om försiktighetsprincipen och matchningsprincipen. Vidare tar dokumentet upp ett antal komplicerade problem gällande vilken princip som skall användas och vilken innebörden i begreppen är samt också de olika synsätt som kan finnas mellan olika länder och kulturer. Nu när möjlighet finns att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde, kan reflektion ske huruvida detta är ett avsteg från försiktighetsprincipen eller en övergång till matchningsprincipen utan krav på försik-

⁵ Evans, T. G., 2003

⁶ Directorate-General XV, 1995

tighet. Vilka konsekvenser kan detta få för redovisningens värder relevans?

Det bör också beaktas att de regler som skall vara grunden för handlande i Sverige i ett internationellt perspektiv bygger på en intresse motsättning (anglosaxisk kontra kontinental redovisningstradition). Detta kan bidra till tveksamheter om hur reglerna skall tillämpas. Antydningar gällande sådana problem har bl.a. uttryckts i inledningen till IAS 40 ⁷. Det är företagen som skall hantera dessa regler i en miljö som eventuellt måste både tillgodose vad reglerna kräver och vad marknaden önskar. Med den ökade flexibilitet som de nya regelverken bidrar med kommer också redovisarnas uppgift att bli allt mera komplicerad. Redovisningens värder relevans kan i denna situation komma att öka, men också minska.

1.2. Problemdiskussion

Vad har IAS 40 inneburit för redovisningens värder relevans? Det finns flera aspekter på detta problem. En av dessa är hur förhållandet mellan företags redovisade egna kapital och företags börsvärde ser ut vid bestämda tidpunkter och vilken förändring som skett efter det att IAS 40 började tillämpas från den 1 januari 2005. Frågan är intressant under antagandet att det är rimligt att redovisningen och den redovisade förmögenheten (redovisat eget kapital) är det belopp som aktieplacera-

⁷ FAR, 2003, sid. 434, p.7

na har att "hämta hem" från bolaget genom utdelningar eller försäljning av aktieinnehav till annan investerare.

En **andra** aspekt handlar om det sätt ändrade redovisningsregler kan komma att påverka fastighetsbolagens aktiekursrörelser i samband med det att bolagen presenterar sina kvartalsrapporter. Är kursrörelserna starkare efter det att IAS 40 kommit i bruk? Denna fråga är intressant i ljuset av debatten om att flexibla regler kan skapa osäkerhet hos aktieplaceraarna.

En **tredje** aspekt är de möjligheter till ökad flexibilitet i redovisningen som IAS 40 kan innebära. Kommer variationen i eget kapital att öka med det nya regelverket? Denna fråga är intressant i ljuset av den kritiska debatt som finns med farhågor om att flexibla redovisningsregler kan utnyttjas i andra intressen än aktieplaceraarnas.

En **fjärde** aspekt är hur variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" samvarierar över tid före och efter införandet av IAS 40. En god samvariation över en något längre tidsperiod kan vara en indikation på att aktieplaceraarna använder företagets redovisning som underlag för sina beslut. Det finns också en motsatt uppfattning att marknaden mera intresserar sig för kursrörelserna i sig än av företagets rapportering. Denna inriktning har beteckningen "teknisk analys".

Det har genom åren utförts många undersökningar med avseende på redovisningens relevans för aktiemarknaden. De specifika problemen är dock ofta andra än de som behandlas i denna studie. Som exempel har undersökningar genomförts med

inriktning mot skillnader i olika redovisningstraditioner (öppenhet) och med olika slag av informationsinnehåll i redovisningen. Denna studie har fokus på hur det ser ut före och efter en regeländring i en specifik bransch med avseende på redovisningens värder relevans. Det är också viktigt att vara införstådd med att de internationella regelverk som nu har nått sin fulla kraft i svenska börsnoterade företag, har som syfte att i första hand förse aktieinvestorer med relevant beslutsunderlag. Utgångspunkten för analys och ett resonemang kring denna frågeställning är sådana etablerade uppfattningar som att målet för en marknad är att vara i perfekt konkurrens och att aktörerna agerar rationellt. Ett sådant kännetecken är att investerarna kräver bättre avkastning vid större risktagande. Vidare antas att aktörerna har full tillgång till information som de också förstår innebörden av. Antaganden bygger också på uppfattningen att redovisningsreglerarnas avsikt är att skapa begripliga och enhetliga regelverk för användarna. Så tillvida grundar sig studien på en positivistisk värdegrund.

Vidare bygger studien på tanken att företagets förmögenhet tillhör ägarna (därav beteckningen eget kapital) och det är detta belopp som aktieplaceringarna har att fordra genom sitt aktieinnehav. Av detta skäl är det rimligt att anta att företagets aktiekurs (dess börsvärde) borde ha en koppling till företagets balansräkning och den däri ingående posten "redovisat eget kapital". Med regelverk som inte föreskriver värdering till verkligt värde är denna koppling självfallet svagare eller obefintlig och "nödlösningar" har därför tillämpats för att beräkna företagets värde. En sådan "nödlösning" är det s.k. P/E – talet (aktiens pris dividerat med företagets årsvinst per aktie) som ju

beskriver hur många vinster som krävs för att nå upp till företagets aktiekurs. Vidare innebär IAS 40, att fastigheternas värde teoretiskt utgör summan av alla framtida vinster beräknade till nuvärde. Det är utifrån denna ståndpunkt valet att betrakta förhållandet mellan företagens börsvärde och dess redovisade egna kapital görs. Relationen kan ses som ett aktieägarnyckeltal där storheterna inte bara kan divideras med varandra utan också är direkt jämförbara till skillnad från t.ex. redovisat årsresultat i relation till börsvärden.

Det är viktigt att beskriva en relevant och begriplig koppling mellan företagets verksamhet och marknadens uppfattning (genom aktiekursen) om företaget, inte minst i en tidsanda där den "virtuella världen" och den "verkliga världen" sammanblandas med hjälp av nya tekniska hjälpmedel. Som exempel på sådana fenomen kan nämnas både verklig och simulerad aktiehandel på internet. I det senare fallet finns inget verkligt underliggande material för bedömning av företaget, då detta faktiskt inte existerar. Aktiehandeln tycks dock fungera, åtminstone för en tid. Ett klagörande av kopplingen mellan aktiekurser och företagets realia torde vara av synnerlig vikt för att göra åtskillnad mellan seriösa affärer och spelverksamhet.

Orsakerna till att skillnader finns mellan börskurs och redovisat eget kapital kan vara många och även rimliga. Det är upp till var och en aktieplacering att själv bedöma hur stora avvikelserna är eller bör vara. Resonemanget innebär därför inte att det är givet att det redovisade egna kapitalet och företagets börsvärde bör vara av samma storlek. Exempel på orsaker kan

vara själva konstruktionen av IAS 40, eftersom denna endast tillåter en värdering av varje enskilt fastighetsobjekt för sig. S.k. synergieffekter kan därför inte beaktas. Detta innebär bl. a. att det inte är möjligt att redovisa ett visst fastighetsbestånd som en helhet. En sådan helhet kan tänkas ha större eller mindre värde än summan av sina delar.

Reglerna kan också antas vara en startpunkt för en flexibel och subjektiv redovisning samtidigt som de som ett bättre alternativ också kan ge ett kraftfullt bidrag till en rättvisande bild av bolagens ekonomiska situation. Det finns uttalade farhågor att det nya sättet att redovisa kan skapa instabilitet i kurvan för redovisat eget kapital och kanske därmed också bidra till en instabil börskurs. Grunden för en ny börsbubbla kan vara skapad, anser flera bedömare. En av dessa är den förre börschefen Bengt Rydén, som är av den uppfattningen att utvecklingen mot en flexiblare redovisning skapar problem i en tid då den finansiella dimensionen har blivit viktigare än den reala. Utrymmet för godtycke är ett växande problem. En av de företeelser Rydén ifrågasätter gäller just marknadsvärderingen och redovisningen av fastigheter, dvs. regelverket IAS 40 Förvaltningsfastigheter⁸. Studien återkommer till denna kritiska aspekt i det avslutande kapitlet "Reflektion och förslag till fortsatt forskning".

Studien avser inte att ge svar på vad som är bra eller dålig redovisning. Däremot kommer denna att bidra med en objektiv beskrivning, byggd på statistiska grunder, av vad som faktiskt

⁸ Lind, J. och W. Schuster, (red.), 2004

hämt efter införandet av IAS 40. Det som studeras är kvotutveckling, kursrörelser på rapportdagarna, variationer i redovisat eget kapital och samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital".

Det finns av naturliga skäl inte ännu någon forskning med fokus just på de speciella problemen kring fastighetsbolagen och IAS 40. Närliggande forskning kan dock påvisas. Kapitel 4 kommer att beskriva något om denna forskning. Kortfattat kan dock redan här sägas att det finns en empirisk tradition som testar samvariation mellan redovisningsinformation och aktiekursrörelser. Denna söker ofta efter ett samband mellan företagets resultat och prisbildningen på aktier, där aktiekursen ses som en reaktion på ett informationsflöde. Intresset torde i detta avseende också kunna komma att förskjutas från resultaträkningen till balansräkningen då denna nu i högre grad än tidigare kommer att vara en indikator på framtida kassaflöden. Det dynamiska balansräkningssynsättet har allt mer kommit i förgrunden⁹.

Runsten¹⁰ konstaterar att en generell slutsats som kan dras ur denna empiriska forskningstradition är att vinster har en signifikant förklaringsförmåga för kursrörelser, men att dessa samband är svaga och instabila¹¹. Den studie som nu framläggs väljer att undersöka samvariation mellan förändringar i redovisat eget kapital (en ackumulering av redovisade vinster) och förändringar i börsvärden i några svenska företag i nutid.

⁹ Schmalenbach, E., 1926

¹⁰ Lind, J. och W. Schuster (red.), 2004

¹¹ Lev, B., 1989

1.3. Forskningsfrågor, syften och avgränsningar

Teorier om aktiemarknadens beteende bygger ofta på antagande om osäkerhet om framtiden men säkerhet vad det gäller nuet. I själva verket gäller också osäkerhet om vad som nyligen inträffat och av denna anledning är redovisningen ett användbart beslutsunderlag även om den bara tillhandahåller historisk information, enligt Marton ¹². Han anser också att frågan hur aktiemarknaden använder redovisningsinformation är intressant oberoende av jämförelser mellan olika redovisningskulturer.

Marton hävdar att:

"Examples of constructs that are of particular interest to stock market receivers of accounting include the value of a company at a point in time, and the magnitude of value creation over time periods." ¹³

Med "at a point in time" avses balansräkningens redovisade egna kapital och med "over time periods" avses resultaträkningens vinst. Marton hänvisar till Ohlson¹⁴, vilken genomfört undersökningar under antagandet att såväl redovisad vinst som redovisat eget kapital påverkar företagets aktiekurs.

Införandet av regelverket IAS 40 Förvaltningsfastigheter har inneburit att fastighetsbolag med förvaltningsfastigheter kan

¹² Marton, J., 1998, sid. 23

¹³ ibid

¹⁴ Ohlson, J., 1995

antas medföra ändrade samband mellan bolagets redovisning och aktiemarknad. Marton ¹⁵ har visat att det finns samband mellan aktiekurser och redovisningsinformation, såväl där redovisningen bygger på historiska anskaffningskostnader som där denna har verkligt värde som utgångspunkt. Sambanden kommer dock att se olika ut. Det bör i detta sammanhang påpekas att de fastighetsbolag som ingår i den nu framlagda studien samtliga har valt att redovisa sina förvaltningsfastigheter till verkliga värden.

Följande **forskningsfrågor** kommer att studeras:

- a) Vad har hänt med kvoten börsvärde/redovisat eget kapital direkt vid övergången till IAS 40 och hur ser utvecklingen ut?
- b) Har förändringar skett i kursrörelserna för fastighetsbolagen på rapporteringsdagarna?
- c) Hur ser förändringar av variationen i redovisat eget kapital ut?
- d) Har samvariationen mellan företagets redovisade egna kapital och dess värde på börsen förändrats?

Syftet med studien är att illustrera om och hur redovisningens värder relevans förändrats i fastighetsbolagen i och med infö-

¹⁵ Marton, J., 1998

randet av IAS 40 och att undersöka vilka mönster som uppträder hos variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" i samband härmed.

Avgränsningarna i studien är:

Studien tar endast upp fastighetsbolag i Sverige som innehar förvaltningsfastigheter och som dessutom är börsnoterade under hela den studerade perioden. Den huvudsakliga tillgångsmassan skall bestå av förvaltningsfastigheter. Bolag som inte ingår i en börsnoterad koncern, men som ändå frivilligt tillämpar IAS/IFRS, ingår inte i studien.

Andra intressentgrupper perspektiv utöver investerarnas kommer inte att behandlas. Begreppet "verkligt värde" behandlas i huvudsak endast med utgångspunkt i vad som sägs i IAS 40. Motivet är att det endast är fastighetsbolag med stora innehav av förvaltningsfastigheter som ingår i studien.

2. Teori och praktik

Kapitlet startar med några övergripande vetenskapsteoretiska utgångspunkter med inriktning på företagets ekonomiska redovisning för att sedan behandla studiens praktiska och metodmässiga frågeställningar.

2.1. Några ontologiska och epistemologiska föreställningar med fokus på företagets ekonomiska redovisning

Företagets ekonomiska redovisning är självfallet en skapelse av människan. Utifrån en vetenskapsteoretisk betraktelse bör därför kunskapen om denna redovisning höra hemma hos humanvetenskapen.

Redan Aristoteles på sin tid (384-322 f.Kr.) drog upp en skiljelinje mellan det som människan kan påverka och det hon inte kan påverka¹⁶. Denna skiljelinje är synlig ännu idag i gränsdragningen mellan naturvetenskapen och humanvetenskapen. Naturen har ansetts som lagbunden och opåverkbar men också genom sin lagbundenhet som förutsägbart. Mänskliga handlingar anses oftast inte som lagbundna men påverkbara och är därför genom sitt unikum oförutsägbara.

¹⁶ Liedman, S. E., 1998

Problemet är om det faktiskt är så eller om lagbundenheter och möjligheter till förutsägelser även kan inrymmas i humanvetenskaplig forskning? Hur är det t.ex. med företagets ekonomiska redovisning och hur är det med användarna av denna (kapitalmarknaden)?

Aristoteles skilde mellan teoretiska och praktiska kunskaper. Han gjorde här åtskillnad på vad som människor kunde påverka och vad dessa inte kunde påverka. Det teoretiska handlar om sådant som människan inte kan påverka (sådant som var lagbundet) och det praktiska om sådant som människan hade frihet och möjlighet att påverka¹⁷. Sådana företeelser som statskunskap, sociologi och ekonomi anses ha stora likheter med det som Aristoteles kallade praktiska vetenskaper (moralvetenskaper) och bör därför kunna klassificeras som humanvetenskaper. Var gränsen går mellan det som går att påverka och det som inte går att påverka är dock omstritt. Många är de som anser att de praktiska ämnena, dit ekonomi hör, inrymmer lika starka drag av lagbundenheter som naturvetenskaperna. Det gäller då de ämnesområden som idag brutits ut från humanvetenskaperna och finns under beteckningen samhällsvetenskaper.

Skiljelinjen mellan naturvetenskap och humanvetenskap är enkel att bestämma. Skiljelinjen mellan humanvetenskap och vad som skall kunna brytas ut ur denna under beteckningen samhällsvetenskap är inte lika enkel att dra. En beskrivning som möjligen är fruktbar är den som begreppsparet *nomotetisk-*

¹⁷ ibid

*idiografisk*¹⁸ innefattar. Nomotetisk forskning är en forskning som förutsätter det lagbundna och allmängiltiga medan idiografisk forskning förutsätter det enskilda och unika. Att naturvetenskapen i huvudsak är nomotetisk råder inget tvivel om.

Gränsen mellan humanvetenskap och samhällsvetenskap drogs upp vid 1900-talets början och kom att överensstämma med begreppen nomotetisk och idiografisk. Uppfattningen blev att samhällsvetenskapen är nomotetisk/lagbunden medan humanvetenskapen är idiografisk/icke lagbunden. Både samhällsvetenskapen och humanvetenskapen handlar om mänskliga företeelser. Samhällsvetenskapen, dit bl.a. ekonomi hör anses dock i många avseenden innehålla lagbundna inslag¹⁹ till skillnad från humanvetenskapen.

Forskning inom redovisning har i hög grad den naturvetenskapliga (positivistiska) metoden som utgångspunkt. Under perioden 1920 – 1960 var dock forskningen normativ (pragmatisk). Från 1970-talet och framåt har redovisningsforskningen i Sverige kommit att använda även andra metoder. De olika inriktningarna har delvis olika uppfattning om vad som kan räknas som kunskap. Dessa inriktningar kan som en illustration över utvecklingen starta med frågan om föreställningar om den fysiska och sociala verkligheten, *ontologin*²⁰, och kriterierna för vad som kan räknas som kunskap, *epistemologin*. Ontologiska föreställningar avser antaganden om studieobjektets natur. Den empiriska världen och de företeelser som betraktas kan antas

¹⁸ ibid

¹⁹ ibid

²⁰ Burell, G. and G.Morgan, 1988

vara på ett visst sätt. Den kan exempelvis vara objektiv och oberoende av människan och mätningar och observationer av olika fenomen i denna objektiva verklighet kan genomföras. Den empiriska världen kan också antas vara subjektiv, där människor agerar utifrån uppfattningar om företeelserna snarare än utifrån dess faktiska tillstånd. Epistemologiska föreställningar avser vad vi anser måste gälla för att något skall kunna accepteras som kunskap. Epistemologin handlar vidare om lämpligheten av att lägga värderingar på forskningen. En form av kunskapsuppfattning är den positivistiska, en annan den tolkande och en tredje den kritiska kunskapsuppfattningen. Redovisningsforskning anses ofta ha en koppling till den positivistiska kunskapsuppfattningen och benämns också som "Mainstream accounting research".²¹

En positivistisk (naturvetenskaplig) ansats innebär att den studerade företeelsen anses som identifierbar och konkret samt möjlig att dela upp i beståndsdelar. Forskaren står i ett oberoende till studieobjektet och det finns en klar skiljelinje mellan det empiriska materialet och teorin. Resultatet av forskningen skall vara allmängiltigt och forskarens roll är att upptäcka den objektiva verkligheten med hjälp av lämpliga mätinstrument. Prövning av kunskap görs genom konfrontation med fakta i form av empiriska mätningar utifrån på förhand specificerade modeller.

En tolkande (hermeneutisk) ansats utgår från att den studerade företeelsen är en social konstruktion, som påverkas av männi-

²¹ Ryan, B, R.W. Scapens and M. Theobald, 2002

skor i aktion och interaktion. Att förstå denna företeelse innebär att förstå hur praxis skapas och hur meningsfullhet uppkommer. "Tolkande forskare konstruerar förklaringar till hur subjektiva uppfattningar om speciella situationer uppkommit och bestått, de berättar helt enkelt historier och det viktigaste resultatet är inte själva historien utan de begrepp som ges ett innehåll genom historien som sedan kan användas i andra historier. Kraften i den tolkande forskningen är att den är just begrepps- och meningsskapande²²." Den tolkande forskaren beskriver en företeelse i syfte att skapa förståelse för helheten och detta kan leda till en begreppsbildning som kan vara ett instrument för andra liknande men ändå unika situationer.

Den kritiska ansatsen går längre än den tolkande genom sin medvetna strävan att värdera de fenomen som observeras. Den har för avsikt att upptäcka inneboende konflikter och motsättningar hos den företeelse som studeras. Ansatsen kan inte betraktas som värderingsfri och det är inte heller avsikten.

Med denna vetenskapsteoretiska översikt som grund klassificeras studien som i huvudsak beskrivande. Beskrivningar och förklaringar görs med hjälp av värden som framtagits genom matematiska beräkningar på sammanställningar av siffror från ett antal företags balansräkningar och dessa företags aktiekurser (börsvärden). Om studien t.ex. finner starka samvariationer mellan undersökta variabler, så kan konklusionen bli att: Så här är det, det finns en stark samvariation. Detta förhållande

²² Jönsson, S., 1990:302

skall endast ses som en indikation på att det kan finnas ett kausalsamband mellan variablerna och inte mer än så.

Uppfattningen om de ekonomiska förhållandena (den ontologiska föreställningen) bygger på ett idiografiskt synsätt. Genom att avgränsa tid och rum kan även inom de ekonomiska vetenskaperna finnas "tillfälliga lagbundenheter". Författarens uppfattning är den att även forskningsresultat som inte bevisar något utan endast är en indikation att något kan vara på ett visst sätt skall kunna betraktas som kunskap (den epistemologiska föreställningen).

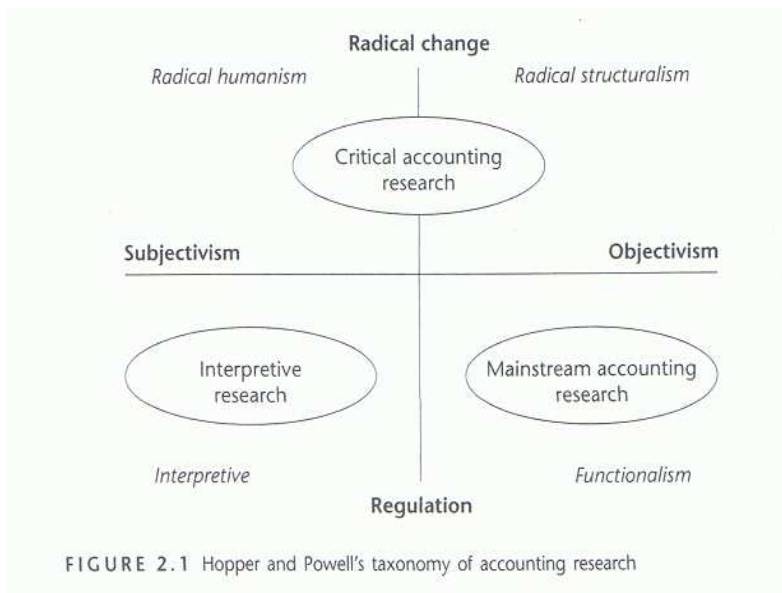
De positivistiska forskarna arbetar uteslutande med kvantitativa data. Slutsatserna bygger på statistiska beräkningar. Det är dessa metoder som leder fram till kunskap, enligt den vetenskapssyn som dessa företräder. Vad dessa kommer fram till är att något är på ett visst sätt. Det diskuteras dock inte varför fenomenet ser ut som det gör. Den nu framlagda studien använder i allt väsentligt den "självlara forskningsmetoden". Slutsatserna blir därmed också kortfattade och kanske också intetsägande.

Ryan och Scapens²³ har i sin bok om forskningsmetodik i externredovisning lånat en modell för beskrivning av hur forskning kan bedrivas. Denna har stora likheter med Burell och Morgans modell²⁴, men fältet "nere till höger" som i Burell och Morgans modell innehåller begreppet "positivism" har här

²³ Ryan, Scapens and Theobald, 2002

²⁴ Burell, G. and G. Morgan, 1988

bytts ut mot "mainstream accounting research". Detta beskriver på ett bra sätt det som sagt ovan.



(Ryan, Scapens och Theobald, 2002, sid. 40)

Figur 2 A:
Redovisningsparadigm

Begreppet "positivism" handlar egentligen om två olika problem. Det ena avser uppfattningar om hur människor "ser på världen". Den andra handlar om metoder hur dessa människor undersöker fenomen. Positivist, i samhällsvetenskapliga sammanhang, är den som anser att mänskliga fenomen kan innefat-

ta mönster och samband t.ex. som att människor tänker och agerar lika i givna situationer. Metoden att undersöka fenomenen är för positivisterna oftast kvantitativa analyser med hjälp av statistiska metoder, vilka leder fram till statistiska bevis för att något är sant eller falskt.

Det förekommer också den uppfattningen att även en positivist kan arbeta med en eller flera fallstudier, där bevisen då får betraktas som förbättrade hypoteser ²⁵. Den nu framlagda studien har en positivistisk prägel, då den visar **att** något är på ett visst sätt och att situationen ser ut på ett visst sätt före och efter en viss regeländring. Däremot är förklaringarna till situationen (varför det är som det är) endast att betraktas som hypoteser.

2.2. Forskningsdesign

Föregående kapitel har tagit upp några övergripande vetenskapsteoretiska utgångspunkter för studien. I detta kapitel diskuteras studiens ansats och praktiska uppläggning samt de variabler och mätmetoder som ingår. Inledningsvis kan kortfattat konstateras att ansatsen är deduktiv med test av en modell och prövning av ett antal hypoteser. Analysen sker med utgångspunkt i företagets redovisning och börskurser. Avsnittet klargör också tillvägagångssätt med avseende på mätning av värden på variablerna "redovisat eget kapital" och "börsvärde". Vidare beskrivs också det sätt analysintervallen, dvs. avståndet mellan mättpunkterna, konstruerats samt efter vilka kriterier

²⁵ Ryan, B., R.W. Scapens and M. Theobald, 1992

företagen valts ut och hur populationen konstruerats. Till sist diskuteras också studiens generaliserbarhet och trovärdighet.

Regelverket IAS 40 innebär inte med nödvändighet att bolagens förvaltningsfastigheter skall redovisas i balansräkningen till verkliga värden, endast att det finns den möjligheten. Någon balansräkning med redovisning till verkliga värden fanns inte heller i något av de undersökta företagens bokslut för år 2004. Först när Q1-05 kom till marknadens kännedom i april – maj 2005 kunde verkliga värden utläsas i balansräkningarna.

Verkliga värden har redan tidigare visats i bolagens räkenskaper, dock inte med den tydlighet som är fallet genom det nya sättet att redovisa. Frågeställningen gäller därför i högre grad hur informationen presenteras än hur värderingar görs. Tidigare har information om verkliga värden i Sverige endast redovisats som tilläggsinformation, vilket försvårat möjligheten att analysera företagets situation med den snabbhet som en aktieplacering kräver.

Vad som förväntas av en omläggning från redovisning med utgångspunkt i fastigheternas anskaffningsvärden till verkliga värden är ett närmande av bolagens redovisade egna kapital till bolagens värden på börsen. Det är också detta som första delen av undersökningen avser att bedöma. Undersökningen lyfter i komprimerad form fram hur det ena eller andra sättet att redovisa förändrar det redovisade egna kapitalet och hur detta kapital förhåller sig till bolagens värde på börsen just den 31 december 2004. Hur förändras kvoten börsvärde/redovisat eget kapital?

Undersökningen har, som sagts, en **deduktiv ansats**. Utgångspunkten är att ägarnas fordran på företaget beskrivs genom balansräkningens redovisade egna kapital. Det borde därför finnas en någorlunda bra överensstämmelse mellan detta redovisade egna kapital och företagets börsvärde. Studien utgår också från att det finns ett samband mellan redovisningsinformation och aktiekurser. Avsikten är således inte att bevisa detta utan i stället att beskriva hur samvariationen mellan variablerna ser ut på kort sikt och på något längre sikt. Vad som är orsak och verkan kommer visserligen att diskuteras, men slutsatsen får betraktas som en hypotes eller spekulat.

Idealsituationen kunde tänkas vara att redovisat eget kapital i företagets balansräkning och företagets värde på börsen skall ha samma värde vid varje särskilt mättillfälle. Detta kan dock i praktiken betraktas som en utopi. Erfarenheten visar att kvoten mellan variablerna oftast är avsevärt högre än 1. Detta skulle åtminstone till viss del kunna tillskrivas redovisningsreglerna restriktivitet vad det gäller att värdera företagens tillgångar. Företagen tillåts helt enkelt inte att redovisa "en sann bild" situationen genom deras balansräkning. Den sanna bilden har i stället beskrivits genom tilläggsupplysningar. På grund av de regelverk för balansräkningens redovisning som gällde före år 2005 går det därför inte att förvänta sig att börsvärdet skall vara lika med det redovisade egna kapitalet. Syftet med IAS 40 torde kunna vara ett försök till att förbättra förhållandet mellan dessa variabler, dvs. att minska kvoten mellan dem.

Det är inte enbart restriktiva redovisningsregler som skapar dålig överensstämmelse mellan företagets beräknade redovisade egna kapital i balansräkningen och aktiemarknadens uppfattning om detta värde. Utöver kvartalsrapporteringen kommer också en stor mängd annan information som lämnas både av företagen och genom andra kanaler att utgöra "störningsmoment". Mycket av denna information är makroekonomisk information som ligger utanför företagets kontroll. Denna kan t.ex. avse marknadsräntor och dess utveckling. Sådan information påverkar aktiemarknadens prissättning av företagets aktier omedelbart, men kommer inte till uttryck i företagens balansräkningar förr än vid nästa kvartalsrapports offentliggörande. Vid detta tillfälle kan situationen i företagets omvärld återigen vara en annan. Trots att balansräkningarna, genom införandet av IAS 40, har en framtidinriktad information kommer den av detta skäl i det korta perspektivet ändå att vara "en historisk beskrivning".

Testet av modellen kan bl.a. av ovan nämnda skäl inte förväntas bidra till kvoten 1 eller korrelationen (samvariationen) lika med 1 mellan de två variablerna. Däremot är det sannolikt att bättre värden uppnås efter det att redovisningens restriktioner mildrats i och med införandet av det nya regelverket den 1 januari år 2005.

Testen har flera aspekter. Den ena är: Vad händer med **variabeln "aktiekurs"** när företagens kvartalsrapporter presenteras för aktiemarknaden? De kursrörelser som inträffar vid detta tillfälle kan ses som ett uttryck för justerade förväntningar. Det är därför inte alls säkert att bättre värden bidrar till stigande

kurs eller att sämre värden bidrar till sjunkande kurs. Om företaget visar förbättrade värden eller försämrade är inte heller det som är studiens undersökningsproblem. Det är i stället styrkan i eventuella kursförändringar som är av intresse och hur denna styrka har förändrats efter införandet av IAS 40.

Den andra aspekten är: Hur ser **samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital"** ut över tid. Med hänsyn taget till föregående resonemang om justerade förväntningar, kan samvariationen på kort sikt antas vara låg i många fall. Frågan är hur det ser ut på något längre sikt?

Ännu en aspekt är vilket värde **kvoten börsvärde/redovisat eget kapital** har direkt före och direkt efter införandet av IAS 40. Innebörden av olika kvotvärden kräver här också en kort beskrivning. Om kvoten är lika med 1 vid en viss tidpunkt indikerar detta att det finns en fullständig överensstämmelse mellan variablerna vid denna tidpunkt. Om kvoten alltid är 1 indikerar detta också en 100- procentig samvariation mellan variablerna över tid. En sådan samvariation förutsätter givetvis inte att kvoten alltid är lika med 1. Det är tillfyllest att kvoten är konstant över tid.

Studien analyserar också **variationerna i redovisat eget kapital** före och efter införandet av den nya redovisningsprincipen. Detta görs enligt samma metodik som vid analys av kursrörelser. Det går att argumentera för att det nya regelverket ger företagsledningarna större möjligheter att "manipulera" redovisningen tack vare den ökade flexibilitet som kan konstateras i dessa regelverk. Detta kan leda fram till osäkerhet hos aktiepla-

cerarna med starkare kursrörelser än vanligt som följd. Det kan således antas finnas ett samband mellan stora variationer i redovisat eget kapital från kvartal till kvartal och starkare kursrörelser.

Analysen genomförs på redovisningsdata från december år 2002 t.o.m. mars år 2007. Detta leder fram till lika många mättillfällen före som efter införandet av IAS 40. Datum för mätningar och analysintervall är olika i olika bolag beroende på att kvartalsrapporteringsdagarna bestäms av bolagen själva inom vissa ramar.

Analysen genomförs också på aktiedata som kan kopplas till lämnad redovisningsinformation. Som ett exempel på använd metodik tas här Castellum med avseende på rapport gällande perioden januari – mars år 2005 (Q1-05). Denna rapport offentliggjordes den 20 april år 2005. Företagets nästa rapporttillfälle var den 19 juli år 2005. Den undersökta perioden av aktiedata är därför perioden 2005.04.20 – 2005.07.18 och dessa data utvärderas mot de värden för redovisat eget kapital som angetts i företagets redovisningsrapport Q1-05. Denna metodik har tillämpats för alla mättillfällen och för alla undersökta företag.

Redovisningstidpunkten Q4-04 har eliminerats från samvariationsanalysen och utgör istället en särskild del av det empiriska materialet som kommer att beskriva den omedelbara effekt som de nya regelverken inneburit för kvoten mellan börsvärde och redovisat eget kapital. Jämförelsetidpunkten är i denna del av undersökningen densamma, nämligen den 31 december år 2004. Detta innebär att marknaden inte haft någon möjlighet att

påverka denna kvot. Undersökningen kommer därför att ge ett svar på hur mycket företagets redovisade egna kapital anpassats till företagets börsvärde direkt som en konsekvens av ändrade regler.

Antalet redovisningar som ingår i analysen av kursrörelser, variationer i redovisat eget kapital och analysen av samvariation är 18 kvartalsrapporter och dessa jämförs med samma antal analysperioder gällande aktiekurser. Samtliga aktiedagar ingår i undersökningsmaterialet.

En nedslående tanke är att marknaden faktiskt inte använder redovisningsinformation som underlag för beslut om aktieaffärer. Med hänvisning till begreppet "teknisk analys" förefaller det kunna vara så att marknaden utnyttjar andra underlag för sina beslut än företagets redovisningsinformation. Med syftet att visa att redovisningsinformation är ett aktivt redskap i aktieaffärer kommer undersökningen också att analysera vad som händer med företagets aktiekurs just på de dagar då redovisningsinformation offentliggörs. Alla andra aktiedagar lämnas därför därhän i denna analys.

Vad som händer med aktiekursen vid det tillfälle redovisningsinformationen offentliggörs beror på vad aktieplacerarna förväntat sig av informationen. Detta ger den konsekvensen att information om förbättrat resultat och/eller redovisat eget kapital ibland kan bidra till sjunkande aktiekurs. Ibland kan försämrade redovisade värden också bidra till stigande aktiekurser. Hur det är med detta beror således på vad som förväntats av den information som faktiskt erhålls. Konsekvensen kan bli vad som

helst vad det gäller sambandet mellan redovisningsinformationen och aktiekursen, starkt eller svagt eller mitt emellan. Sambandet kan också vara negativt. På längre sikt kan dock antas att förväntningar kommer att ge vika för vad som faktiskt redovisats och en anpassning av börsvärde och redovisat eget kapital kommer då till stånd.

Den kortsiktiga analysen i studien har därför endast som syfte att klargöra huruvida aktieplaceringarna i sina beslut reagerar på redovisningsinformationen, dock inte på vilket sätt de reagerar. Styrkan i reaktionen är däremot av intresse. Är reaktionen starkare än t.ex. de reaktioner som uppstår av annan information om företaget och är reaktionen starkare än genomsnittet av alla reaktioner över en analysperiod?

Den framlagda studien kan också ses i perspektivet "ögonblicksstudier" och "korrelationsstudier". De förra avser rapportdagarna och genomförs på så sätt att varje rapportdags slutkurs jämförs med slutkursen dagen före rapportdagen. Dessa värden divideras och summeras varefter ett medelvärde räknas fram. Det framräknade värdet utvisar den genomsnittliga procentuella kursrörelsen. Ögonblicksstudierna analyserar endast en variabel (antingen börskursen eller det redovisade egna kapitalet). Korrelationsstudierna avser alla aktiedagar och inte endast rapportdagarna och här bedöms också förhållandet mellan de två variablerna.

Samvariationen beräknas med hjälp av den s.k. produktmomentkorrelationskoefficienten (eller Pearsons koefficient efter upphovsmannen Karl Pearson). Koefficientens möjliga värden

är allt från minus 1 till plus 1. Värdet noll är en indikation på att någon samvariation inte finns, medan minus ett är liktydigt med ett fullständigt negativt samband och plus ett avser ett fullständigt positivt samband. För den som önskar detaljinformation om de statistiska frågeställningarna hänvisas till Aczel.²⁶

Castellum	Aktiekurs	Förändring i %
Dag 1	121,00	0,00
Dag 2	121,00	2,48
Dag 3	118,00	1,69
Dag 4	120,00	1,25
Dag 5	121,50	0,41
Dag 6	122,00	1,23
Dag 7	120,50	0,41
Dag 8	121,00	0,41
Dag 9	121,50	0,41
Genomsnitt		0,92

Tabell 2 A:

Exempel som utvisar hur beräkningarna gjorts – kursrörelserna i exemplet uppgår till 0,92 procent (mindre än 1 procent)

Vejde²⁷ uttrycker följande uppfattning om korrelation:

²⁶Aczel, A. D., 1993

²⁷Vejde, O., 1996

"Det är roligt att försöka tolka numeriska samband. Men det är en farlig sysselsättning, full av möjliga felkällor." ²⁸

"För att beräkningen r_{xy} skall vara meningsfull krävs att sambandet är någorlunda linjärt." ²⁹

"När vi talar om korrelationens styrka har det gällt siffervärdet på koefficienten. Vid tolkningen får man vara mer försiktig." ³⁰

Undersökningspopulationen är börsnoterade fastighetsbolag som funnits på någon av börslistorna under hela undersökningsperioden december 2002 till mars 2007 och som huvudsakligen hade en tillgångsmassa den 1 januari 2005 bestående av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40.

De börsnoterade fastighetsbolag som finns på börsen i juni 2007 är:

Koncernens moderbolag

Castellum AB

Hufvudstaden AB

Kungsleden AB

Wallenstam AB

Home Properties AB

Ljungberggruppen AB

Klövern AB

²⁸ Vejde, O., 1996, sid. 119

²⁹ ibid, sid.119

³⁰ ibid, sid 120

Heba Fastigheter AB

Fast Partner AB

Brinova AB

Fabege AB

Fastighets AB Balder

JM AB

Din Bostad AB

Lundbergföretagen AB

Wihlborgs AB

Diös Fastigheter AB

Antalet koncerner är således 17 st. Flera av dessa kan dock inte inrymmas i undersökningspopulationen då de inte varit verk-samma som fastighetsbolag under hela undersökningsperioden och/eller inte har en tillgångsmassa innehållande förvaltnings-fastigheter i tillräcklig omfattning.

Av dessa skäl kan följande bolag inte ingå i undersökningen:

Fastighets AB Balder (tidigare Enlight)

Din Bostad (tidigare Tripep)

Wihlborgs (nystart år 2005)

Diös (nystart år 2005)

JM (tillgångar enligt IAS 40 endast 27 % den 1 januari år 2005)

*Lundbergföretagen (tillgångar enligt IAS 40 endast 75 % den 1 janu-
ari år 2005)*

*Ljungberggruppen (samgående med ekonomisk förening den 17 okto-
ber 2006)*

Klövern (tidigare Addcore)

Brinova (in på börsen 20031120)

Det finns således åtta bolag som är möjliga att undersöka och som också undersöks.

3. Studiens referensram

Det inledande avsnittet behandlar några övergripande samhällsteorier som utgångspunkt för redovisning. En kortare redogörelse görs av den institutionella ramen för redovisning och behovet av likriktning. Vidare tas den neoklassiska teorin upp som får sägas utgöra grunden för uppfattningen att reglering och likriktning är till nytta.

Företagets värde kan beskrivas utifrån olika perspektiv. Ett av dessa perspektiv är företagets uppfattning om sin redovisning och ett annat är aktiemarknadens uppfattning om företagets värde. Aktieköparna avgör sedan företagets värde genom daglig börshandel. Detta kan medföra stora svängningar i aktiemarknadens uppfattning om företagets värde från dag till dag. Dessa svängningar kan ses som en indikation på marknadens kortsiktiga och divergerande uppfattningar om företagets värde. Dessa kursrörelser har fått beteckningen "volatilitet". Denna företeelse har ofta en betydande roll i förhållandet mellan företaget och aktiemarknaden. Volatilitetsproblematiken beskrivs i korthet i avsnitt 3.3.4.

Till sist diskuteras begreppet "verkligt värde" utifrån några skilda aspekter.

3.1. Samhällsteorier som utgångspunkt för redovisningsteori

Redovisning beskrivs ofta utifrån tekniska aspekter. Frågan är om sådana på ytan tekniska problem kan knytas till någon teori som kan förklara utvecklingen av externredovisning? Redovisning är dock faktiskt inte bara en teknisk fråga. Redovisning är något mer. Dess roll i samhället är betydande och rymmer därmed också en politisk dimension.³¹

Institutionell teori kan vara ett verksamt hjälpmedel till förklaring av den utveckling som pågår. Institutionsbegreppet används som beteckning för olika slags föreställningar, regler och beteende samt även som ett uttrycksmedel för normer och traditioner³². Institution är ett sammanfattande begrepp för en uppsättning gemensamma föreställningar om hur verkligheten ser ut. Enligt Brunsson och Olsson³³ finns det två typer av institutionaliserade föreställningar. Den ena gäller långsiktiga tunga trender som genomsyrar hela det västerländska samhället. Det kan gälla normer om rationalitet, individualitet och effektivitet. Den andra föreställningen gäller modebetonade uppfattningar som under viss tid i en given situation får stor utbredning. Enligt detta synsätt måste för överlevnadens skull en företeelse vara legitim och socialt godkänd eller reglerad.

Medan institutionalisterna har sin utgångspunkt i bl.a. sådana begrepp som makt och normer utgår den **klassiska och neo-**

³¹ Artsberg, K., 1992

³² Carlsson, L., 2001

³³ Brunsson, N. och J.P. Olsson, 1991

klassiska ekonomiska teorin från nyttoaspekter. Forskningen om finansiellt agerande har sin grund i den neoklassiska nationalekonomiska forskningen. Denna forskning bygger på antaganden om samhället och individens natur. Forskarna tar för givet att verkligheten är på ett visst sätt. Det går att identifiera tre sådana uppfattningar³⁴. Den första av dessa är antagandet att investerare och beslutsfattare på det ekonomiska området agerar rationellt. Det andra avser antagandet att de finansiella marknaderna är i perfekt konkurrens. Det tredje antagandet bygger på uppfattningen att informationen är saklig och fri.

De flesta är nog överens om att individen i ekonomiska sammanhang är rationell i det avseendet att denne strävar mot att maximera värdet av sina investeringar. Förutsättningen för att kunna göra detta är dock sett i ett större perspektiv att de finansiella marknaderna är i perfekt konkurrens och att redovisningsinformationen är saklig och lättillgänglig. Ett medel att uppnå dessa effekter anses vara standardisering och likriktning.

Om det är så att de här beskrivna antagandena inte gäller, så är det ändå så att standardiseringsrörelsen strävar mot att göra dem giltiga. Standardisering och jämförbarhet bygger på en positivistisk vetenskapssyn, enligt uppfattningen att det som kan jämföras också kan utgöra underlag för förutsägelser om framtiden. T.ex. är uppfattningen den att årsredovisningar som bygger på likartade förutsättningar kan aggregeras branschvis i syfte att ge statistisk information som vägledning för beslut.

³⁴ Ryan, B., R.W. Scapens and M. Theobald, 1992

Dessa beslut skall påverka framtida kassaflöde för investerare³⁵.

Vid en återblick till 1920-talet kan konstateras att den redovisningsforskning som fanns då³⁶ främst inriktade sig på att bygga upp principer för redovisning utifrån existerande praxis. De ekonomer som vid denna tid också började intressera sig för forskning inom redovisning var istället inriktade mot frågor avseende vinstmätning och den "sanna vinsten". Whittington³⁷ har beskrivet den förra forskningsinriktningen som det "empiriska induktiva synsättet" och det senare som det "deduktiva synsättet". Enligt det deduktiva synsättet försöker utövarna av detta synsätt utifrån neoklassiska ekonomiska teorier att komma fram till metoder för ideala vinstmätningar. En central uppfattning hos denna forskningsinriktning var och är att komma fram till enhetliga normer för vinstbestämning med syftet att förse investerare och aktieägare med korrekt information. Detta blev också själva fröet till den standardiserings- och likriktningsrörelse som finns idag och den kamp som därmed nu också blivit allt mer synlig om makten över externredovisningens reglering. Ytterligare en orsak till en utveckling mot standardisering och likriktning anses ha varit börskraschen i USA i början av 1930 – talet. Både aktiemarknad och reglerare ställde nu krav på en enhetlig redovisning som skulle kunna tjäna som underlag för investerares beslutsfattande³⁸.

³⁵ FAR, 2006

³⁶ Ryan, B. R.W. Scapens and Theobald, 1992

³⁷ Whittington, G., 1986

³⁸ Evans, T.G., 2003

Tills sist, några påpekanden om förhållandet mellan klassisk, neoklassisk teori och institutionell teori. Skillnaden mellan klassisk och neoklassisk teori är inte särskilt omfattande. Resursallokering via marknadspriser och den positivistiska världsuppfattningen är de helt gemensamma dragen. Den klassiska teorin har sin fokus på produktionen medan den neoklassiska teorin mera är inriktad mot konsumenten. Den klassiska teorin är också mera inriktad mot makroekonomi medan den neoklassiska teorin riktar sig mot mikroekonomiska frågor. Det mest framträdande draget hos neoklassicismen har varit att marginalnyttan (managerial economics) spelar en framträdande roll i den teoretiska analysen. Marginalnyttoresonemanget leder vidare till sådana frågor som möjligheten att mäta vinst på ett godtagbart sätt. Vinstmätning hänger naturligtvis också samman med frågan om på vilket sätt ett företags tillgångar skall värderas.

Även institutionell teori intresserar sig för resursallokering, men inte utifrån pristeori utan i stället fokuserar teorin mer på begrepp som tradition, makt och regler som drivkrafter till prispbildningen och resursallokeringen³⁹. Den klassiska och neoklassiska teorins bidrag till redovisningsfrågorna är den positivistiska synen och nyttotänkandet som lägger grunden till bl.a. antagandet att det behövs gemensamma jämförelsemått för beslutsfattande med syfte att allokera marknadens kapital korrekt. Den institutionella teorin pekar däremot på det faktum att det kan finnas "bromsklossar" i detta avseende och att dessa finns i traditioner, maktfrågor och regelverk.

³⁹ Sandelin, Trautwein och Wundrak, 1995

Genom makt kan t.ex. framställas krav på likriktning av regler i ett globalt perspektiv. Enligt Brunsson⁴⁰ är likriktning en konsekvens av standardisering, men det kan också vara så att likriktning leder till standardisering. Likriktning kan ske utan standardisering t.ex. genom normer, makt och underkastelse. Den standardisering som därefter sker innebär en legitimering av likriktningen. I det förra fallet torde standardiseringen ha en teknisk utgångspunkt med målet att skapa effektivitet på något område. I det senare fallet kan standardiseringen ses som en politisk eller ideologisk verksamhet med målet att påverka t.ex. hela kulturer i en viss riktning. Vad som sker idag i den internationella redovisningens reglering är troligen en kombination av den tekniska aspekten (standardisering) och den politiska aspekten (likriktning). De senaste 30 åren har det funnits en stark strävan mot en likriktad/standardiserad redovisning i ett globalt perspektiv. Denna strävan tycks främst ha sin grund i en globaliserad kapitalmarknad. Drivkraften är praktisk. Marknaden strävar mot effektivitet och likformig information till investerare var de än befinner sig.

3.2. Redovisning i ett utvecklingsperspektiv

I alla tider har redovisning utvecklats i samklang med olika civilisationers kulturella utveckling. För länge sedan sågs redovisning utifrån matematiska aspekter, t.ex. Paciolo på 1400-talet⁴¹. Syftet med redovisning var då inte lika omstritt som i

⁴⁰ Brunsson, N. och B. Jacobsson, 1998

⁴¹ Grandell, A., *Redovisningens utvecklingshistoria*, 1972

dagens samhälle. Redovisning gjordes av vad köpmannen hade och varför denne hade det, dvs. att köpmannen upprättade en balansräkning och en resultaträkning. Vad köpmannen skulle ha denna redovisning till uppfattades inte som någon kontroversiell fråga.

Historiskt sett påvisar forskningen hur de ansvarsförhållanden som ligger till grund för redovisningen utvecklats. Från 1300 - talets Italien där ansvaret för anförtrödda resurser skapade behov av dubbel bokföring, vidare till 1600-talets Frankrike där den ekonomiska nedgången med stor omfattning av ekonomiska sammanbrott i företagen framtvingade den första europeiska bokföringslagen år 1673 med syfte att skapa ett skydd för långivarna⁴².

Numera framhålls redovisningen ofta som en social konstruktion som beror på samhällsutvecklingen i stort. Detta synsätt kommer bl.a. till uttryck i den s.k. Truebloodrapporten⁴³ från 1973 vars inledande ord lyder: *"Accounting is a social system much like language and law. As such it tends to evolve by adopting to its environment."*⁴⁴

De två världskrigen har också haft betydelse för redovisningens utveckling. Brist på resurser och central mobilisering av resurser krävde underlag för priskontroll och intern styrning, som bidrog till krav på normalkontoplaner och standardisering av redovisningen. Efterkrigstidens krav på planering har också

⁴² Jönsson, S., 1985

⁴³ AICPA, Objectives of Financial Statements, 1973

⁴⁴ Jönsson, S., 1985, sid.11

bidragit till förskjutningar i redovisningens syften. Från att enbart vara ett kontrollinstrument för utkrävande av ansvar kommer redovisning att användas som underlag för beslutsfattande i ekonomiska frågor. Som en konsekvens av demokratiseringssträvande i näringsliv och samhälle har tillkommit stora nya grupper användare av redovisningsinformation vilket bl.a. framkallat sådana redovisningsbehov som social redovisning, redovisning av mänskliga resurser samt miljöredovisning⁴⁵. De nya grupperna anlägger andra perspektiv på redovisning än vad företagsledningar gör. Det kan antas att det har uppstått förståelseproblem och att många intressen och informationsbehov faktiskt inte blivit tillgodosedda. Vilka sådana behov som på sikt kommer att tillgodoses eller inte tillgodoses är mycket en fråga om vem eller vilka som kommer att ha makten över redovisningen och de synsätt och intressen som dessa makthavare företräder.

Det har länge pågått en maktkamp mellan det amerikanska och det europeiska sättet att se på redovisning. Detta kan bl.a. ha sin grund i sättet att finansiera företagens verksamhet. Förr i tiden var bankerna den naturliga källan till finansiering. Från 1970-talet har företagen allt mer sökt sin finansiering på aktiemarknaden. I Europa ligger denna utveckling efter den i USA. Medan europeiska företag sökt sin finansiering i bankerna har det amerikanska företagen länge vänt sig till börsen. Dessa reella skillnader bör också betyda att kravet på redovisningsinformation har varit olika i USA och i Europa.

⁴⁵ Jönsson, S., 1980

Under 1980/1990 - talen har marknaden för finansiering gått över nationsgränserna. Kapitalmarknadernas globalisering kommer därmed att ställa ökade krav på en internationell harmonisering av företagens rapporter. Det är då naturligt att USA som är världens största kapitalmarknad kommer att ställa krav på redovisningsinformation som överensstämmer med deras nationella intressen. USA har utvecklat mångfald fler redovisningsrekommendationer än andra delar av världen och ligger tidsmässigt också långt före andra delar av världen.

Bengt Rydén, tidigare chef vid Stockholms fondbörs, har 1997 beskrivit redovisningsproblemen vid denna tidpunkt på följande sätt:

"Genom aktieägandets samtidiga popularisering och professionalisering har de publika företagens finansiella information utvecklats från en angelägenhet för ett mindre antal direkt berörda specialister till en fråga av samtidigt intresse för ett större antal specialister och en bred allmänhet. Frågan har därmed också kommit att få en politisk dimension" ⁴⁶.

3.3. Teorier om redovisning och om aktiemarknad

Detta avsnitt skall bidra med fördjupad insikt om redovisningens externa uppgift och redovisningens relation till aktiemarknaden.

⁴⁶ Edenhammar H. och I. Hägg, 1997, sid. 7

3.3.1. Externredovisningens uppgift

Redovisning har en servicefunktion. Det har åtminstone tidigare varit den uppfattningen att redovisning skall tjäna syftet att tillgodose ett flertal intressenters informationsbehov. Redovisningen skall ge relevant information som kan utgöra underlag för beslutsfattande.

I det internationella ramverket för externredovisning sägs att:

*"The users of financial statements include present and potential investors, employees, lenders, suppliers and other trade creditors, customers, governments and their agencies and the public. They use financial statements in order to satisfy some of their different needs for information".*⁴⁷

Denna beskrivning av redovisningens uppgift kanske inte längre är giltig, trots sin ungdom. Mycket talar för att det s.k. kapitalmarknadsintresset har kommit i förgrunden.

Enligt Ijiri⁴⁸ utgörs kärnan i redovisning av en ansvarsrelation mellan den redovisningsskyldige, den s.k. agenten och den redovisningsberättigade huvudmannen. För att denna ansvarsrelation skall bli meningsfull bör ett antal villkor vara uppfyllda innebärande bl.a. att ansvarsområdet måste vara klart definierat. Det måste också stå klart vem som är ansvarig mot vem. Redovisningen måste följa god redovisningssed och det måste dessutom finnas sanktioner mot den som inte tar sitt

⁴⁷ IASC, 1998, sid. 36

⁴⁸ Ijiri, Y., 1967

ansvar eller bryter mot god redovisningssed. Redovisningens uppgift bör därför framför allt vara att utöva kontroll, menar Ijiri.

Enligt Watts och Zimmerman⁴⁹ är redovisningens uppgift att förse företagets revisor med information och dennes funktion är att hjälpa huvudmannen att utöva den kontrollerande funktionen över företagsledningen. Ijiri samt Watts och Zimmerman delar således uppfattningen att redovisningens uppgift är att utöva kontroll över företagsledaren.

Redovisningen fyller

"inte minst funktionen att ge underlag för successiv reduktion av osäkerhet ju närmare en framtid man kommer" ⁵⁰

enligt Runsten. Det är med utgångspunkt i en sådan ståndpunkt det kan antas att nya regelverk med värdering till verkligt värde kan ha en uppgift att fylla. Under ogynnsamma förhållanden kan regelverket också vara ett hot mot en sund aktiemarknad. Utifrån en sådan aspekt handlar redovisning mera om förtroende än hur företagets situation faktiskt är.

⁴⁹ Watts, R. L. and J.L. Zimmerman, 1986

⁵⁰ Lind, J. och W. Schuster, (red.), 2004, sid. 121

3.3.2. Aktiemarknadens aktörer

Det är viktigt, påpekar Runsten⁵¹, att veta vad en aktiemarknad är och hur denna marknads aktörer fungerar samt vilka mål de har. Ägar-/placerarperspektiven är många. För en renodlad "finansiell placerare" kan aktiemarknaden ses som en andrahandsmarknad för potentiella utdelningsströmmar. För en renodlad "daytrader" är aktiemarknaden endast en exploaterbar volatilitet och för en "industriell investerare" kan aktier ses som en marknad för företagskontroll. De olika aktörerna har genom sina intressen tilldelat sig helt skilda roller i aktiehandeln och dessa rollers betydelse för kursbildningen kan ses som viktig för full förståelse av förhållandet mellan redovisningsinformation och aktiekurser. Runsten urskiljer således några olika typer av aktieplacerare och dessa aktörers "krav" på påverkan av aktiekurserna, där den aktive handlaren eller "daytrader" är den som ställer krav på varierande kurs med korta tidsintervaller. Med tanke på de ökade möjligheter som funnits sedan början av 2000-talet att köpa och sälja aktier över internet snabbt och billigt har denna grupp av placerare fått en allt viktigare roll i kursbildningen. Det torde också kunna antas att den som agerar på kort sikt varken vill eller kan utgå från företagets kvartalsrapporteringar i sitt beslutsfattande.

⁵¹ ibid

3.3.3. Effekter av aktieägarstyrning och den s.k. pilotskolan

Farhågor beträffande redovisningens nydaning i en tidsanda där begreppet investerare kan ha många innebörder förekommer bland flera viktiga aktörer. Den före detta börschefen Bengt Rydén⁵² konstaterar att aktieägandet tilltagit från att omfatta ett fåtal till ca 80 procent av den vuxna befolkningen och att börsvärdet stigit från en bråkdel till över 100 procent av landets bruttonationalprodukt. Omsättningshastigheten i handeln har ökat från ca 5 procent av bruttonationalprodukten till 150 procent. En naturlig följd av detta har varit ständigt ökade krav på både kvantitet och kvalitet på den finansiella informationen. Rydén påpekar att en effektiv aktiemarknad bygger på ett väl utvecklat förtroende mellan producenter och konsumenter av redovisningsinformation. Om detta förtroende ifrågasätts eller missbrukas uppstår lätt en förtroendekris och förtroendefrågan är fundamental. En opålitlig information skapar osäkerhet på marknaden och höjer riskpremien, avkastningskravet och kapitalkostnaderna. Rydén har också funderingar huruvida användarna av information vill ha allt detta informationsflöde och om de kan tillgodogöra sig detta. Hur som helst har företagsledarna blivit allt mer aktiemarknadsdrivna, konstaterar Rydén, och menar att denna utveckling har skapat problem. Börsbolagen sätter numera den finansiella dimensionen före den reala. Utrymmet för godtycke och lockelse till siffermanipulation har blivit stort och växande.

⁵² ibid

*"Vi känner en växande oro över en del inslag i det som brukar kallas tidsandan. En oro som vi dessutom delar med många utomordentligt erfarna koncernchefer. Vår oro gäller den idag förhärskande synen på hur större företag bör styras och ledas och den ofta ensidiga syn som därvid odlas."*⁵³

Så lyder förordet till boken *Koncernchefen och ägarna*. Författarna motsätter sig där tanken att företagets uppgift endast skulle vara att berika ägarna. Det är visserligen bra, menar dessa, med ägarstyrning upp till en viss nivå, men ovanför denna kommer företagets fokus att förskjutas från den operativa verksamheten till den finansiella och detta kan inte vara bra, menar de. Koncerncheferna i de börsnoterade företagen tvingas ägna allt för stor tid för ägarrelaterade frågor och då inte minst åt den grupp som författarna benämner "de ställföreträdande ägarna". Med detta begrepp avser dessa bl.a. analytiker och ekonomijournalister, vilka numera spelar en viktig roll i informationsprocessen genom att vara uttolkare av företagens redovisning.

3.3.4. Volatilitet och aktiemarknadens effektivitet

Volatilitet eller kursrörlighet kan definieras som ett mått på hur stor osäkerheten är vad det gäller den framtida kursutvecklingen i en aktie. Volatilitet är de kortsiktiga rörelser i aktiens pris som kan konstateras under en dag eller från en dag till en annan. Hög volatilitet kan leda till instabilitet i de finansiella marknaderna. Volatilitetsproblematiken uppmärksam-

⁵³ Brodin, Lundkvist, Sjöstrand och Östman, 2000, sid. 1

mades först i USA⁵⁴ och effekten av denna företeelse blev att en del investeringar gav mycket bra avkastningar medan andra tvärt om gav mycket dåliga.

Det är fullt möjligt att de klassiska teorierna om marknaden och dess sätt att fungera inte längre stämmer överens med den verklighet som idag råder⁵⁵. En sådan faktor är det allt mer utbredda intresset för kortsiktiga placeringar i aktier. Denna form av aktiehandel spelar troligen, åtminstone i vissa branscher, stor roll för både kursutvecklingen och företagens beroende av marknaden vid sin informationsgivning. De kortsiktiga handlarna har inte samma intresse av att ha företagens fundamenta som utgångspunkt för sina beslut. I stället är det aktiekursens rörelser i sig som är underlag för beslut att köpa eller sälja aktier. De nya tekniska möjligheter som under de senaste åren finns tillgängliga i form av börshandel över internet med låga avgifter har också bidragit till att handeln blivit allt mer spekulativ. Företagens rapportering har i det kortsiktiga perspektivet inte samma betydelse för kursutvecklingen som varit fallet tidigare.

Vid en bedömning av sambandet mellan företagens rapportering och börskurser är detta beroende av vilken sorts aktörer som finns för stunden i en viss aktie, dvs. om aktien är ett inslag i en spelmarknad eller inte. Det är känt att spelarna dras till aktier med hög volatilitet. Detta bidrar till ökad omsättning i aktien och dessutom till ännu högre volatilitet. I ett läge där omsättningen avstannar kan detta efter en tid bidra till stora

⁵⁴ Campbell, 2001

⁵⁵ Blomberg, J., 2004

kurssvängningar som inte har något med företagets verksamhet att göra. Aktiekurserna kommer att "leva sitt eget liv" och då kan det inte förväntas att det skall finnas något samband mellan företagets egna kapital och dess börsvärde⁵⁶.

Vissa studier pekar på att det främst är aktier i mindre företag där de institutionella placerarna inte har något stort inflytande över kursutvecklingen som drabbas av hög volatilitet. Hög volatilitet är oftast ett uttryck för en överreaktion i förhållande till företagets fundamenta, så som vinster och utdelning⁵⁷. Denna överreaktion kan förklaras med att mindre informerade aktörer spelar en större roll på marknaden än vad de etablerade teorierna tagit hänsyn till. En annan faktor som ger upphov till överreaktioner är enligt Shiller⁵⁸ masspsykologi och grupptryck med den verkan att alla handlar på samma sätt. Marknaden är därför inte så effektiv som teorin gör gällande. Etablerade hypoteser kan inte längre fullt ut fungera som förklaringsmodell för aktiemarknadens beteende. Investerare har numera stora innehav i ett fåtal, eller endast en, aktie och agerar inte i enlighet med portföljvalsteorin⁵⁹. Dessa investerare utsätter sig för extremt stor risk då de påverkas av volatiliteten inom en viss bransch eller hos en enstaka aktie. Det är detta risktagande som är grunden för aktiemarknadens kortsiktiga aktörer och dessa söker sig därför just till aktier som har hög volatilitet. Aktörerna kan därför ses som spelare mera än som investerare.

⁵⁶ Torsell, J. och P. Nilsson, 2000

⁵⁷ De Bondt and Thaler, 1986

⁵⁸ Shiller, R. J., 2000

⁵⁹ Campbell, 2001

Risk kan både belönas och straffas. Detta medför att kortsiktiga aktörer kan komma att dominera vissa aktieslag. Om dessa aktörer belönas ökar deras argument för att fortsätta agera kortsiktigt i volatila aktier. Om aktörerna straffas kommer även detta att vara ett argument att fortsätta i volatila aktier av det skälet att det är mycket svårt att hämta tillbaka förlorade pengar genom att lägga om strategi till mindre volatila aktier. Spelet måste fortgå. Det finns enligt Thaler⁶⁰ ingen anledning att anta att kortsiktiga aktörer kommer att elimineras från marknaden och inte heller att de inte kan påverka marknadspriset på aktier, enligt de Bondt⁶¹. Denne har observerat både långsiktig och kortsiktig volatilitet. Långsiktig volatilitet kan ses som en överreaktion i förhållande till företagets vinst, förmögenhet och utdelningsmöjligheter medan den kortsiktiga volatiliteten eller överreaktionen beror på att aktiemarknaden överskattar ny information, både positiv och negativ. Den långsiktiga volatiliteten kan därför, även den, antas samvariera med företagets redovisade förmögenhet. Kurvorna för redovisat eget kapital och börsvärde har samma riktning men olika styrka.

Vad det gäller marknads effektivitet finns argument både för och emot denna teoris riktighet. Ett gott argument för att marknaden faktiskt är effektiv är dock den omedelbara reaktionen på nyheter. Det finns många studier som visar att marknaden reagerar omedelbart vid de tillfällen ny information offentliggörs⁶². Av detta dras slutsatsen att marknaden är i en-

⁶⁰ Thaler, R. L., 1993

⁶¹ De Bondt and Thaler, 1986

⁶² Thaler, R.L., 1993

lighet med etablerad nationalekonomisk teori och att det därför är omöjligt att förutse kursförändringar⁶³.

3.3.5. Aktiemarknadens förväntningar ställs mot företagens rapportering

Aktiekurserna drivs av förväntningar. För den som följt aktiehandeln under en tid kan ofta konstateras att bra redovisningar kan bidra till sänkta aktiekurser medan dåliga redovisningar ibland också kan bidra till högre aktiekurser.

För att till fullo vara införstådd med orsakerna till sådana aktiekursförändringar som kan ses som irrationella, måste också det rådande "förväntningsläget" direkt före rapporteringstillfället beaktas. Om t.ex. aktiemarknaden förväntar sig en viss vinst eller viss förmögenhetsökning, kommer detta att ha betydelse för kursutvecklingen direkt vid rapporteringstillfället och inte bara vad som faktiskt rapporteras i förhållande till tidigare rapportering. Vad som faktiskt redovisas måste således alltid relateras till hur marknadens förväntningar ser ut. Mätningar av samvariation mellan förändringar i företags redovisade egna kapital och dess börskurs kan därför för korta intervaller antas vara låg utan att detta behöver innebära lågt förtroende för redovisningen på längre sikt. Stora kursförändringar på kvartalsrapporteringsdagarna behöver inte bero på bristande tilltro till företags förmåga på lång sikt utan bör i stället ses som en justering av förväntningar. Ofta sker sådana justeringar

⁶³ Hägg, C., 1989

redan dagarna före eller någon vecka före det att kvartalsrapporten presenteras. Detta kan t.ex. bero på att den s.k. analytiker kåren offentliggör sina "spådomar" eller genom att företagen själva går ut med s.k. vinstvarningar. Det kan genom en studie av pressmeddelanden konstateras att dessa fenomen inte är frekventa i fastighetsbolagen och illustrationer av fenomenet får därför hämtas från andra branscher med mer omfattande aktiehandel. Problemet har diskuterats i kapitel 2 i denna studie.

3.3.6. Företagets värde från skilda perspektiv – företaget och marknaden

Hur görs en värdering av ett företags aktier? Enligt sådan ekonomisk teori som tar sin utgångspunkt i hypotesen om den perfekta marknaden med full tillgång till relevant information och under rationellt beslutsfattande bör utgångspunkt vara företagets verkliga egna kapital. Detta kapital representerar summan av alla de utdelningar som kommer att tillfalla ägarerna. Det är just detta kapital som skall vara likvärdigt med vad någon är beredd att betala för nettotillgångarna i ett företag⁶⁴. Värdet av en kapitaltillgång är också enligt ekonomisk teori det diskonterade värdet av de framtida *betalningsflöden* som företagets ägare förväntas erhålla genom sitt ägande⁶⁵.

Det finns således två möjliga beskrivningar av företagets värde. Den ena handlar om företagets balansräkning. Den andra

⁶⁴ Landelius, A. och J. Treffner, 1998

⁶⁵ Runsten, M., 1993

handlar om det värde företaget kan ha på den öppna marknaden. Redovisningsrapporterna är ett försök till beskrivning och mätning av de ekonomiska konsekvenserna av företags handlande. Med hjälp av balansräkningen identifieras företags tillgångar och skulder vid en viss tidpunkt och därmed beskrivs också företags förmögenhet som skillnaden mellan tillgångar och skulder. Med hjälp av en prisbildningsprocedur genom kontinuerlig anonym handel på en börs kommer företags värde att fastställas genom en balansering av aktörernas framtidsförväntningar på företagen. I en värld med s.k. perfekta marknader skulle rimligen marknadens förväntningar stämma överens med företags beskrivning av dess ekonomiska läge. Vid icke perfekta marknader kommer värdena sannolikt att vara olika.

Den officiella, genom rekommendationer och lag reglerade balansräkningen inrymmer dessvärre svårigheter att ackumulera framtida förväntningar i någon högre grad. Först när en händelse realiseras på ett med rekommendationerna eller lagarna accepterat sätt kan den tas med i företags balansräkning. Detta är det snäva sättet att se på balansräkningen. En vidare definition av begreppet är att balansräkningen just är summan av alla förväntningar. En sådan balansräkning kan alltid upprättas i någon form, antingen av producenten av redovisningsinformation eller av användaren själv. Effekten av den periodiserade redovisningen förväntas vara som störst när korta perioder studeras för att avta i ett längre perspektiv⁶⁶. Även om den konventionella redovisningen och dess balansräkning

⁶⁶ ibid

skall utvisa vad som hänt i ett historiskt perspektiv är den också en brygga till framtiden. Den innehåller förväntningar. Som banala exempel kan nämnas kundfordringar, leverantörsskulder och avskrivningar på anläggningar. Förväntningarna består i att kundfordringarna skall omvandlas till ett inflöde av pengar, leverantörsskulderna skall omvandlas till ett utflöde av pengar och avskrivningarna skall motsvara en beräknad nyttjandeperiod för anläggningarna. Med det nya regelverket för förvaltningsfastigheter kan det förväntas att det är den vidare definitionen som gäller i dessa fall, nämligen den att balansräkningen i hög grad inrymmer bolagets framtida förväntningar. Balansräkningens uppgift är då att beskriva framtida kassaflöden. Balansräkningen inrymmer alla framtida resultaträkningar och resultaträkningens betydelse som analysinstrument därmed också kommer att minska i relevans till förmån för balansräkningen.

I den anglosaxiskt inspirerade litteraturen påstås oftast att det verkliga värdet på ett företag beskrivs genom dess börsvärde. Hur det är med detta kan ses som en retorisk frågeställning eller rent av en filosofisk sådan. Det är därför lätt att instämma, så är det, det är marknaden som bestämmer det verkliga värdet. Det finns dock argument som kan framföras mot synsättet att börsvärdet skulle vara ett uttryck för företagets verkliga värde. I vart fall går det att hävda att börsvärdet inte alltid är ett uttryck för ett företags verkliga värde. Landelius & Treffner⁶⁷ är av den uppfattningen att det inte alltid är så att alla aktier har samma värde även om den akademiska synen är den

⁶⁷ Landelius, A. och J. Treffner, 1998

att de har det. Dessa hänvisar till sina egna erfarenheter och påvisar att om köparen inte är en finansiell placerare utan istället en s.k. strategisk köpare värderas ett köp av 100 procent av aktierna väsentligt högre än ett köp av en mindre del av aktierna. Detta förhållande kommer också att gälla om aktierna köps över börsen eftersom efterfrågesidan skulle öka och driva upp börskursen allteftersom. De sist inköpta aktierna skulle därmed ha ett högre pris än de först inköpta. Priset på aktien speglar av detta skäl inte alltid bolagets värde eller priset på bolaget.

Om börsvärdet är företagets verkliga värde, kan detta i vart fall inte bedömas utifrån varje enskild transaktion utan istället med utgångspunkt i ett medelvärde av transaktioner under en längre tidsperiod och då kan företagets redovisning trots allt ses som ett försök att styra marknaden mot detta värde eller som ett förslag till vad börsen bör värdera bolaget till.

Vidare bör det uppmärksammas att IAS 40 innehåller restriktioner som faktiskt inte ger företagen möjlighet att fullt ut beräkna deras verkliga värden genom balansräkningen. IAS 40 beskriver hur fastigheterna skall värderas, däremot inte hur företaget skall värderas. Det är således inte möjligt att ta med s.k. synergieffekter av flera fastighetsinnehav i balansräkningen.

3.4. Från anskaffningsutgift till verkligt värde – en historisk återblick

Att bestämma värdet på en tillgång med utgångspunkt i den historiska anskaffningsutgiften har tidigare ansetts vara en sä-

ker grund för värdering, både i anglosaxisk och i kontinental redovisningskultur. Metoden bygger på objektivitet och verifierbarhet⁶⁸. Objektiviteten har sin förankring i uppfattningen att något faktiskt har inträffat, till ett med utomstående part överenskommet pris, i en dokumenterad handling. Objektivitet och verifierbarhet har alltid ansetts utgöra de två viktigaste argumenten för att värdera en tillgång till dess historiska anskaffningsutgift. Dessutom bygger metoden på den allmänt vedertagna realisationsprincipen, vilken innebär att en företeelse skall redovisas vid det tillfälle då den faktiskt har inträffat. En sådan situation är för handen när det konkret kan visas att pengar kommer att flyta ut från företaget direkt eller i framtiden till ett förutbestämt värde som en konsekvens av ett avtal. I detta avseende kan konstateras att det nya regelverket inte lägger samma vikt vid dessa principer.

Principen om värdering till historisk anskaffningsutgift har varit så djupt rotad i redovisarnas tänkande att den har uppfattats som en grundbult eller kärnfråga⁶⁹. Principen har ansetts vara själva förutsättningen för en bra redovisning. Chambers⁷⁰ har beskrivit argumenten för värdering till historisk anskaffningsutgift bl.a. genom att hänvisa till förvaltarsteorin.

"Historical cost reports the property originally entrusted to a principal by another. In the stewardship relationship, the steward is responsible for the proper management of that property

⁶⁸ Statements of Financial Accounting Concepts, Nr. 2, 1980

⁶⁹ Evans, T.G., 2003

⁷⁰ Chambers, R. J., 1966

and must give an account of what he received and what he returned. Historical cost is consistent with that”⁷¹.

En av aspekterna av förvaltarskapsteorin är således principen om värdering till historisk anskaffningsutgift. Dessutom är värderingsmetoden en mycket gammal och hävdvunnen princip enligt vilken det är en självklarhet att inte redovisa på något annat sätt. Ytterligare argument till förmån för denna princip kan visas i samband med den stora börskraschen i USA år 1929⁷². Situationen var nämligen den att företagen redan i början av 1900-talet tagit sig friheten att bryta mot principen till förmån för ”current value accounting”, dvs. värdering till marknadsvärden. Efter börskraschen anser vissa forskare att denna redovisningsmetod kunde ha varit en bidragande orsak till det inträffade. Efter börskraschen blev det således ännu ett uppsving för principen om värdering till historisk anskaffningsutgift. Den trots allt under 1900-talets början begynnande kritiken mot värdering till historisk anskaffningskostnad kom dock att finna nya vägar. Ett argument mot metoden blev att ”aktualitet” borde vara en mer relevant utgångspunkt för värdering än kriterierna objektivitet och verifierbarhet. Det kom med tiden att anses viktigare att ta hänsyn till förändringar i företagets omvärld och marknad. Dessa ville nu helt enkelt fånga upp verkligheten vid varje redovisningstidpunkt i företagets balansräkning.

I USA kom reglerna under 1960-talet fram till två viktiga ställningstaganden till förmån för värdering till marknadsvär-

⁷¹ Evans, T. G., 2003, sid. 314

⁷² ibid

den. Dessa formulerades i ARS1, ARS2 och ARS3⁷³ samt i A Statement of Basic Accounting Theory (ASOBAT)⁷⁴ genom Moonitz där denne förkastar principen om värdering till historisk anskaffningsutgift till förmån för marknadsvärden. Uppfattningen att värdering till anskaffningsutgift inte längre var ett användbart mått att bestämma en tillgångs värde blev allt vanligare och att marknadsvärden faktiskt kunde beräknas utifrån objektiva grunder.

I ASOBAT sägs det att begreppet relevans är viktigare än verifierbarhet och att värdering till marknadsvärden är ett uttryck för relevans. Redovisningens praktiker i USA var vid denna tidpunkt dock inte mogna att ta till sig denna redovisningsprincip, möjligen beroende på erfarenheterna från börskraschen några decennier tidigare. Därför valde ASOBAT att slå fast att företagen skulle redovisa både till historiskt anskaffningsvärde och till marknadsvärde, men grunden var ändå härmed lagd för ett redovisningens paradigmskifte bort från värdering till historisk anskaffningsutgift och fram mot en redovisning till marknadsvärden.

Under 1990-talet har en ny och annorlunda kritik mot principen om värdering till historisk anskaffningsutgift framkommit⁷⁵. Denna kritik kommer från aktieägare/investerare och har fått beteckningen "förmögenhetseffekten". Dessa vill med denna beteckning visa att aktiekurser har ett samband med redovisning och att aktiekurser också kommer att påverka välfär-

⁷³ Moonitz, M., 1961

⁷⁴ American Accounting Association, 1966

⁷⁵ Evans, T.G., 2003

den genom ökad vilja att ta beslut om ökad konsumtion vid högre aktiekurser. Aktiemarknadens förhållningssätt till redovisning och värdering och till redovisningens uppgift i samhället blir därmed mera påtaglig.

Från år 2005 kan konstateras att möjligheten finns att redovisa tillgångar till verkligt värde även i balansräkningen i ett antal fall. Detta gäller förvaltningsfastigheter (IAS40) och Jord- och skogsbruk (IAS41) och nu även Finansiella instrument (IAS39) och är en konsekvens av EU: s förordning om att EU: s medlemsländer fortsättningsvis fullt ut skall följa IAS/IFRS regelverk för de börsnoterade företagen. Det skall dock uppmärksammas att IASB varit försiktiga i sitt krav på värdering till verkligt värde, då dessa säger att:

"7. Detta är första gången styrelsen har presenterat en redovisningsmodell som bygger på verkligt värde för icke-finansiella tillgångar. Av kommentarerna som lämnades avseende utkast E64 framgick att även om många stödjer denna utveckling, är det många andra som ännu har betydande principiella och praktiska invändningar. Vissa kritiker menar att vissa fastighetsmarknader inte är tillräckligt utvecklade för att en metod som bygger på verkligt värde skall kunna fungera tillfredsställande. Dessutom anser kritikerna att det inte är praktiskt genomförbart att skapa en exakt definition av begreppet förvaltningsfastighet och att detta innebär att det är praktiskt ogenomförbart att för närvarande kräva en värderingsmetod som bygger på verkligt värde." ⁷⁶

⁷⁶ FAR, 2003, sid. 434

*"8. Av dessa skäl är styrelsens uppfattning att det i nuläget inte är praktiskt genomförbart att kräva en värderingsmetod som bygger på verkligt värde för förvaltningsfastigheter. Samtidigt menar styrelsen att det är önskvärt att tillåta en värderingsmetod som bygger på verkligt värde. Detta utvecklingssteg framåt ger både dem som upprättar och dem som använder finansiella rapporter en möjlighet att skaffa sig större erfarenhet av att arbeta med en värderingsmetod som bygger på verkligt värde och ge tid för vissa fastighetsmarknader att nå en större mognad."*⁷⁷

Det ovan citerade är således uttalanden från IASB, det internationella förbundet för redovisningens globala reglering. Det råder en viss försiktighet hos IASB när det gäller en övergång från principen om historisk utgift till marknadsvärden. EU: s hållning till verkligt värde är ännu mer försiktig. I förordet till *Internationell redovisningsstandard i Sverige år 2003* sägs att:

*"EU har antagit alla IAS utom två som är under bearbetning - nr 32 och 39..... Dessa behandlar finansiella instrument".*⁷⁸

Vidare sägs att:

"Det är också viktigt att den föreskrivande kommittén för redovisningsfrågor i ett tidigt skede underrättas om kommissionen

⁷⁷ FAR, 2003, sid. 434-435

⁷⁸ FAR, 2003, sid. 5

har för avsikt att föreslå att en internationell redovisningsstandard inte skall antas".⁷⁹

Detta innebär att EU har förbehållit sig rätten att inte anta nya regelverk från IASB.

3.5. Redovisning av förvaltningsfastigheters verkliga värde

Detta avsnitt ger en definition på begreppet verkligt värde enligt IAS 40 samt en belysning av EU:s syn på begreppet i allmänhet. Vidare tas förutsättningarna för redovisning till verkligt värde på förvaltningsfastigheter i Sverige upp till behandling.

3.5.1. Definition av begreppet verkligt värde enligt IAS 40

I detta avsnitt kommer ett antal citat hämtade direkt i IAS 40 att diskuteras. Syftet är att visa komplexiteten i begreppet verkligt värde.

"Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs."

⁷⁹ FAR, 2003, sid. 12

"Det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet är vanligen marknadsvärdet. Verkligt värde fastställs som det mest sannolika pris som rimligen kan erhållas på marknaden på balansdagen inom ramen för definitionen av verkligt värde."

"Det verkliga värdet på förvaltningsfastigheter skall baseras på det aktuella marknadsläget och andra omständigheter på balansdagen, och inte på vad som gällt tidigare eller kan förväntas gälla senare."

"Det verkliga värdet återspeglar, bland annat, inkomster från löpande hyresavtal och rimliga antaganden om marknadens bedömning av hur kunniga parter skulle bedöma utvecklingen av nivån på framtida hyresavtal mot bakgrund av rådande marknadsförutsättningar."

*"Definitionen av verkligt värde utgår från att parterna är oberoende av varandra. Innebörden av detta är att parterna inte har en sådan särskild intressegemenskap att ett överenskommet pris framstår som föga karaktäristiskt för marknaden. Transaktionen förutsätts äga rum mellan parter som är oberoende av varandra och som var och en agerar utifrån sina intressen."*⁸⁰

Om inte aktuella priser på en aktiv marknad finns att tillgå skall företaget beakta aktuella priser på en aktiv marknad "av annat slag, i annat skick och med annat läge" och justera dessa värden med hänsyn till de skillnader som finns. Alternativt

⁸⁰ FAR, 2003, sid. 436, sid. 439 och sid. 440

skall "nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar" bedömas.

*"Som diskonteringsränta används en räntesats som återspeglar marknadens bedömning av osäkerheten i storleken på, och tidpunkten för, framtida betalningar."*⁸¹

Vidare påpekas i punkt 43 att verkligt värde skiljer sig från nyttjandevärdet genom att marknadsvärdet avspeglas i de kunskaper som aktörerna på marknaden har medan nyttjandevärdet utgår från de enskilda företagens kunskaper om den egna verksamheten. Detta innebär att det inte är möjligt att i verkligt värde ta med mervärden på grund av att fastigheten ingår i en portfölj av fastigheter. Inte heller är det möjligt att ta med synergieffekter mellan förvaltningsfastigheter och andra tillgångar eller legala rättigheter som gäller endast den aktuella ägaren. Enligt punkt 47 i IAS 40 får inte verkligt värde användas i redovisningen om detta inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt. Detta innebär att företagen inte bara har full frihet att värdera och redovisa enligt anskaffningskostnadsprincipen utan också att dessa i vissa fall är tvingad att göra detta.

Sammanfattningsvis motsvarar verkligt värde det belopp som en tillgång skulle kunna överlåtas till. Huvudprincipen är att det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet är fastighetens marknadsvärde, det pris som kan erhållas för fastigheten på balansdagen. Om det inte finns något marknadsvärde att jämföra med på den plats fastigheten är belägen skall företagen

⁸¹ FAR, 2003, sid. 440

som jämförelseobjekt ha en fastighet av annat slag, i annat skick och i annat läge som utgångspunkt för en beräkning av den egna fastighetens värde. Om detta inte kan göras på ett tillfredsställande sätt kan fastighetens värde beräknas med hjälp av nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar.

Även om regelverket säger att verkligt värde är en återspeglings av bl.a. inkomster från hyreskontrakt synes metoden att beräkna framtida kassaflöden till nuvärden endast vara en "nödlösning" och att det är det möjliga försäljningsvärdet på balansdagen är huvudprincipen vid värdering.

3.5.2. EU s syn på begreppet "verkligt värde" i allmänhet

I ett dokument från 1995 som har tagits fram av Accounting Advisory Forum⁸² diskuteras bl.a. tolkningssvårigheter med avseende på begreppen "försiktighet" och "matchning". Forumet konstaterar att det på intet sätt kan påstås vara en matematisk fråga utan i stället handlar frågan om subjektiva bedömningar.

Det finns också avsevärda svårigheter att tillämpa begreppen med hänsyn till språkets innebörd. Ett och samma begrepp kan tolkas olika i olika länder beroende på kulturella skillnader, historia och traditioner. Detta innebär att även om länderna skulle kunna komma överens på ett principiellt plan kommer troli-

⁸² Directorate-General XV, 1995

gen skillnader att finnas i användningen av dessa begrepp i praktiken. Detta problem har också behandlats av Evans.⁸³

Det är rimligt att hävda att redovisningen skall, enligt Accounting Advisory Forum, visa vad som faktiskt har hänt i företaget istället för att visa hur det kommer att gå i framtiden, en uppfattning som dock står i konflikt med den anglosaxiska världens uppfattning om redovisning. Olika synsätt på redovisning leder dock till olika tolkningar av gemensamma principer och regler och inte bara olika synsätt utan också det faktum att länderna har skilda verkligheter att ta hänsyn till.

Om tolkningsutrymmet för "försiktighet" är stort är det uppenbart att detta tolkningsutrymme är ännu större för "matchning". EU:s fjärde direktiv har inte fastlagt någon definition för detta begrepp. I England är t.ex. matchning liktydigt med periodiserad redovisning. Den periodiserade redovisningen har dock en klar definition i direktivet, men i länder där matchning står för något annat än periodiserad redovisning blir tolkningsproblemen uppenbara. Den allmänna uppfattningen är dock att det inte råder någon konflikt mellan begreppen "periodiserad redovisning" och "försiktighet". Däremot finns en sådan konflikt mellan "matchning" och "försiktighet" i vissa kretsar. Den konflikt finns dock inte i det fall matchning uppfattas som en bokföringsregel och försiktighet som en bedömningsfråga som leder fram till en rättvisande bild av företagets verksamhet, enligt dokumentet "Prudence and Matching".

⁸³ Evans, L., 2004

3.5.3. **Förutsättningar för redovisning till verkligt värde för förvaltningsfastigheter i Sverige**

EU beslutade att från den 1 januari 2005 skall alla noterade företag inom gemenskapen utarbeta sin koncernredovisning i enlighet med en enda uppsättning av redovisningsstandarder, nämligen de internationella redovisningsstandarderna International Accounting Standards (IAS).

I förordningen sägs också att EU endast godtagit de standarder som finns och inte de som skall komma. Detta framgår av punkt 14 där det fastslås att

”Det också är viktigt att den föreskrivande kommittén för redovisningsfrågor i ett tidigt skede underrättas om kommissionen har för avsikt att föreslå att en internationell redovisningsstandard inte skall antas.” ⁸⁴

Det påpekas att de internationella redovisningsstandarderna får antas endast om det inte strider mot vissa antagna principer och om de bidrar till det europeiska gemensamma bästa.

En av de regler som antagits av EU att gälla inom gemenskapen från den 1 januari år 2005 och som även antagits av Sveriges Riksdag är standarden IAS40 – Förvaltningsfastigheter. Syftet med standarden är att ange hur förvaltningsfastigheter skall behandlas i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs.

⁸⁴ FAR, 2003, sid. 12

IAS40 har utformats så att den tillåter värdering med utgångspunkt i anskaffningsvärdet men också tillåter en värdering som bygger på verkligt värde. Reglerarna påpekar att de med detta hoppas på en successiv övergång från det gamla till det nya sättet att redovisa fastigheternas värde.

4. Tidigare forskning med fokus på redovisningens värder relevans

Först beskrivs övergripande några relevansstudier samt därefter några svenska värder relevansstudier med fokus på specifika händelser och långsiktiga samband (ögonblicksstudier och korrelationsstudier).

4.1. Övergripande genomgång

Det finns ett stort antal relevansstudier inom kapitalmarknadsforskningen. Dessa studier söker efter samband mellan företagens redovisningsmått och någon variabel som inte hämtas från redovisningen. Fler än 1000 vetenskapliga artiklar har presenterats på detta område de senaste 30 åren⁸⁵. Studierna tog sin början i slutet av 1960-talet strax efter det att hypotesen om effektiva marknader presenterats⁸⁶. Framväxten av positiv redovisningsteori har också haft avgörande betydelse för framväxten av relevansstudier⁸⁷. Ball, Brown och Beaver⁸⁸ var föregångare inom denna forskningsinriktning. Det kan konstateras att den objektiva teori som nu gällde, hade som uppgift att beskriva och förklara redovisningens praktik⁸⁹. Objektiv teori kom därmed helt i förgrunden på bekostnad av den normativa teori som tidigare varit förutsättningen för forskning inom re-

⁸⁵ Kothari, S. P., 2001

⁸⁶ ibid

⁸⁷ ibid

⁸⁸ ibid

⁸⁹ ibid

dovisning (objektiv och positiv teori är två begrepp som beskriver samma fenomen).

De publicerade artiklarna har många olika inriktningar och beskriver skilda metodologier. Några av dessa beskrivs som "ögonblicksstudier" och andra som "korrelationsstudier". En ögonblicksstudie kan t.ex. analysera vad som händer med ett företags aktiekurs precis vid den tidpunkt som företaget offentliggör sin kvartalsrapport. En korrelationsstudie analyserar förändringar hos och mellan variabler på längre sikt. Det kan t.ex. avse förändringar i företagets redovisade egna kapital i förhållande till förändringar i företagets börskurs. Studierna avser ofta jämförelser av t.ex. starkt och svagt aktieägarskydd samt jämförelser av hur sambanden mellan variablerna ser ut i olika länder och redovisningskulturer. Några studier avser också olika regelverk och regelverk i förändring. Holthausen och Watts⁹⁰ har beskrivit utgångspunkten för dessa studier. Studierna har två infallsvinklar. Den ena av dessa kartlägger huruvida redovisning i praktiken påverkar regelverkens utformning. Den andra inriktar sig mot på vilket sätt ändrade regler kan bidra till bättre beskrivningar av företagens ekonomiska situation. Den första studie som använde begreppet "värder relevans" var troligen Amir⁹¹. Begreppet "värder relevans" innebär att den med redovisningsmålet analyserade variabeln är företagets börskurs. Synsättet indikerar att redovisningens uppgift är att förse aktiemarknaden med relevant information. Barth⁹² har kommit till slutsatsen att värder relevans-

⁹⁰ Holthausen, R. W. and R.L. Watts, 2001

⁹¹ Barth, M.E., W.H. Beaver and W.R.Landsman, 2001

⁹² ibid

studier bidrar med viktig information till dem som utformar regelverken (en uppfattning som dock inte delas av Holthausen och Watts⁹³). Dessa studier avser såväl samband mellan resultat och kursbildning som studier av samband mellan andra redovisningsmått och kursbildning. Exempel på sådan annan information är meddelande om klyvning av aktier samt ny- och fondemissioner och denna informations påverkan på kursbildningen. Undersökningar av samband mellan redovisat resultat och kursbildning och mellan resultatprognoser och kursbildning förekommer ofta medan undersökningar av förändringar i redovisat eget kapital och aktiekurser inte är lika frekventa. Enligt Holthausen och Watts ⁹⁴ har dessa studier inte till uppgift att bevisa orsakssamband mellan variabler. Istället utgår dessa studier från att det faktiskt finns ett sådant samband.

Det finns också ett antal tidiga studier som är inriktade på att utreda huruvida aktieplacering över huvud taget är intresserad av företagets ekonomiska rapportering. Benstone⁹⁵ och även Gonedes⁹⁶ pekar på att så knappast skulle vara fallet. Däremot anser sig Ball och Brown⁹⁷ ha påvisat motsatsen. Dessa har undersökt aktiekursernas genomsnittliga anpassning till resultatinformation. Dessa studier påvisar att aktiekurserna anpassar sig till resultatinformationen och att kursanpassningen skedde den vecka då bokslutsmeddelandena publicerades.

⁹³ Holthausen, R W. and R.L. Watts, 2001

⁹⁴ Hung, M., 2001

⁹⁵ Benston, G.J., 1967

⁹⁶ Gonedes, N.J., 1971

⁹⁷ Ball, R and P. Brown, 1968

Lev⁹⁸ har gjort en utvärdering av forskning gällande samband mellan redovisade vinster och aktiekurser före 1989. Han konstaterar i denna utvärdering att sambanden har varit låga. Easton och Harris⁹⁹ nämner samband som är mindre än 10 procent (korrelationskoefficienten) för korta analysperioder och samband på omkring 60 procent för längre perioder¹⁰⁰.

Ett flertal studier har också gjorts gällande samband mellan andra slag av redovisningsinformation och aktiekurser än just resultatinformation. Fama et. al.¹⁰¹ har studerat aktiekursers anpassning till meddelande om aktieklyvning.

Forsgårdh och Herten¹⁰² har studerat aktiekursernas anpassning till fondemissionsmeddelanden och Scholes¹⁰³ har gjort liknande undersökningar på nyemissionsmeddelanden. Samtliga dessa studier tyder på att aktieplaceringarna tar intryck av dessa meddelanden och att de genom sina beslut också påverkar kursbildningen.

Forsgårdh och Herten, men även Fama, påpekar att kursanpassningen för enskilda företag inte är omedelbar, men omedelbar som ett genomsnitt över alla företag. Kursanpassningen kommer enligt Fama till uttryck på två sätt. Den kan vara både "för stor" och "för liten" och den kan också vara fördröjd eller t.o.m. komma några dagar före den officiella informationen.

⁹⁸ Lev, B., 1989

⁹⁹ Easton, P. and T. Harris, 1991

¹⁰⁰ Easton, P., T. Harris and J. Ohlson, 1992

¹⁰¹ Fama, E. F., L. Fischer, M. Jensen and R. Roll, 1969

¹⁰² Forsgårdh, L-E och K. Herten, 1968

¹⁰³ Scholes, M., 1969

Orsaker till detta kan vara bl.a. placerarnas osäkerhet om informationens betydelse och innebörd.

Holthausen och Watts beskriver två underliggande teorier för värder relevansstudier, "direct valuation" och "inputs-to-equity-valuation". Den förra teorin har som syfte att bidra med mått på företagets värde eller att beskriva samband mellan förändringar i företagets redovisade värde och börsvärdet. Enligt denna teori antas företagets redovisade egna kapital vara en beskrivning av företagets marknadsvärde eller antas förändringar i redovisat eget kapital också bidra till motsvarande förändringar i företagets börsvärde. Den senare teorin (inputs-to-equity) ser redovisningens roll som ett instrument att förse investerare med beslutsunderlag vid aktieaffärer.

Holthausen och Watts nämner också redovisningsmetoder för fastigheter och hävdar att syftet med redovisningen där är att finna värden på fastigheterna som ligger så nära marknadsvärden som möjligt¹⁰⁴. Både "direct valuation" och "inputs-to-equity-valuation" teori, kopplat till utformning av regler, leder fram till att redovisat eget kapital skall ses som en beskrivning av företagets marknadsvärde. I detta sammanhang påpekar Holthausen och Watts att redovisning enligt detta synsätt egentligen borde rikta sig till företag som inte är börsnoterade, då de börsnoterade företagens värde bestäms genom börs-handel¹⁰⁵.

¹⁰⁴ Holthausen, R. W. and R.L. Watts, 2001

¹⁰⁵ ibid

Hung¹⁰⁶ har undersökt den periodiserade redovisningens relevans för aktiemarknaden i ett internationellt perspektiv. Studiens slutsats är att värder relevansen är lägre i länder där redovisningen inte har starkt fokus på aktieägarintresset som i länder med en mera öppen redovisning med starkare fokus på aktieägarna. Studien mäter sambandet mellan redovisningsinformation och aktiepriser där materialet har delats in i två grupper för jämförelse med utgångspunkt i redovisningsinformationens innehåll. Hung påpekar att ökningen inte har som syfte att avgöra om redovisningsinformationen faktiskt används som underlag för aktiemarknadens beslut. Att det skulle föreligga ett orsakssamband mellan variablerna "redovisningsinformation" och "priser på aktier" är ett antagande, som Hung har som utgångspunkt.

Hassel¹⁰⁷ har påvisat att svenska börsbolags redovisade egna kapital och vinst är relevant information för investerares prisättning på aktier genom att undersöka relationen mellan denna redovisningsinformation och börskursutvecklingen. Därutöver har denne, genom att dela upp undersökningsmaterialet efter graden av miljöinformation, också visat att samvariationen mellan variablerna är sämre i den grupp som redovisar omfattande miljöinformation. Även detta är en indikation på att redovisningsinformation och aktiekurser på något sätt är relaterade till varandra, positivt eller negativt.

¹⁰⁶ Hung, M, 2001

¹⁰⁷ Hassel, L., H. Nilsson och S. Nyquist, 2001

DeFond, Hung och Trezevant¹⁰⁸ har i en artikel diskuterat skyddet för aktieägarna relaterat till hur informativ redovisningen är. Forskarna har i en sekundärstudie avseende 50000 årsredovisningar från 26 länder funnit att årsredovisningarna är mera informativa i länder där lagstiftningen håller en hög standard. Dessa har också kommit fram till att rapporteringen är mer informativ i länder med starka investerarinstitutioner.

Forskning med inriktning på verkligt värde på förvaltningsfastigheter är mindre lätt att referera till. England är dock ett exempel, där förvaltningsfastigheter redovisats till verkliga värden i balansräkningen långt före tillkomsten av IAS 40. Denna regel har inte, som i många andra fall, varit frivillig utan tvingande. Dietrich m.fl. har genomfört en undersökning av värde-relevansen med att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde¹⁰⁹. Undersökningen avser åren 1988 – 1996. Frågan gällde bl.a. huruvida relevansen i redovisningen förbättras med redovisning till verkligt värde jämfört med redovisning med utgångspunkt i fastigheternas anskaffningsutgifter. Forskarna har funnit att redovisning till verkligt värde bättre avspeglar faktiska försäljningspriser. Värderingarna har gjorts med "försiktighet", då genomförda försäljningar gjordes till något högre priser än vad värderingarna utvisat. Dessa låg i genomsnitt 6 procent under faktiska försäljningspriser. Genom bättre överensstämmelse mellan redovisat eget kapital och börskurs anses värdererelevansen ha förbättrats. Denna studie tar inte upp frågan om hur starka sambanden är vad det gäller förändringar över tid.

¹⁰⁸ DeFond, M., M. Hung, and R. Trezevant, 2004

¹⁰⁹ Dietrich, J. R., M.S. Harris and K.A. Muller, 2001

Barth och Clinch¹¹⁰ har påvisat bättre samband mellan redovisning av anläggningstillgångar till verkliga värden och företagens börskurs jämfört med redovisning som tar sin utgångspunkt i den historiska anskaffningsutgiften.

Acre och Mora¹¹¹ har jämfört olika länder med skilda regelverk i Europa och funnit att värder relevansen för ett visst redovisningsmått är olika. Undersökningsvariablerna har varit företagets omsättning/företagets börsvärde och företagets redovisade egna kapital/företagets börsvärde. Med hjälp av korrelationsanalys dras slutsatsen att i vissa länder är omsättningen ett bättre värder relevansmått, medan redovisat eget kapital är det bättre måttet i vissa andra länder. Det empiriska materialet gäller åren 1990 – 1998. Till sist, i denna genomgång, bör också nämnas att Easton och Harris¹¹² visat att mätningar av samband mellan aktiekurser och såväl nivån på vinsten som förändringen i denna ger värdefulla bidrag till forskningen om värder relevans.

De i detta avsnitt refererade studierna klargör att värder relevansstudier är vanliga. Ofta påvisas också starka samband. Vad som är syftet med värder relevansstudier är dock inte helt klart. Några forskare hävdar att resultaten endast intresserar forskarna, medan andra menar att resultaten bidrar med värdefull information till dem som utformar reglerna för redovis-

¹¹⁰ Barth, M., and G. Clinch, 1996

¹¹¹ Arce, M. and A. Mora, 2002

¹¹² Easton, P. and T. Harris, 1991

ning. Andra menar att värder relevansstudier kan bidra med värdefullt beslutsunderlag för investerare.

4.2. Några svenska värder relevansstudier

I det följande beskrivs några svenska värder relevansstudier med inriktning på händelser vid specifika tidpunkter och på samband över tid.

4.2.1. Forsgårdh och Hertzens studie av aktiemarknadens reaktion på redovisningsinformation – en ögonblicksstudie

Forsgårdh och Herten har i mitten på 1970-talet undersökt företagens information i förhållande till marknadens förväntningar och aktiekurser. De har ställt frågor gällande vilken betydelse företagens informationslämnande har för aktiekurserna och om dessa avspeglar allmänt tillgänglig redovisningsinformation. Forsgårdh och Herten¹¹³ utgår i sammanhanget från antagandet att eventuell samvariation mellan informationen och aktiekursutvecklingen också är ett orsakssamband där kursutvecklingen är den beroende variabeln.

Forsgårdh och Herten har i sin doktorsavhandling från år 1975 med titeln "Information, förväntningar och aktiekurser" konstaterat att kunskaperna om den svenska aktiemarknadens

¹¹³ Forsgårdh, L-E och K. Herten, 1975

funktionssätt vid denna tid var begränsade. De ville genom sin forskning förbättra kunskapen om aktiemarknadens sätt att fungera, särskilt i förhållande till företagens informationsgivning. De påpekar också att deras forskning inte har varit möjlig utan tillgång till företagens interna resultatprognoser och ett antal börsspecialisters medverkan under sekretess. Redan genom dessa uttalanden kan det konstateras att aktiemarknadsforskningen för 30 år sedan skedde under helt andra förutsättningar och på andra villkor än vad som är fallet idag. Forsgårdh och Hertzen konstaterar också att "för att aktiemarknaden skall fungera tillfredsställande i förhållandet mellan redovisningsinformation och kursbildning bör kurserna ge en så riktig och aktuell bild som möjligt av företagets framtidsutsikter"¹¹⁴. De utgår från antagandet att det finns ett samhällsintresse i att kapitalmarknaden skall fungera som ett instrument för en effektiv fördelning av riskvilligt kapital. För att klara av detta krävs tillgång till relevant information från företagen. Författarna studerade redovisningsinformationens betydelse genom att mäta styrkan i sambandet mellan kursförändringar under en period och den nya redovisningsinformation som marknaden erhållit under samma period. Sambandsanalysen gjordes med hjälp av en regressionsmodell där kursförändringen ansågs vara beroende av redovisningsinformationen. Undersökningen kommer till den slutsatsen, att resultatinformationen är den som är viktigast för bedömningen av företagets värde och att årsredovisningar, bokslutsmeddelanden och delårsrapporter är den centrala utgångspunkten för dessa bedömningar. De är också av den uppfatt-

¹¹⁴ ibid

ningen att betydelsen av redovisningsinformation inte skall överskattas eftersom den i huvudsak är av historisk natur.

Författarna påvisar ett antal problem med att göra denna sambandsanalys, bl.a. att den måste kunna avgöra om den redovisningsinformation som lämnades under undersökningsperioden var ny för marknaden eller inte. Författarna ansåg sig lösa detta problem genom att göra direkta mätningar av förväntningar hos en utvald grupp börsspecialister. Mätningarna gjordes genom enkäter och vid två tillfällen. Undersökningen omfattade 26 företag. Den första mätningen gjordes före delårsrapporternas publicering vid månadsskiftet augusti-september 1969. Den andra mätningen genomfördes under november månad efter det att samtliga företag hade publicerat sina delårsrapporter.

Resultatet av Forsgårdh och Hertzens undersökning visar att aktiekurserna delvis anpassas till ny resultatinformation redan veckan före den vecka då den första informationen publicerades, men att anpassningen huvudsakligen sker under den vecka eller den dag då resultatinformationen publiceras. Därefter sker i stort sett inte någon ytterligare anpassning av aktiekurserna.

4.2.2. Runstens studier av redovisat resultat och kursutveckling – korrelationsstudier av värderrelevans

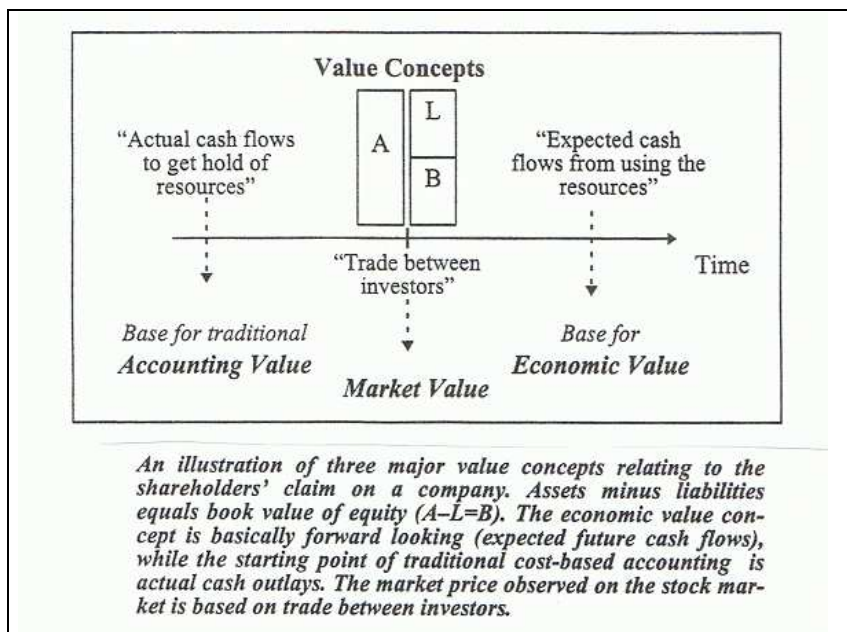
Runsten¹¹⁵ har undersökt förhållandet mellan värdeskapande så som det beskrivs genom värdering till anskaffningskostnadsprincipen (värdeskapande = balansräkningens beskrivning) och det värde som aktiemarknaden tilldelar företaget genom daglig aktiehandel. Många studier i skilda länder kommer fram till olika slutsatser gällande detta. Orsaker till detta anses vara bl.a. förändrade ekonomiska förutsättningar, olika redovisningspraxis och förändringar i denna praxis över tid, hävdar Runsten.

Runsten redovisar tre huvudsakliga sätt att bestämma ett företags värde och dessa kan kortfattat beskrivas enligt följande:

- a) Redovisning som bygger på historiska fakta ($T-S=E$).
- b) Framtida förväntade kassaflöden.
- c) Börsvärdet på företagets aktier.

Här nedan återges den bild som Runsten redovisat i sin doktorsavhandling gällande de tre företagsvärdena.

¹¹⁵ Runsten, M., 1998



Figur 4 A

Tre möjliga företagsvärden (Runstens doktorsavhandling, sidan 5)

Runstens studier, som omfattar perioden 1966-1996, visar att redovisningen redan under denna period inte endast innefattar historiska fakta utan även inslag av kalkyler för framtiden. Dessa framtidsbedömningar är av betydelse när forskare söker efter samband mellan redovisningsinformation och värderingen av företags aktier på en börs. Runsten påpekar att det inte går att fastställa dessa framtida kassaflöden. Det är detta pro-

blem som IAS 40 nu något decennium senare försöker råda bot på vad det gäller redovisningen av förvaltningsfastigheter¹¹⁶.

Runsten¹¹⁷ redogör för en undersökning situationen i elektronikföretaget Ericsson under perioden 1966 till 1996. Aktiemarknadens värdering av företaget vid slutet av varje månad har jämförts med Ericssons årsredovisningsrapporter. Runsten påpekar att sambandet mellan börsvärden och redovisat eget kapital rimligen bör påverkas av bl.a. hur företags tillgångar får värderas. Företags värdeskapande kan ta många år att inkludera i företags redovisning med hänsyn till de restriktioner som regelverken utgör. Däremot kan förväntningar om framtida värdeskapande ge omedelbara effekter på börsvärdet.

¹¹⁶ FAR, 2006

¹¹⁷ Runsten, M., 1998

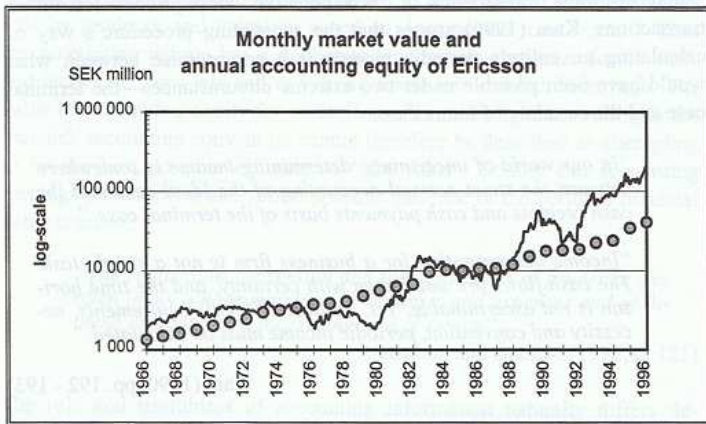


Figure 1.2

The market value (the unbroken line) and accounting equity (dots) of Ericsson during the period 1966 to 1996. Market value has been measured at the end of each month and accounting equity at the end of each year. Accounting equity includes 50% of untaxed reserves up until 1988 and 70% from then on. (Note that a logged value scale simplifies the comparison of the relative distance between the two value measures over the relatively long period.)
(Data has been compiled from Dextel-Findata.)

Figur 4 B

Börsvärdets utveckling och förändringar i eget kapital i Ericsson 1966-1996
 (Runstens doktorsavhandling, sidan 7)

Av diagrammet framgår att börskursen ibland är högre än det redovisade egna kapitalet och ibland lägre. Vad korrelationen är i absoluta tal framgår inte. Dock visar diagrammet att kurvorna följs åt ganska väl.

Även om aktiemarknadsforskningen totalt sett är omfattande kan konstateras att mycket av denna forskning producerats "på

fel plats" vid "fel tidpunkt" och med delvis andra syften för att kunna anses relevant. De flesta av dessa har genomförts på empiriskt material från USA under 1960-talet.

Runstens forskning är i flera avseenden en bra utgångspunkt för den nu aktuella studien. Dennes studier är gjorda i Sverige och sträcker sig fram till slutet av 1990-talet och är därför genomförda i en miljö och tidsanda som till stor del överensstämmer med nutid. Runsten påpekar dock att hans undersökningsresultat egentligen inte är något bevis för att det förhåller sig på ett visst sätt generellt utan endast skall ses som en generering av idéer vilka behöver göras till föremål för ytterligare studier på andra fall.

Runsten tolkar sitt forskningsresultat bl.a. som att "i en första fas på några år har företagsspecifika förhållanden beträffande den historiska utvecklingen inte någon dominerande betydelse". "En andra fas inträder successivt efter ett antal år där kursbildningen mera påtagligt bestäms av vad företagen åstadkommer"¹¹⁸.

Runsten anser att den första fasen inte tilldragit sig något större intresse hos forskarna. Kursbildningen på kort sikt präglas till stor del mera av förväntningar än av företagens faktiska prestationer. Bedömningar om framtiden spelar därför stor roll för kursbildningen. Runsten ställer i detta sammanhang också en fråga som han lämnar obesvarad. Denna fråga gäller informa-

¹¹⁸ Lind, J. och W. Schuster (red.), 2004, sid. 154

tionsgivningens relevans eller om aktiekurserna påverkas mer av schematiska framtidsbedömningar än av faktiskt redovisad vinst. *"Det borde bli svårt att ekonomiskt motivera en detaljerad form av redovisning som har en så svag inverkan på kurserna"*¹¹⁹, anser Runsten och klargör också i detta sammanhang att samspelet mellan koncernledning och marknad blir en viktig fråga snarare än hanteringen av företagets operativa verksamhet. Han uttrycker därmed också viss kritik över utvecklingen. Runsten pekar dock på den naturliga uppfattningen att aktiekurserna är ett aggregerat mått på marknadens syn på företagets framtidsutsikter och att han med denna ståndpunkt också "mellan raderna" påkallar ett behov av en redovisning som bättre beskriver framtida kassaflöden än vad som var fallet vid den tid hans undersökning gjordes.

Ett av de moment som Runsten undersöker i sin doktorsavhandling gäller kursförändringar mellan två tidpunkter i förhållande till förändringar i redovisat eget kapital. Dessa förändringar utvisar ackumulerade vinster med avdrag för lämnade utdelningar och kan enligt Runsten vara en stabilare indikator på förhållandet till börsklimatet än börskurs / redovisad vinst.

Undersökningens dataurval har varit 252 företag noterade på Stockholms fondbörs under tidsperioden 1967-1993. Regressionen har körts för tidsintervallerna 1, 2, 5 och 10 år. Studien vi-

¹¹⁹ ibid

sar att kursförändringar till viss del kan förklaras genom förändringar i redovisat eget kapital, men att förklaringsförmågan ökar med längre tidsintervall. Följande värden påvisas i undersökningen:

Tidsintervall	Samvariation
1 år	33,8 %
2 år	46,2 %
5 år	61,6 %
10 år	62,9 %

Runsten konstaterar också en stark samvariation mellan prognoser och börskurs/redovisat eget kapital och uttrycker detta med "att en systematiskt "förädling" av informationen synes föreligga". I not uttrycker han också synpunkten att

"en något mera cynisk, men förekommande tolkning av samma fenomen är att prognosmakarna sneglar på börskursen och anpassar sina prognoser därefter". ¹²⁰

¹²⁰Lind, J. och W. Schuster,(red.), 2004, sid.152

4.2.3. Några andra svenska värder relevansstudier av senare datum

Marton ¹²¹ har i sin doktorsavhandling bl.a. tagit upp frågan huruvida skillnader i redovisningsstandarder påverkar aktiemarknaden. Problemet gäller bl.a. hur värder relevant redovisningen är i olika situationer. Studien är en jämförelse mellan divergerande redovisningsprinciper (svensk redovisning, IAS-redovisning och redovisning enligt US-GAAP). Den är genomförd på empiri från omkring mitten av 1990-talet och det jämförande perspektivet avser svenska företag som redovisar såväl enligt svenska normer som internationella och amerikanska normer. Slutsatsen är att aktiemarknaden reagerar olika på skilda sätt att redovisa. Studien avser specifikt redovisad vinst i relation till redovisning av obeskattade reserver enligt svensk tradition alternativt redovisning enligt metoden "uppskjuten inkomstskatt". Den senare metoden är enligt Marton mera värder relevant än den svenska metoden (avser den metod som gällde fram till 1989).

Redovisningens likriktning har nu nått Sverige genom bl.a. tillämpningen av IAS 40. Den nu framlagda studien kan av denna anledning nu år 2008 göras på svenska data i ett jämförande före/efter-perspektiv. Hur ser värder relevansen i fastighetsbolag som innehar förvaltningsfastigheter ut före och efter den 1 januari 2005?

¹²¹ Marton, J., 1998

Hamberg, Novak och Paananen¹²² har genomfört en studie av sambandet mellan ändrade regler och aktiekurser, vilka redovisas i en artikel från år 2007. Artikeln handlar bl.a. om huruvida införandet av IFRS 3 – Goodwill, bidragit till effekter på aktiekursen. Slutsatsen är den att förändringen av regelverket bidrog till aktiekursförändringar. Sålunda förbättrades enligt författarna redovisningens värder relevans genom införandet av IFRS 3. Aktiekursförändringarna anses vara en indikation på att ny information tillkommit i förhållande till det gamla regelverket.

¹²² Hamberg, M., J. Novak and M. Paananen, 2007

5. Empiri med analyser och slutsatser

Inledningsvis skall konstateras att studiens hypoteser är empiriska då denna studie i första hand eftersträvar ett empiriskt bidrag. Om tidigare utvecklade teorier kring förhållandet mellan företagets redovisning och aktiemarknad är sanna eller falska är således inte den nu framlagda studiens fokus.

Kapitlet inleds med en diskussion kring de två populationerna "före" och "efter" och vad som är möjligt att föra i bevis och vad som går att troliggöra. Avsnitt 5.2 (med tillhörande bilagor 01 – 08) är en genomgång av det empiriska materialet med information om analysperioder, aktiekurser, börsvärden och redovisat eget kapital enligt balansräkningarna. Dessutom finns information om aktiens slutkurs dagen före de dagar då kvartalsrapporterna presenteras samt också rapportdagarnas slutkurser. I några av bolagen har det genomförts nyemissioner, aktiesammanläggningar och klyvningar. Detta har beaktats vid börsvärdets beräkning. Detta får den konsekvensen att några bolags aktiekurs efter Q1 2007 inte överensstämmer med aktiekursen enligt börslistan. Omräkningar i samband med förändrat aktieantal har gjorts på så sätt att aktieantalet hållits konstant medan aktiekursen har omräknats.

I studien ingår alla de fastighetsbolag som finns på Stockholms Fondbörs, dock med ett antal restriktioner. Bolagen skall huvudsakligen inneha s.k. förvaltningsfastigheter och ha funnits på börsen sedan sista kvartalet 2002. Det finns åtta sådana bolag som fyller kraven för att komma med i studien.

Det empiriska materialet omfattar bolagens alla balansräkningar fr.o.m. sista kvartalet 2002 och t.o.m. första kvartalet år 2007. Medelvärden för börsvärden har framräknats från dagen för lämnade kvartalsrapporter fram till dagen före nästkommande kvartalsrapport. Vilka tidsrymder analysperioderna omfattar beror således av det datum rapporterna offentliggjorts. Intervallerna kommer därmed vanligen att vara olika i de olika bolagen. Av praktiska skäl är det, vad det gäller ögonblicksstudien, rapporteringsdagarnas slutkurser som är underlag för analysen. Möjligen hade genomsnittskurser varit ett bättre alternativ.

Avsnitt 5.3 behandlar den grundläggande beräkningen av hur företagets redovisade egna kapital kom att förändras och hur kvoten börsvärde/redovisat eget kapital därmed också kom att justeras från den 31 december 2004 till den 1 januari 2005. Vad som förväntas är att det redovisade egna kapitalet kommer att vara högre efter regeländringen än före och att kvoten (förhållandet mellan börsvärde och redovisat eget kapital) därmed också kommer att krympa. Syftet med regeländringen torde ha varit att bidra till en rättvisande bild av bolagens ekonomiska situation och därmed också till en bättre överensstämmelse med deras värde på börsen.

Avsnitt 5.4 analyserar utvecklingen av kvoten mellan börskurs och redovisat eget kapital över hela perioden åren 2003 t.o.m. första kvartalet år 2007.

Avsnitt 5.5 behandlar frågeställningen huruvida kursrörligheten ökat i fastighetsbolagen efter den 1 januari 2005, den tidpunkt då IAS 40 kom till användning i bolagens balansräkningar. I första hand avser analysen hur kursrörligheten ser ut på rapportdagarna men också hur kursrörligheten ser ut totalt i fastighetsbolagen. En jämförelse kommer också att göras med bolag i andra branscher med syftet att bedöma om fastighetsbolagen har liknande eller andra kursrörelsemönster än dessa.

I avsnitt 5.6 görs en bedömning av huruvida variationen i redovisat eget kapital har ökat eller inte efter den 1 januari 2005. Den bakomliggande tanken med denna analys är att en flexiblere redovisning kan ge upphov till stora omvärderingar av företagets fastigheter och därmed också bidra till ökade variationer i det redovisade egna kapitalet. Om t.ex. ränteläget eller företagets utdelningskrav är skiftande från en redovisningstidpunkt till en annan skall detta visa sig i förändringar i företagets redovisade egna kapital i högre grad än före införandet av IAS 40.

Avsnitt 5.7 avser redovisningens värder relevans på lång sikt (korrelationsstudie). Med flexiblere redovisning kan möjligen en bättre samvariation mellan företagets börsvärde och redovisat eget kapital uppnås och därmed även en någorlunda konstant kvot mellan dessa två variabler. Avsnitt 5.8 undersöker huruvida variationerna i kvoten mellan variablerna "börskurs" och "redovisat eget kapital" varierar kraftigare efter det att regelverket IAS 40 tagits i bruk den 1 januari år 2005.

Kapitlet avslutas med en sammanfattande slutsats och en helhetsbedömning av de fyra frågeställningarna. Varje enskild slutsats signifikanttestas med syftet att bedöma om den är giltig i ett "större sammanhang" eller om slumpmässiga faktorer kan innebära att slutsatserna eventuellt inte är hållbara.

5.1. Studiens inferensproblematik

Studien är en jämförelse mellan en "förepopulation" och en "efterpopulation". Analys görs på variablerna "börskurs" och "redovisat eget kapital". I ett första skede undersöks variablerna var för sig och därefter som en relation till varandra. Antalet genomförda observationer är av olika omfattning i de olika undersökningsmomenten. Som mest ingår 14.925 observationer och som minst 8 observationer. Observationernas fördelningar är positivt sneda, dvs. att fördelningarna inte är normalfördelade.

Studien har inte för avsikt att föra i bevis att kursrörelser på rapportdagarna har en koppling till den information som lämnas. Däremot antas det vara så att en sådan koppling finns. Uppgiften för denna studie är att beskriva hur denna ser ut före och efter den genomförda regeländringen. För den som i praktiken följer upp företagens informationslämnade och kursrörelser i samband därmed, framstår sambandet som odiskutabelt. Till stöd för denna uppfattning kan också refereras till ett antal vetenskapliga arbeten. Några exempel på studier där utgångspunkten för värder relevansstudier är att orsakssamband existerar, är Marton (1998), Ohlson (1995) och Hung (2001). Marton

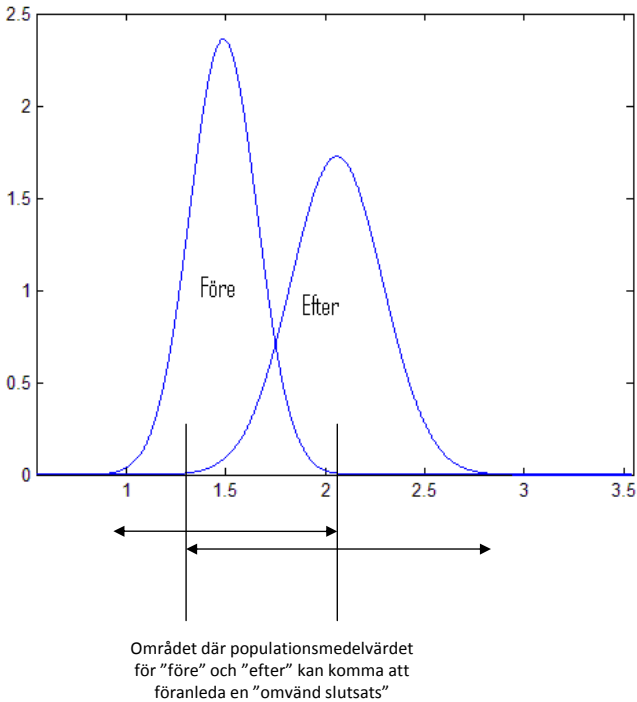
menar också att det har påvisats samband mellan redovisningsinformation och aktiekurser. "It is shown that accounting is used by stock market investors as a tool for reducing uncertainty about the present and recent past".¹²³

Ohlson (1995) har som utgångspunkt att, enligt neoklassisk ekonomisk teori, motsvaras företagets marknadsvärde av företagets framtida nettokassaflöden till nuvärde. Av detta skäl menar han också att redovisat eget kapital kan vara en bättre måttstock på detta värde än vad redovisad vinst är. Ett argument för denna uppfattning är att utdelningar minskar det redovisade egna kapitalet, medan dessa utdelningar inte minskar redovisad vinst. Det av Ohlson (1995) diskuterade sambandet mellan redovisat eget kapital och redovisad vinst är i ett "inifrånperspektiv" eller redovisarperspektiv en självklarhet. Att redovisat eget kapital beror av redovisad vinst med justeringar för utdelningar och nyemissioner är ett "matematiskt samband" och behöver inte diskuteras djupare än vad den nu framlagda studien gör. Dock är argumentet för att i den nu framlagda studien analysera sambandet mellan företagets redovisningsinformation och börsvärden utifrån redovisat eget kapital det samma som Ohlsons.

Undersökningen leder fram till ett medelvärde för "före" och "efter". Dessa medelvärden säger oss något om de jämförda populationerna. Nedanstående bild är en grafisk teoretisk beskrivning av fördelningarna för de två populationerna. Syftet

¹²³ Marton, J., 1998

med bilden är att visa det område vari osäkerhet kan finnas om slutsatsernas giltighet.



Figur 5 A:

Beskrivning av två populationer och det "kritiska området"

För att slutsatsen skall vara hundra procent säker får fördelningarna inte till någon del täcka varandra. Om kravet på säkerhet minskas till t.ex. 95 procent (signifikansnivå/konfidensnivå = 95%) kommer intervallet där kollision kan

upptrå att minska något. I detta exempel kan konstateras att populationsmedelvärdet för "före" är ca 1,45 och för "efter" ca 2,1. Dessa värden är uppskattade populationsmedelvärden. Om de är verkliga populationsvärden är en annan sak. "Före" befinner sig ju i intervallet från ca 0,90 till ca 2,00. "Efter" har tänkbara medelvärden i intervallet ca 1,30 till ca 2,80. I extremfallet kan medelvärdet för en population för "före" vara ca 2,00 medan värdet för "efter" kan vara ca 1,30 i det ovan redovisade teoretiska exemplet. Om så vore fallet, så skulle detta förändra slutsatsen om det analyserade materialet. För att inte vara överdrivet försiktig i dessa bedömningar finns begreppet "signifikansnivå". Denna behöver inte vara 95 % utan kan sättas lägre, helt beroende på vilken grad av försiktighet som vill uppnås.

Eftersom underökningen i denna studie avser hur det ser ut före och efter införandet av IAS 40, skall dessa medelvärden jämföras. Den metod som står närmast till buds vid små stickprov och/eller sneda fördelningar är Wilcoxons teckenrangtest¹²⁴. Eftersom antalet observationer i några fall är mycket stort kommer också Z-testet till användning. I ett "mellanläge" kommer båda metoderna att användas, då det är en subjektiv bedömning av vad som är stort eller litet. Huruvida Z-testet är användbart vid ett givet antal observationer beror i grunden på hur normal (eller hur sned) en fördelning är.

Studien kommer i vissa fall att påvisa stora skillnader mellan medelvärden. I andra fall kan skillnaden vara mycket liten. Att

¹²⁴ Aczel, A.D., 1993

en skillnad mellan "före" och "efter" är stor behöver dock inte innebära att denna skillnad är signifikant. Inte heller behöver en signifikant skillnad innebära att skillnaderna i medelvärde är stor. Hur det är med detta beror på det undersökta materialets omfång och sammansättning.

En signifikant skillnad föreligger om ett signifikanstest visar att slumpmässiga faktorer inte är så stora att dessa leder fram till en felaktig slutsats om det undersökta materialet. Om signifikanta skillnader är för handen så gäller också att ett stickprov är giltigt för den population varifrån stickprovet är hämtat och även giltigt för en tänkbar större population än den som faktiskt existerar.

5.2. Företagens analysintervaller

De koncernredovisningar som analyseras avser Castellum, Hufvudstaden, Kungsleden, Wallenstam, Capona (Home Properties), Heba Fastigheter, Fast Partner och Fabege. Dessa bolag innehar förvaltningsfastigheter till mer än åttio procent av företagens tillgångsmassa och har funnits på de svenska börslistorna under hela den period undersökningen avser.

Castellum

Det empiriska materialet avseende **Castellum** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2002 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser vid slutet av alla handelsdagar och börsvärden fr.o.m. den 28 januari 2003 t.o.m. den 17 juli

2007. Bolaget har under Q2 2006 genomfört en nyemission med den verkan att antalet aktier vid slutet av analysperioden uppgår till 164 miljoner aktier mot tidigare 41 miljoner. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 01.

Hufvudstaden

Det empiriska materialet avseende **Hufvudstaden** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2003 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser vid slutet av alla handelsdagar och börsvärde fr.o.m. den 13 februari 2003 t.o.m. den 19 augusti 2007. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 02.

Kungsleden

Det empiriska materialet avseende **Kungsleden** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 21 december 2002 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser och börsvärde fr.o.m. den 20 februari 2003 t.o.m. den 14 augusti 2007. Kungsleden har genomfört sammanläggningar och klyvningar med den verkan att antalet aktier vid slutet av analysperioden uppgår till ca 136,5 miljoner aktier. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 03.

Wallenstam

Det empiriska materialet avseende **Wallenstam** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2003 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser och börsvärde fr.o.m. den 18

februari 2003 t.o.m. den 7 augusti 2007. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 04.

Capona

Det empiriska materialet avseende **Capona** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2002 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser och börsvärde fr.o.m. den 20 januari 2003 t.o.m. den 12 juli 2007. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 05.

Heba

Det empiriska materialet avseende **Heba** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2002 och t.o.m. den 31 mars 2008 samt bolagets aktiekurser och börsvärde fr.o.m. den 19 februari 2003 t.o.m. den 8 augusti 2007. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 06.

Fast Partner

Det empiriska materialet avseende **Fast Partner** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2002 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser och börsvärde fr.o.m. den 21 februari 2003 t.o.m. den 29 augusti 2007. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 07.

Fabege

Det empiriska materialet avseende **Fabege** innefattar bolagets bokslut fr.o.m. 31 december 2002 och t.o.m. den 31 mars 2007 samt bolagets aktiekurser och börsvärde fr.o.m. den 4 februari 2003 t.o.m. den 14 augusti 2007. Wihlborgs har vid årsskiftet 2004 -2005 gått samman med Fabege, varefter Wihlborgs namnändrats till Fabege. Antalet aktier har minskats till ca 100 miljoner styck. Som ett "matematiskt" problem borde kurseffekten av detta ha blivit mycket större än vad som faktiskt skett. Bolagets grunddata (empiri) redovisas i bilaga 08.

5.3. De nya reglernas omedelbara effekt på kvoten börsvärde/redovisat eget kapital

Den 1 januari 2005 uppgick av naturliga skäl bolagens börsvärde till samma belopp som gällde den 31 december 2004. Bolagens redovisade egna kapital kom dock att justeras per den 1 januari 2005. Den officiella redovisningen av dessa värden i balansräkningarna kom inte till marknadens kännedom förr än i kvartalsrapporteringarna för Q1 2005, men redovisades som tilläggsupplysningar i bolagens bokslutskommunikéer i januari-februari 2005. En sammanställning av börsvärden och redovisat eget kapital finns i nedanstående tabell 5A.

Mätningarna av förändringar i redovisat eget kapital och börsvärde är således gjorda i ett och samma ögonblick. Marknaden kunde inte reagera på det ändrade redovisade egna kapitalet

förr än långt senare. Variabeln "börsvärde" var sålunda låst vid mättillfället.

Bolag	Redovisat eget kapital 31 dec 2004	Redovisat eget kapital 1 jan 2005	Börsvärde 1 jan 2005
Castellum	4927	8317	9758
Hufvudstaden	5208	8099	10035
Kungsliden	3509	4059	4759
Wallenstam	1683	4766	3925
Capona	1362	1705	2368
Heba Fastigheter	206	1283	1720
Fast Partner	742	891	974
Fabege	11337	11330	12460
Totalt	29014	40450	45999
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,59	1,14	-28 %

Tabell 5 A:

Redovisat eget kapital enligt balansräkningar och börsvärden vid övergången till ny redovisningsprincip

Regeländringens omedelbara effekt blev, som en aggregering för de företag som ingår i studien, att kvoten minskade från 1,59 till 1,14 eller med 28 procent. Övergången till det nya regelverket den 1 januari 2005 har medfört en "uppskrivning" av det egna kapitalet i de undersökta företagen med 11 miljarder kronor, från ca 29 miljarder kr till ca 40 miljarder kr. Det samlade börsvärdet var vid övergången till nya regler ca 45 miljarder.

Tabell 5 B visar att samtliga bolag, utom Fabege, vart och ett har kvotminskningar. Som mest var denna 84 procent (Heba) och som minst 0 procent (Fabege). Kvotens medelvärde var 2,50 den 31 december 2004 och 1,16 den 1 januari 2005. Kvoten

minskade således med 1,34 som en konsekvens av införandet av IAS 40. Före regeländringen avviker Hebas kvot från medelvärdet med det extremt stora värdet 5,85. Denna avvikelse justeras genom regeländringen till 0,18 från medelvärdet efter regeländringen. Undersökningsmaterialet blir därmed avsevärt mera homogent efter införandet av IAS 40.

Bolag	Kvot den 31 dec 2004	Kvot den 1 jan 2005	Kvotförändring	Förändring i procent
Castellum	1,98	1,17	-0,81	-41
Hufvudstaden	1,93	1,24	-0,69	-36
Kungsleden	1,36	1,17	-0,19	-14
Wallenstam	2,33	0,82	-1,46	-64
Capona	1,74	1,39	-0,35	-20
Heba Fastigheter	8,35	1,34	-7,01	-84
Fast Partner	1,31	1,06	-0,25	-19
Fabege	1,10	1,10	0,00	0
Kvot	2,50	1,16	-1,34	-35 %

Tabell 5 B:

Kvoten börsvärde/redovisat eget kapital den 31 december 2004 och den 1 januari 2005 (underlaget för beräkningarna av kvoten finns i tabell 5 A)

Genom en analys av årsredovisningarnas textinnehåll den 31 december år 2004 framgår att det finns en rimlig förklaring till Hebas höga kvot före regeländringen. Denna förklaring får således sökas utanför de i studien redovisade siffrorna. Här återges ett citat ur Hebas årsredovisning för 2004:

"Fastighetsföretag av HEBA s typ realiserar dock aldrig hela eller stora delar av sitt bestånd under kort tid. Vår grundidé är ju en långsiktig fastighetsförvaltning."

Bolaget affärsidé är således att behålla och hyra ut. Heba skiljer sig i detta avseende från övriga bolag i denna studie. Värdestegringarna i gamla fastigheter har varit stora samtidigt som dessa värdestegringar inte kunnat redovisas i balansräkningen. IAS 40 kan därför ses som behövlig för bolag i denna situation, i vart fall om redovisningens syfte är att bidra till en rättvisande bild av företagens ekonomiska situation.

Fabege s kvot uppgick till 1,10 både före och efter införandet av IAS 40. Även denna avvikelse från det normala kan förklaras med hjälp av information i årsredovisningens textinnehåll. Att ingen kvotförändring uppstått i detta fall beror på att Fabege förvärvat fastighetsbolaget Wihlborgs strax före januari 2005. Förvärvet genomfördes som ett s.k. omvänt förvärv varvid företagets balansräkningar räknades om till marknadsvärden.

Skillnaden mellan "före" och "efter" är således sammantaget stor, men är den också signifikant? Svaret på denna fråga ges i nedanstående tabell 5 C.

Hypotes

H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang	ordning
Castellum	4927	8317	3390	8		1	7
Hufvudstaden	5208	8099	2891	6		2	149
Kungsleden	3509	4059	550	4		3	343
Wallenstam	1683	4766	3083	7		4	550
Capona	1362	1705	343	3		5	1077
Heba	206	1283	1077	5		6	2891
Fast Partner	742	891	149	2		7	3083
Fabege	11337	11330	-7		1	8	3390

35 1

 $T_{plus} = 35$ $T_{minus} = 1$ Kritiskt värde $T_p = 4$ vid $n=8$
Det minsta T:et är mindre än 4. H_0 skall förkastas $p < 0,01562$ Konfidensgrad 98,4 procent

Tabell 5 C:

Signifikanstest av förändringarna i redovisat eget kapital före och efter den 1 januari 2005

Hypotesen H_0 skall förkastas till förmån för hypotesen H_1 . Wilcoxon-testet bekräftar att det finns signifikanta skillnader mellan redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40. Undersökningsresultatet beror inte på slumpen och skulle dessutom också vara giltigt för en teoretisk större population av liknande fastighetsbolag.

Kapitel 4 "Tidigare forskning" refererar bl.a. till studier med avseende på regelverk i förändring. Dessa studier har haft två utgångspunkter. Den ena har varit att kartlägga huruvida redovisning i praktiken påverkat regelverken. Den andra har handlat om att belysa på vilket sätt nya regler kunnat bidra till bättre beskrivningar av företagens ekonomiska situation. Den nu framlagda studien har det senare perspektivet. Holthausen och Watts¹²⁵ beskriver denna typ av värder relevansstudier (di-

¹²⁵ Holthausen, R.W. and R.L.Watts, 2001

rect valuation) som en naturlig utgångspunkt för beskrivning av ett företags värde på aktiemarknaden. Enligt denna teori skall redovisat eget kapital ses som ett mått på ett företags marknadsvärde. Författarna menar också att syftet med fastighetsbolagens redovisning torde vara att finna värden på fastigheterna som ligger så nära marknadsvärden som möjligt och att redovisat eget kapital borde ses som en beskrivning av detta värde. Holthausen och Watts anser vidare att detta är en redovisning som i synnerhet borde gälla för de företag som inte är börsnoterade. Den underliggande tanken med ett sådant synsätt är att aktiemarknaden genom sin prissättning på aktier själva avgör vad som är företagets korrekta värde.

Som framgår av kapitlet 3 "Studiens referensram" grundar sig skälen till redovisningens reglering på den positivistiska uppfattningen att likriktning och att enhetliga redovisningsregler är till nytta för de som skall fatta beslut. Den nu framlagda studien påvisar att extrema skillnader mellan fastighetsbolagens redovisningar har eliminerats genom det nya regelverket. Redovisningarna har blivit avsevärt mera homogena än tidigare. Vidare kan konstateras att redovisat eget kapital vid övergången till redovisning enligt det nya regelverket i hög grad närmat sig marknadens uppfattning om företagets värde. Redovisningens värder relevans har därmed ökat genom tillkomsten av IAS 40.

Den samlade bilden av analysen är att införandet av IAS 40 ineburit en avsevärd anpassning av företagets redovisning till marknadens uppfattning om företagets värde (börskursen). Reglerarna torde därför ha uppnått en viktig målsättning, näm-

ligen den att förse aktiemarknaden med ett mera relevant underlag för beslut än vad som tidigare varit fallet.

5.4. Kvotutvecklingen (börskurs/redovisat eget kapital) över hela analysperioden

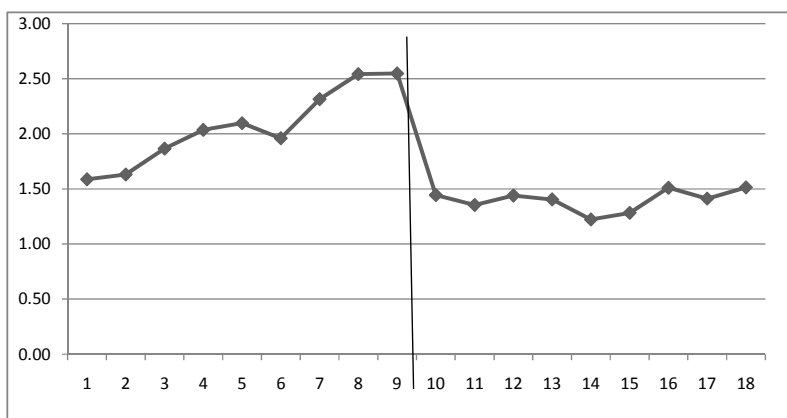
I detta avsnitt kommer en analys att göras av kvotutvecklingen före och efter införandet av IAS 40. De värden som utgör underlag för analysen redovisas i tabell 5 D. Vid utgången av år 2002 uppgick kvoten mellan bolagens börsvärde och redovisat eget kapital till 1,59 och vid utgången av år 2004 till 2,55. Kvoten har därmed ökat med 0,96 eller med ca 53 procent. Efter första kvartalet 2005, när de nya reglerna kommit till användning uppgick kvoten till 1,44. Denna kvot har sedan endast ökat i ringa omfattning till 1,51 eller med ca 5 procent. Detta torde kunna förklaras med att de gamla reglerna inte påverkat redovisat eget kapital samtidigt som värdestegringar på fastigheter var kända genom tilläggsupplysningar vid rapporteringarna. Denna information har sannolikt drivit upp börskursen (aktiekursen) till "sin rätta nivå" oberoende av hur regelverken är utformade. Efter regeländringen har fastighetspriserna kommit till uttryck i balansräkningen och variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" har därmed följt varandra bättre än tidigare.

Kvartal	F 1	F 2	F 3	F 4	F 5	F 6	F 7	F 8	Medel
Q4 2002	1,08	1,13	1,12	1,44	1,33	5,10	0,46	1,03	1,59
Q1 2003	1,28	1,23	1,10	1,82	1,29	4,84	0,47	1,03	1,63
Q2 2003	1,28	1,39	1,32	1,74	1,40	6,05	0,59	1,16	1,87
Q3 2003	1,44	1,46	1,51	1,94	1,56	6,35	0,68	1,35	2,04
Q4 2003	1,54	1,45	1,42	2,14	1,84	6,16	0,88	1,34	2,10
Q1 2004	1,59	1,57	1,28	1,91	1,12	6,05	0,86	1,30	1,96
Q2 2004	1,70	1,57	1,48	2,05	1,33	8,00	0,95	1,46	2,31
Q3 2004	1,97	1,86	1,64	2,47	1,84	8,03	1,31	1,22	2,54
Q4 2004	1,94	2,02	1,52	3,12	1,43	7,68	1,39	1,28	2,55
Medel före	1,54	1,52	1,38	2,07	1,46	6,47	0,84	1,24	2,07
Q1 2005	1,51	1,56	1,82	1,34	1,37	1,38	1,31	1,27	1,44
Q2 2005	1,42	1,35	1,68	1,18	1,02	1,38	1,44	1,37	1,36
Q3 2005	1,39	1,38	2,15	1,28	1,08	1,38	1,48	1,39	1,44
Q4 2005	1,49	1,43	1,93	1,18	1,02	1,46	1,45	1,29	1,41
Q1 2006	1,32	1,35	1,56	1,04	0,86	1,40	1,22	1,03	1,22
Q2 2006	1,38	1,40	1,42	1,07	0,90	1,54	1,31	1,25	1,28
Q3 2006	1,61	1,69	1,81	1,39	0,87	1,67	1,58	1,47	1,51
Q4 2006	1,58	1,45	1,70	1,30	0,81	1,59	1,52	1,36	1,41
Q1 2007	1,64	1,77	1,50	1,38	1,54	1,55	1,45	1,29	1,51
Medel efter	1,48	1,49	1,73	1,24	1,05	1,48	1,42	1,30	1,40

Tabell 5 D:

Kvotens utveckling över 18 kvartal i de åtta fastighetsbolagen (F1 – F8) från Q4 2002 t.o.m. Q1 2007

Medelvärde för kvoten före och efter införandet av IAS 40 framgår av tabell 5 E på nästkommande sida. Medelvärde för medelvärde av alla de 8 bolagen var 2,07 perioden före regeländringen och 1,40 efter denna ändring.



Figur 5 B:

Kvot och kvotutveckling i de 8 undersökta bolagen från Q4 2002 t.o.m. Q1 2007

Skillnaden mellan före och efter är som absoluttal lika med 0,67 och som procenttal lika med 32. Skillnaden är stor, men frågan är också om skillnaden är signifikant. Tabell 5 E visar att medelvärde av förändringarna endast är 10 procent. Orsaken till denna olikhet beror på stora variationer i förändringarna i båda riktningarna. Dessa skillnader tar i stort sett ut varandra. Detta är i sig en indikation på att skillnaden inte är signifikant.

Bolag	Kvotens medelvärde före	Kvotens medelvärde efter	Förändring %
Castellum	1,54	1,48	-4 %
Hufvudstaden	1,52	1,49	-1 %
Kungsleden	1,38	1,73	25 %
Wallenstam	2,07	1,24	-40 %
Capona	1,46	1,05	-32 %
Heba	6,47	1,58	-76 %
Fast Partner	0,84	1,42	41 %
Fabege	1,24	1,30	5 %
Medelvärde	2,07	1,40	-10 %

Tabell 5 E:

Kvotens medelvärde (börskurs/redovisat eget kapital) före och efter den 1 januari år 2005 samt den procentuella förändringen

Wilcoxons teckenrangtest påvisar inte någon signifikant skillnad i kvotens medelvärde före och efter ändrad redovisningsprincip.

Det är således inte statistiskt säkerställt att medelvärdet för kvoten är annorlunda efter införandet av IAS 40. Detta påvisas i föregående tabell.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang	ordning
Castellum	1,54	1,48	-0,0600		1	1	0,0300
Hufvudstaden	1,52	1,49	-0,0300		2,5	2	0,0600
Kungsleden	1,38	1,73	0,3500	4		3	0,0600
Wallenstam	2,07	1,24	-0,8300		7	4	0,3500
Capona	1,46	1,05	-0,4100		5	5	0,4100
Heba	6,47	1,58	-4,8900		8	6	0,5800
Fast Partner	0,84	1,42	0,5800	6		7	0,8300
Fabege	1,24	1,30	0,0600	2,5		8	4,8900

12,5

23,5

$T_{plus} = 12,5$ $T_{minus} = 23,5$ Kritiskt värde $T_p = 4$ vid $n=8$

Det minsta T:et är större än 4. H_0 är sann. Ingen skillnad

$p < 0,4609$. Konfidensgrad 53,9 procent

Tabell 5 F:

Signifikanstest av förändringarna i medelvärde av kvoten börsvärde och redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40

Den samlade bilden av studien av kvotutvecklingen före och efter den 1 januari år 2005 är att kvoten från år 2002 till slutet av år 2004 stigit med 30 procent. Under perioden från början av år 2005 till början av år 2007 ökade kvotens värde med endast 3 procent. Detta innebär att avståndet mellan börsens värdering och företagens redovisade egna kapital ökat avsevärt mera under analysperioden före den 1 januari år 2005 än efter. Förklaringen torde vara att företagens verkliga värden inte kunnat visas genom balansräkningen på grund av restriktiva redovisningsregler.

Medelvärde för kvoten börsvärde/redovisat eget kapital i de åtta bolagen uppgick till 2,07 för analysperioden före den 1 januari år 2005, då de restriktiva reglerna gällde. Kvotens medelvärde har sjunkit under perioden efter regeländringen till 1,40.

Det kan därför konstateras att den uppskrivning som genomfördes av bolagens redovisade egna kapital den 1 januari år 2005 inte bidragit med någon överreaktion uppåt i aktiekursen (börsvärdet). En förklaring till detta fenomen torde vara att fastigheternas verkliga värden redan under perioden 2002 – 2004 varit kända för aktiemarknaden, då bolagen redovisat dessa värden som tilläggsupplysningar i kvartalsrapporterna och i årsredovisningarna. Slutsatsen är att regeländringen faktiskt saknat betydelse för aktiemarknadens bedömningar. Regeländringen kan därför i detta avseende betraktas som en formsak och en anpassning av företagens redovisning till aktiekursen. Före regeländringen har börsvärdet stigit med mera än företagens redovisade egna kapital. Efter det att de nya reglerna påverkat balansräkningarnas redovisade egna kapital har börsvärdet endast stigit i ungefär samma takt som det redovisade egna kapitalet.

Analys av kvotförhållanden är inget som vetenskapen ägnat något påtagligt intresse. Sådana analyser är däremot vanliga som information till aktiemarknaden som underlag för investerarnas beslutsfattande. Det som den nu framlagda studien bidragit med är att påvisa att marknaden inte överreagerat på den regeländring som innebär att fastighetsbolag med innehav av förvaltningsfastigheter, skall redovisa dessa till verkliga värden i balansräkningen. Den kvotminskning som blev effekten av regeländringen har behållits på en låg nivå.

Kapitlet "Tidigare forskning" påvisar dock som en teori att företagets redovisning och det redovisade egna kapitalet bör vara en anpassning till marknadsvärden. Det antyds därmed också

att kvoten börsvärde/redovisat eget kapital borde vara lika med 1.

Varför är kvoten börsvärde/redovisat eget kapital inte lika med 1 efter regeländringen? Varför är marknaden beredd att betala 139 kronor för något som bolagen värderat till 100 kronor? Vid kvoten 1,39 har ju faktiskt fastigheterna värderats och redovisats till verkliga värden. Här skall endast ges en förklaring bland många möjliga och denna är att IAS 40 inte tillåter att bolagen värderar företaget till verkligt värde. Det är endast fastigheterna som skall värderas till verkliga värden. Detta medför att det inte är möjligt att ta in s.k. synergieffekter i bolagens balansräkningar. Sålunda kan konstateras att IAS 40 inte ger företagen full möjlighet att genom balansräkningen visa sitt verkliga värde.

5.5. Variationer i kursrörlighet före och efter den 1 januari år 2005

Ökad flexibilitet i företagens möjligheter att redovisa kan bidra till en rättvisande bild av företagets ställning, men också till motsatsen. Detta kan bidra till osäkerhet och oro på marknaden angående den information som kommer att lämnas eller som har lämnats. Osäkerhet kommer till uttryck i ökad rörlighet i aktiekursen. Frågan är om införandet av IAS 40 kan komma att bidra till ökad kursrörlighet? Det finns aktörer på marknaden som anser att så kommer att vara fallet. Avsnitt 5.5 innefattar tre olika problem, där de två förstnämnda har som syfte att "säkerställa" det tredje problemet. Dessa är:

Problem A

Analys av kursrörelser i andra branscher än fastighetsbolag med innehav av förvaltningsfastigheter.

Problem B

Analys av kursrörelser över alla aktiedagar i fastighetsbolagen.

Problem C

Analys av kursrörelser på rapportdagarna i fastighetsbolagen.

Studien har som målsättning att avgöra huruvida kursrörligheten blivit högre i fastighetsbolagen efter den 1 januari 2005 och särskilt om eventuella ökningar är mer påtagliga på bolagens rapportdagar efter införandet av nya redovisningsprinciper än före. Som ett förberedande steg i denna analys finns det goda skäl att analysera hur det förhåller sig med kursrörligheten i allmänhet perioden 2003 - 2007.

Problem A:

Hur ser kursrörligheten ut i andra branscher än fastighetsbolag med innehav av förvaltningsfastigheter? Har denna ökat eller minskat efter den 1 januari 2005?

Ett första steg i analysen är att ta fram en "mall" för hur det ser ut i allmänhet. För detta ändamål har konstruerats en jämförelsegrupp. Bolagen i denna grupp tillhör inte någon specifik

bransch och har utvalts slumpmässigt utan kännedom om hur det kan se ut i dessa bolag med avseende på kursrörlighet. 12.046 observationer har gjorts före regeländringen och 14.925 efter.

Datamaterialet för analysen är följande:

1) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 14925 observationer efter den 1 januari år 2005 enligt formeln $X_1, X_2, \dots, X_{14925}$

2) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 12046 observationer före den 1 januari år 2005 enligt formeln $Y_1, Y_2, \dots, Y_{12046}$

Om syftet med analysen är att skapa kunskap om hur medelvärdet skiljer sig åt före och efter den 1 januari år 2005 hos det undersökta materialet är det till fyllest att göra följande beräkning:

$$\frac{1}{14925} \sum_{k=1}^{14925} x_k - \frac{1}{12046} \sum_{k=1}^{12046} y_k$$

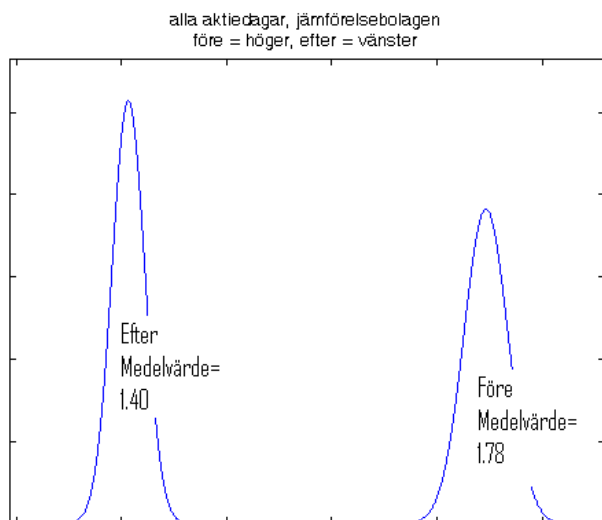
och medelvärdet för x (efter) uppgår till 2,60 procent medan medelvärdet för y (före) uppgår till 2,84 procent.

Standardavvikelsen för x (före) är 2,84 medan standardavvikelsen för y (efter) uppgår till 2,60.

Datamaterialet antas vara en fullständig beskrivning av frågeställningen huruvida det finns skillnader i kursförändringar före och efter den 1 januari år 2005. Detta skulle kunna vara ett

argument för att inte genomföra något signifikanstest. Det finns dock flera uppenbara motiv till att inte betrakta materialet som en fullständig beskrivning av frågeställningen. Sammanfattningsvis kan dessa motiv sägas ha sin grund i brister i modellen. Dessutom bidrar ett signifikanstest till att klargöra om slutsatsen är giltig även för en större population av liknande företag (i tid och rum) än den befintliga. Det nu sagda gäller fortsättningsvis också för alla övriga i denna studie ingående tester utan att resonemanget för den skull återupprepas.

En statistisk dataanalys kan således bidra till något säkrare ut-sagor om det undersökta datamaterialets möjlighet att avgöra om signifikanta skillnader föreligger mellan de två populationerna. Analysen utgår från hypotesen H_0 som påstår att ingen skillnad finns mellan populationerna "före" och "efter". Antingen är hypotesen sann eller är den falsk.



Figur 5 C:

Kursrörlighet i procent alla aktiedagar för jämförelsegruppen före och efter 1 januari 2005. Antalet observationer är 14.925 före (X) och 12.046 efter (Y)

Hypotes

H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Z-test

$$z = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{SE^2_{\bar{x}_1} + SE^2_{\bar{x}_2}}}$$

$$z = -10,4$$

H_0 förkastas. En signifikant skillnad mellan före och efter har påvisats på 0,025 nivån (kritiskt värde $\pm 1,96$).

Tabell 5 G visar alla aktiedagar i undersökningsintervallet före och efter den 1 januari 2005. Tabellen är en komprimering av samtliga observerade värden. Komprimeringen har skett på så sätt att observationerna för varje enskilt företag har summerats och medelvärdesberäknats. Tabellen ger svagt avvikande medelvärden vid en jämförelse med det medelvärde som beräknats på alla observationer. Skillnaden är dock så liten att den inte har någon betydelse för de slutsatser som dras.

Tabellen utvisar radikala skillnader i förhållande till fastighetsbolagen. Medelvärdet för alla aktiedagar i kontrollgruppen uppgår till 1.83 procent före regeländringen och har minskat till 1.43 procent efter denna regeländring. Denna minskning skall bedömas i förhållande till vad som redovisas som problem B i detta avsnitt.

Bolag	Alla aktiedagar före 1 jan 2005	Alla aktiedagar efter 1 jan 2005	Förändring %
Ericsson	2,47	1,18	-52%
HIQ International	2,23	1,44	-35%
Hennes & Mauritz	1,08	0,95	-12%
SKF	1,21	1,46	21%
Axfood	1,11	1,14	3%
Electrolux	1,24	1,40	13%
Meda	1,42	1,79	26%
Lindex	1,26	1,42	13%
Nokia	1,87	1,90	2%
Pricer	3,15	1,77	-44%
NCC	1,18	1,30	10%
Scribona	1,85	1,61	-13%
SCA	0,90	0,90	0%
Scania	1,10	1,09	0%
Volvo	1,30	1,18	9%
Clas Ohlson	1,20	1,09	-9%
Gunnebo	1,28	1,19	-7%
Skanska	1,26	1,15	-9%
Aspiro	4,55	1,54	-66%
Boss Media	2,39	1,74	-27%
Doro	2,02	2,16	7%
Enea	2,83	1,71	-40%
ReadSoft	2,28	1,75	-23%
Sigma	2,52	1,51	-40%
Medelvärde	1,82	1,43	-21%

Tabell 5 G:

Kursrörlighet i procent alla aktiedagar för kontrollgruppen före och efter 1 januari 2005

Tabell 5 G visar att kursrörligheten i genomsnitt minskat med 21 procent efter den 1 januari 2005 i förhållande till situationen före den 1 januari 2005. Variationen i denna jämförelsegrupp är dock stor.

På det komprimerade materialet (ett medelvärde per företag) enligt tabell 5 G ger Wicoxontestet följande besked:

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang ordning	
Ericsson	2,47	1,18	-1,2900		21		0,0000
HIQ Int	2,23	1,44	-0,7900		18	1	0,0100
Hennes & M.	1,08	0,95	-0,1300		9	2	0,0300
SKF	1,21	1,46	0,2500	14		3	0,0300
Axfood	1,11	1,14	0,0300	2,5		4	0,0900
Electrolux	1,24	1,4	0,1600	11,5		5	0,1100
Meda	1,42	1,79	0,3700	15		6	0,1100
Lindex	1,26	1,42	0,1600	11,5		7	0,1200
Nokia	1,87	1,9	0,0300	2,5		8	0,1200
Pricer	3,15	1,77	-1,3800		22	9	0,1300
NCC	1,18	1,3	0,1200	7,5		10	0,1400
Scribona	1,85	1,61	-0,2400		13	11	0,1600
SCA	0,9	0,9	-0,0000			12	0,1600
Scania	1,1	1,09	-0,0100		1	13	0,2400
Volvo	1,3	1,18	-0,1200		7,5	14	0,2500
Clas Ohlson	1,2	1,09	-0,1100		5,5	15	0,3700
Gunnebo	1,28	1,19	-0,0900		4	16	0,5300
Skanska	1,26	1,15	-0,1100		5,5	17	0,6500
Aspiro	4,55	1,54	-3,0100		23	18	0,7900
Boss Media	2,39	1,74	-0,6500		17	19	1,0100
Doro	2,02	2,16	0,1400	10		20	1,1200
Enea	2,83	1,71	-1,1200		20	21	1,2900
ReadSoft	2,28	1,75	-0,5300		16	22	1,3800
Sigma	2,52	1,51	-1,0100		19	23	3,0100

74,5 201,5

$T_{plus} = 201,5$ $T_{minus} = 74,5$ Kritiskt värde $T_p = 83$ vid $n=23$

Det minsta T :et är mindre än 83. H_0 skall förkastas

$p \leq 0,05535$. Konfidensgrad 94,5 procent

Tabell 5 H:

Signifikanttest för den procentuella förändringen i jämförelsebolagen före och efter den 1 januari 2005

Även med denna testmetod påvisas att det föreligger en signifikant skillnad i jämförelsegruppen i populationen före den 1 januari år 2005 jämfört med populationen efter detta datum. Det bör också observeras att kursvariationerna minskat, dvs. är lägre efter den 1 januari än före detta datum. Detta skall senare

i studien bedömas i förhållande till vad som framkommer i problemen B och C.

Problem B:

Har kursrörligheten för alla aktiedagar i fastighetsbolagen ökat eller minskat efter den 1 januari 2005?

Datamaterialet för analysen är följande:

1) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 4976 observationer före efter 1 januari år 2005 enligt formeln $X_1, X_2, \dots, X_{4976}$

2) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 4016 observationer före den 1 januari år 2005 enligt formeln $Y_1, Y_2, \dots, Y_{4016}$

$$\frac{1}{4976} \sum_{k=1}^{4976} x_k - \frac{1}{4016} \sum_{k=1}^{4016} y_k$$

Medelvärde för x (efter) är 1,33 procent medan motsvarande medelvärde för y (före) uppgår till 0,95 procent. Sålunda föreligger en skillnad mellan populationerna.

Standardavvikelsen för x (efter) är 1,43 och motsvarande värde för y (före) uppgår till 1,11.

Frågan är nu om denna skillnad kan betraktas som signifikant.

Hypotes

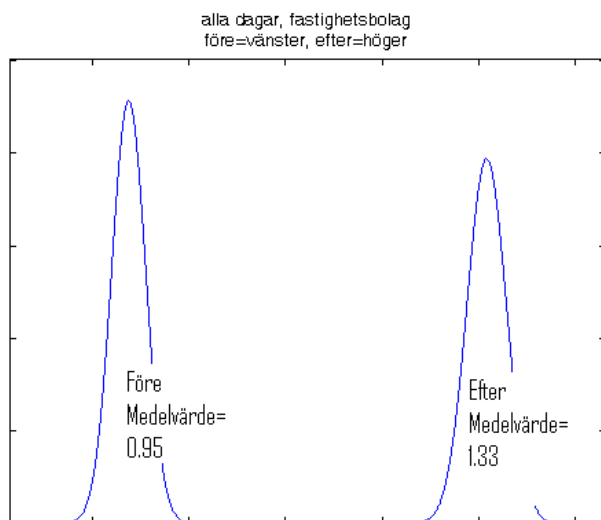
H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Z-test

$$z = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{SE^2_{\bar{x}_1} + SE^2_{\bar{x}_2}}}$$

$$z = 14,6$$

H_0 förkastas. En signifikant skillnad mellan före och efter har påvisats på 0,025 nivå (kritiskt värde $\pm 1,96$).



Figur 5 D:

Kursrörlighet i procent **alla aktiedagar före** och **alla aktiedagar efter** regeländringen

Figur 5 D är en grafisk beskrivning av denna situation. I detta fall kan konstateras att fördelningarna inte i något avseende täcker varandra. Det är därmed säkerställt att en ökning av kursrörligheten i detta fall faktiskt föreligger.

Tabell 5 I visar att kursrörligheten för samtliga aktiedagar i undersökningsintervallet har ökat med 40 procent efter den 1 januari 2005. Ökningen är som högst med 82 procent för Fabegge och som minst med 1 procent för Fast Partner.

Bolag	Alla aktiedagar före 1 jan 2005	Alla aktiedagar efter 1 jan 2005	Förändring %
Castellum	1,08	1,38	28%
Hufvudstaden	0,89	1,30	46%
Kungsleden	0,88	1,49	69%
Wallenstam	0,89	1,30	46%
Capona	1,02	1,24	22%
Heba	0,79	1,16	47%
Fast Partner	1,28	1,29	1%
Fabege	0,79	1,44	82%
Medelvärde	0,95	1,33	40%

Tabell 5 I:

*Kursrörlighet i procent **alla aktiedagar före** och **alla aktiedagar efter** regeländringen*

Absoluttalet för alla aktiedagar före den 1 januari 2005 uppgår till 0,95 och till 1,33 för tiden efter detta datum.

Även Wilcoxons teckenrangtest påvisar signifikanta skillnader i kursrörligheten för alla aktiedagar före den 1 januari 2005 i förhållande till efter. Det är således statistiskt säkerställt att det finns en signifikant skillnad i kursrörlighet i fastighetsbolagen efter det att det nya regelverket tagits i bruk. Det bör också här uppmärksammas att jämförelsebolagen också utvisade en signifikant skillnad, men att kursrörligheten minskat i dessa bolag samtidigt som den ökat i fastighetsbolagen.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang ordning	
Castellum	1,08	1,38	0,30	3	0	1	0,01
Hufvudstaden	0,89	1,30	0,41	5,5	0	2	0,22
Kungsleden	0,88	1,49	0,61	7	0	3	0,30
Wallenstam	0,89	1,30	0,41	5,5	0	4	0,37
Capona	1,02	1,24	0,22	2	0	5	0,41
Heba	0,79	1,16	0,37	4	0	6	0,41
Fast Partner	1,28	1,29	0,01	1	0	7	0,61
Fabege	0,79	1,44	0,65	8	0	8	0,65
				36	0		

$T_{plus} = 0$ $T_{minus} = 36$ Kritiskt värde $T_p = 4$ vid $n=8$

Det minsta T:et är mindre än . H_0 skall förkastas

$p \leq 0,007812$. Konfidensgrad 99,2 procent

Tabell 5 J:

Signifikanstest av kursrörligheten i procent *alla aktiedagar före*
och *alla aktiedagar efter* regeländringen

Så här långt kan således konstateras att samtidigt som kursrörligheten minskat i allmänhet efter den 1 januari 2005, har den ökat i fastighetsbolagen. Ökningen för fastighetsbolagen är ungefär lika stor som minskningen är för bolag i allmänhet.

Problem C:

Är kursrörligheten i fastighetsbolagen på rapportdagarna efter den 1 januari 2005 högre än före detta datum?

Datamaterialet för analysen är följande:

1) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 72 observationer efter den 1 januari år 2005 enligt formeln $X_1, X_2, \dots, X_{72}$

2) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 72 observationer före den 1 januari år 2005 enligt formeln $Y_1, Y_2, \dots, Y_{72}$

$$\frac{1}{72} \sum_{k=1}^{72} x_k - \frac{1}{72} \sum_{k=1}^{72} y_k$$

Medelvärde för x (efter) är 2,06 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 1,49.

Standardavvikelsen för x (efter) är 1,96 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 1,43.

Hypotes

H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

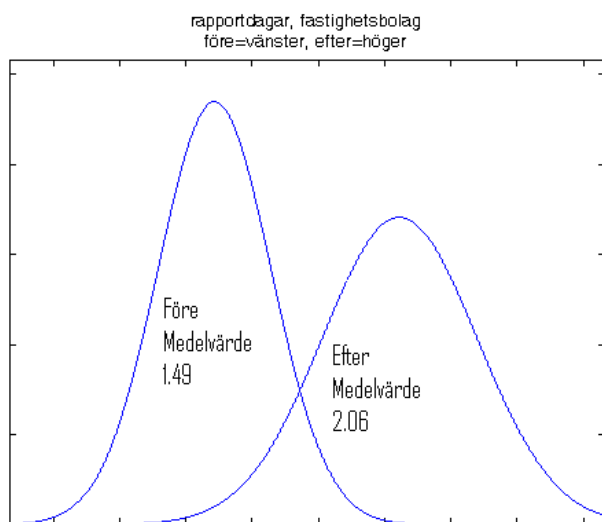
Z-test

$$z = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{SE^2_{\bar{x}_1} + SE^2_{\bar{x}_2}}}$$

$$z = 1,99$$

H_0 förkastas. En signifikant skillnad mellan före och efter har påvisats på 0,025 nivån (kritiskt värde $\pm 1,96$).

Testvärdet ligger i denna del av studien mycket nära gränsen för en icke signifikant skillnad. Värdet är dock missvisande eftersom fördelningen av observationerna är mycket sned. Wilcoxon-testet torde i detta fall leda fram till en mer korrekt bedömning.



Figur 5 E:

*Kursrörlighet i procent **alla rapportdagar före** och **alla rapportdagar efter** regeländringen*

Figur 5 E är en grafisk beskrivning av fördelningarna. Denna visar att dessa endast delvis täcker varandra, vilket innebär att undersökningsresultatet i statistisk mening är nästan säkraställt. Ett möjligt utfall är dock att kursrörligheten minskat.

I det följande har undersökningsmaterialet komprimerats till medelvärden för varje enskilt företag.

Bolag	Rapportdagar före 1 jan 2005	Rapportdagar efter 1 jan 2005	Förändring %
Castellum	0,94	1,72	83%
Hufvudstaden	1,25	1,70	36%
Kungsleden	1,53	2,77	81%
Wallenstam	2,47	2,43	-2%
Capona	1,38	1,44	4%
Heba	1,38	2,49	80%
Fast Partner	1,71	1,83	7%
Fabege	1,24	2,09	69%
Medelvärde	1,49	2,06	38%

Tabell 5 K:

*Kursrörlighet i procent **alla rapportdagar före** och **alla rapportdagar efter** regeländringen*

Tabell 5 K utvisar att kursrörligheten på bolagens aktier har ökat på rapportdagarna efter den 1 januari 2005. Ökningen är sammantaget för de undersökta bolagen 38 procent. Förändringen är störst i Castellum med en ökning 83 procent. Wallenstams aktier har minskat i kursrörlighet med 2 procent. I övrig har ökningar skett i alla de undersökta bolagen. Absoluttalen för kursrörligheten är i genomsnitt 1,49 för rapportdagar före den 1 januari 2005 och 2,06 för tiden efter detta datum.

Wilcoxon's teckenrangtest påvisar också en signifikant skillnad i kursrörligheten för rapportdagarna före den 1 januari 2005 i förhållande till efter. Det är således statistiskt säkerställt att kursrörligheten i fastighetsbolagen har ökat på rapportdagarna efter det att det nya regelverket tagits i bruk.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang	ordning
Castellum	0,94	1,72	0,78	5		1	0,04
Hufvudstaden	1,25	1,70	0,45	4		2	0,06
Kungsleden	1,53	2,77	1,24	8		3	0,12
Wallenstam	2,47	2,43	-0,04		1	4	0,45
Capona	1,38	1,44	0,06	2		5	0,78
Heba	1,38	2,49	1,11	7		6	0,85
Fast Partner	1,71	1,83	0,12	3		7	1,11
Fabege	1,24	2,09	0,85	6		8	1,24

35 1

$T_{plus} = 1$ $T_{minus} = 35$ Kritiskt värde $T_p = 4$ vid $n=8$

Det minsta T :et är mindre än 4. H_0 förkastas.

$p < 0,01562$. Konfidensgrad 98,4 procent.

Tabell 5 L:

Signifikanttest av kursrörligheten i procent **alla rapportdagarna före och alla rapportdagarna efter** regeländringen

Sammanfattningsvis kan, så här långt, konstateras att kursrörligheten är högre de dagar då kvartalsrapporterna presenteras, än vad kursrörligheten är totalt. Kursrörligheten är 54 procent högre på rapportdagarna och skillnaderna är signifikanta.

De tre problemens lösning (problem A–C) sammanfattas i nedanstående tabell:

Kursrörlighet Ökning/minskning

Bolag i allmänhet

Alla aktiedagar efter	1,43 %	
Alla aktiedagar före	1,82 %	-0,39 %

Fastighetsbolagen

Alla aktiedagar efter	1,33 %	
Alla aktiedagar före	0,95 %	0,38 %
Rapportdagar efter	2,06 %	
Rapportdagar före	1,49 %	0,57 %

Tabellen ovan klargör att när händelsen "presenterad kvartalsrapport" inträffar har kursrörligheten varit högre än annars. Kvartalsrapporterna orsakar således reaktioner på aktiemarknaden som är starkare än genomsnittet. Om detta beror på rapportinnehållet eller enbart på det faktum att rapporten presenteras kan inte bedömas utifrån denna studie. Det går därför egentligen inte heller att avgöra om aktiemarknaden tar del av rapportinnehållet. Den ökade kursrörligheten torde dock åtminstone kunna tolkas som en osäkerhet över kursutvecklingen på rapportdagen. Det är känt att osäkerhet och oro ofta leder till

ökad kursrörlighet. Studien visar att det är möjligt att denna osäkerhet har ökat efter det att IAS 40 börjat tillämpas.

Kursrörelserna i fastighetsbolagen har blivit starkare efter det att nya redovisningsprinciper kommit i bruk. Detta gäller för alla aktiedagar efter den 1 januari 2005 och särskilt för rapportdagarna.

I fastighetsbolagen har kursrörligheten för alla aktiedagar ökat från 0,95 procent till 1,33 procent. Ökningen har således uppgått till 0,38 procent efter det att nya redovisningsprinciper kommit i bruk. Vid en jämförelse med genomsnittet för 24 bolag i andra branscher kan det konstateras att kursrörligheten i dessa bolag minskat efter den 1 januari 2005. Fastighetsbolagen utvisar således ett mönster som avviker från den generella utvecklingen av kursrörligheten efter den 1 januari 2005. Studien visar också att fastighetsbolagens kursrörlighet ökat mera på rapportdagarna efter införandet av de nya redovisningsprinciperna än före. Kursrörelsen har dock både före och efter den 1 januari 2005 varit starkare på rapportdagarna än andra dagar.

Återkommande till kapitel 4 "Tidigare forskning" kan konstateras att s.k. ögonblicksstudier är vanliga. Forsgårdh och Hertzen har i sin studie kommit till slutsatsen att aktiekurser anpassas till ny resultatinformation redan veckan före den vecka då resultatinformationen publicerades, men att anpassningen huvudsakligen sker den dag resultatinformationen publiceras. Därefter sker i stort sett inte någon ytterligare anpassning av aktiekurserna.

Den nu framlagda studien mäter i detta avsnitt endast vad som inträffar just på rapportdagen. Forsgårdh och Hertzens undersökning påvisar att insiderinformation kan ha skapat kursreaktioner redan dagarna före rapporteringen. Problem av detta slag har inte beaktats i studien gällande fastighetsbolagen. Om så varit fallet skulle möjligen än större kursrörelser kunnat konstateras vid tiden omkring offentliggörandet av bolagens kvartalsrapporter.

I kapitlet "Studiens referensram" har diskuterats uppfattningen att flexibla regler kan skapa ökad kursrörlighet. Den nu framlagda studien bekräftar en ökad kursrörlighet i de undersökta bolagen efter det att IAS 40 tagits i bruk. Det bör i detta sammanhang också särskilt påpekas att kursrörligheten minskat i jämförelsebolagen under samma tidsperiod. Det kan därför finnas skäl att anta att den ökade kursrörligheten har ett samband med den genomförda regeländringen i fastighetsbolagen. Det är också klarlagt att kursrörligheten hos fastighetsbolagen är högre på bolagens kvartalsrapporteringsdagar än vad de är i genomsnitt i dessa bolag.

5.6. Variationer i redovisat eget kapital före och efter den 1 januari år 2005

Har variationen i redovisat eget kapital ökat efter den 1 januari 2005?

Datamaterialet för analysen är följande:

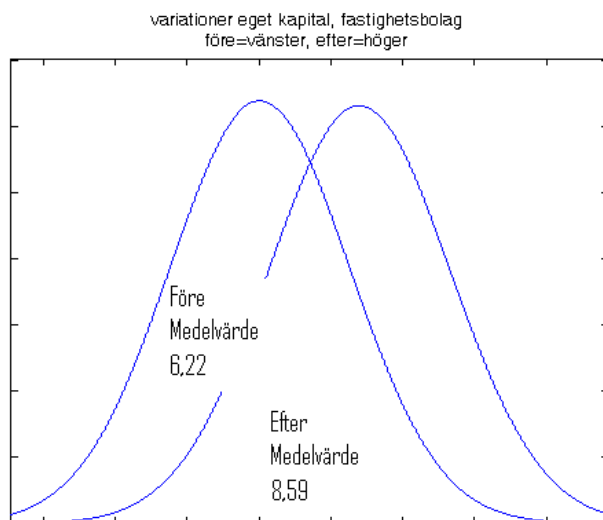
1) Absolutbeloppet av variationen i eget kapital från en kvartalsrapport jämförd med föregående kvartalsrapport i procent för 64 observationer efter den 1 januari år 2005 enligt formeln $X_1, X_2, \dots, X_{64}$

2) Absolutbeloppet av variationen i eget kapital från en kvartalsrapport jämförd med föregående kvartalsrapport i procent för 63 observationer före den 1 januari år 2005 enligt formeln $Y_1, Y_2, \dots, Y_{63}$

$$\frac{1}{64} \sum_{k=1}^{64} x_k - \frac{1}{63} \sum_{k=1}^{63} y_k$$

Medelvärde för x (efter) är 8,59 samtidigt som medelvärde för y(före) uppgår till 6,22.

Standardavvikelsen för x (efter) är 10,42 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 8,11.



Figur 5 F:

Grafisk beskrivning av variationen i redovisat eget kapital i procent "före" och "efter" regeländringen

Hypotes

H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Z-test

$$z = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{SE^2_{\bar{x}_1} + SE^2_{\bar{x}_2}}}$$

$$z = 1,43$$

H_0 är sann. Det finns inte någon signifikant skillnad mellan före och efter på 0,025 nivån (kritiskt värde $\pm 1,96$). Dock är skillnaden signifikant vid $p \leq 0,0764$ motsvarande signifikansgrad 92,36 procent.

Detta är vad Z-testet påvisar. Fördelningen är dock inte en normalfördelning och av detta skäl kan Wilcoxon testet vara en bättre testmetod.

Tabell 5 M visar att variationen (för det komprimerade materialet) i det redovisade egna kapitalet i genomsnitt ökat från 6,22 procent till 8,59 procent. Skillnaderna mellan bolagen är stora och innefattar både ökade och minskade variationer. I Hufvudstaden har variationen i redovisat eget kapital ökat mest, med 6,26 procent. Hos Wallenstam har däremot skett en minskning från 10,68 procent till 7,28 procent.

Bolag	Före 1 jan 2005	Efter 1 jan 2005	Ökning/minskning
Castellum	2,85	4,30	1,45
Hufvudstaden	2,98	9,24	6,26
Kungsleden	8,16	11,90	3,74
Wallenstam	10,68	7,28	-3,40
Capona	12,43	15,88	3,45
Heba	6,83	4,56	-2,27
Fast Partner	1,90	6,67	4,77
Fabege	3,95	8,92	4,97
Medelvärde	6,22	8,59	2,37

Tabell 5 M:

Variationen i redovisat eget kapital i procent före och efter 1 januari 200

Skillnader finns således i variationen i redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40. Variationen har ökat något. Wilcoxon's teckenrangtest påvisar till skillnad från Z-testet en signifikant skillnad i variationen för redovisat eget kapital före den 1 januari 2005 i förhållande till efter.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang+	Rang -	Rang	ordning
Castellum	2,85	4,30	1,45	1		1	1,45
Hufvudstaden	2,98	9,24	6,26	8		2	2,27
Kungsleden	8,16	11,90	3,74	5		3	3,40
Wallenstam	10,68	7,28	-3,40		3	4	3,45
Capona	12,43	15,88	3,45	4		5	3,74
Heba	6,83	4,56	-2,27		2	6	4,77
Fast Partner	1,90	6,67	4,77	6		7	4,97
Fabege	3,95	8,92	4,97	7		8	6,26

31 5

 $T_{plus} = 31$ $T_{minus} = 5$ Kritiskt värde $T_p = 6$ vid $n=8$
Det minsta T:et är mindre än 6 och H_0 skall förkastas. $p < 0,07812$. Konfidensgrad 92,2 procent.

Tabell 5 N:

Signifikanttest för variationen i redovisat eget kapital före och efter den 1 januari 2005

H_0 skall förkastas. Det kan påvisas en signifikant skillnad mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Det är således enligt detta test statistiskt säkerställt att variationen i redovisat eget kapital har ökat efter det att det nya regelverket tagits i bruk. Eftersom antalet observationer är mycket litet torde detta senare test vara det test som skall utgöra grund för den slutsats som skall dras.

Den samlade bilden av denna del av studien är att variationen i redovisat eget kapital efter tillkomsten av IAS 40 har ökat. Ökningen är också statistiskt säkerställd. Tolkningen av denna slutsats är inte enkel att göra utifrån den nu genomförda studien. Om variationen i redovisat eget kapital ökat efter införandet av IAS 40 i redovisningens balans- och resultaträkning kan detta bero på t.ex. förändrat ränteläge. Stigande ränteläge ger lägre fastighetsvärden och därmed också lägre redovisat eget kapital.

Sjunkande ränteläge ger högre fastighetsvärden och högre redovisat eget kapital. Då är det också korrekt att visa detta genom omvärdering av fastigheterna och därmed också en omvärdering av redovisat eget kapital. Kanske borde variationerna i redovisat eget kapital vara större än vad som framgår av studien? Om så är fallet har företagen ägnat sig åt s.k. smoothing med syftet att undvika att skapa oro på aktiemarknaden.

Det kan också konstateras att variationerna i redovisat eget kapital är avsevärt större än vad variationerna i aktiekursen är. Aktiemarknaden överreagerar således inte på denna redovisningsinformation. Detta gäller för både "före" och "efter" populationen.

Av kapitel 4 "Tidigare forskning" framgår att användningen av redovisat eget kapital som analysvariabel är mindre vanlig. Oftare används i stället redovisat resultat. Ett argument att bryta mot detta mönster är just tillkomsten av IAS 40. Då regeln innebär att verkliga värden skall redovisas i balansräkningen bör nu fokus kunna flyttas från redovisat resultat till redovisat eget kapital. Det s.k. P/E-talet, som ju är ett försök till beräkning av framtida nettokassaflöden, torde inte vara lika viktigt som analysstal i situationer där det redovisade egna kapitalet är korrekt redovisat.

I kapitel 6 "Reflektion och förslag till fortsatt forskning" diskuteras frågan huruvida bolagen kan tänkas ha kommit fram till orealistiska värden på redovisat eget kapital.

5.7. Samvariationen mellan redovisat eget kapital och börsvärde före och efter den 1 januari år 2005

Företagets redovisade egna kapital och företagets värde på börsen är de två variabler som kommer att analyseras i detta avsnitt. För varje avlämnad kvartalsrapport följer en tidsrymd från dagen för avlämnad rapport till dagen före nästa rapporttillfälle. Detta ger upphov till parvisa observationer. Studien innehåller 18 kvartal, varav 9 kvartal före införandet av IAS 40 och 9 efter. Antalet undersökta företag är 8 styck. Antalet parvisa observationer uppgår till 72 i antal (8×9) före regeländringen och 72 observationer (8×9) efter. En jämförelse av samvariation skall göras i de två empiriska populationerna "före" och "efter". Analysen genomförs som en korrelationsanalys där korrelationen +1 indikerar en fullständig positiv samvariation medan -1 indikerar en fullständig negativ samvariation. Värdet 0 indikerar att det inte finns någon samvariation mellan variablerna.

Enligt tabell 5 O har medelvärdet för samvariationen ökat efter den 1 januari 2005, det datum då regelverket IAS 40 började gälla, från 63 procent till 83 procent. Förändringarna i de enskilda företagen är divergerande. Sålunda har samvariationen minskat i fem av de åtta undersökta företagen. Variationen i förändringarna är också stora. De bolag som haft högsta ökningen av samvariationen är Heba och Fast Partner. Capona och Fabege har haft kraftiga minskningar i samvariationen.

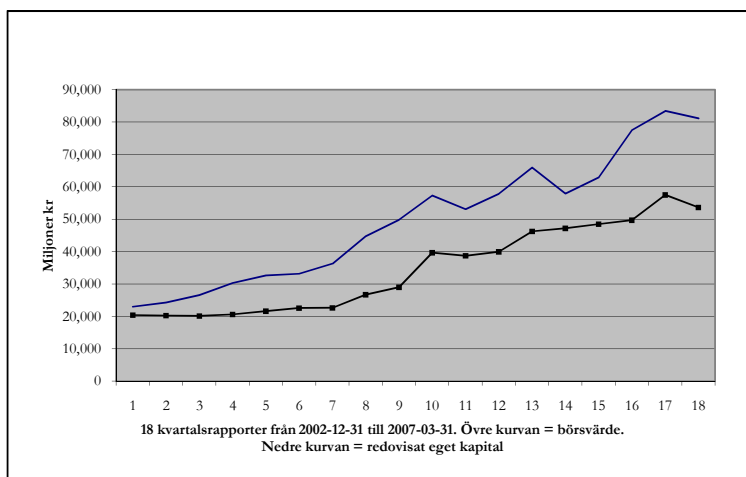
Bolag	Samvariation före	Samvariation efter
Castellum	0,9214	0,9055
Hufvudstaden	0,8574	0,8478
Kungsleden	0,9050	0,9139
Wallenstam	0,9307	0,9136
Capona	0,7292	0,4952
Heba	-0,2637	0,9793
Fast Partner	0,0294	0,9275
Fabege	0,9423	0,6360
Medelvärde	0,6315	0,8274
Standardavvikelse	0,4176	0,1587

Tabell 5 O:

Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40

Det går inte att finna något mönster enligt som utgångspunkt för en generell förklaring av de siffror som framkommit med avseende på samvariationen.

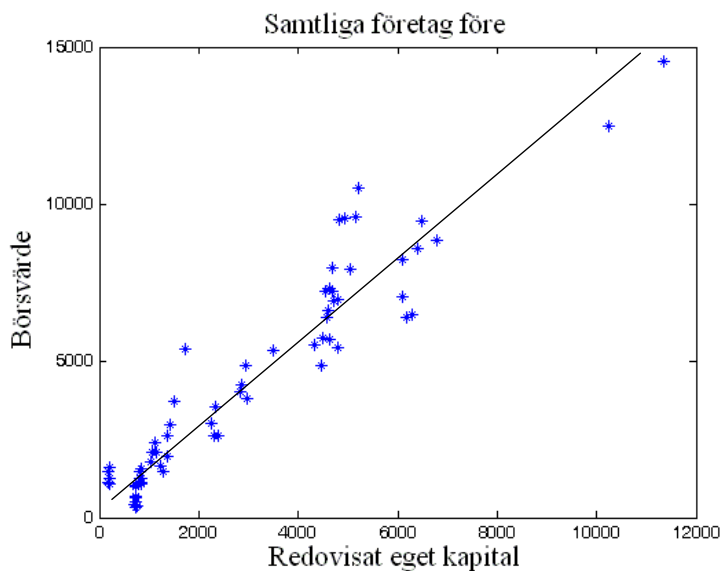
Figur 5 G har som syfte att beskriva hur samvariationen mellan redovisat eget kapital och börsvärde utvecklas över tid och skall betraktas som en "okulärbesiktning" av situationen. Diagrammet är en aggregering av samtliga undersökta bolag och visar att i de fastighetsförvaltande bolagen har börskursen vid alla undersökta tidpunkter legat högre än det redovisade egna kapitalet (den punktmarkerade kurvan). Kurvorna följs också ganska väl åt.



Figur 5 G:

Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" före och efter införandet av IAS40

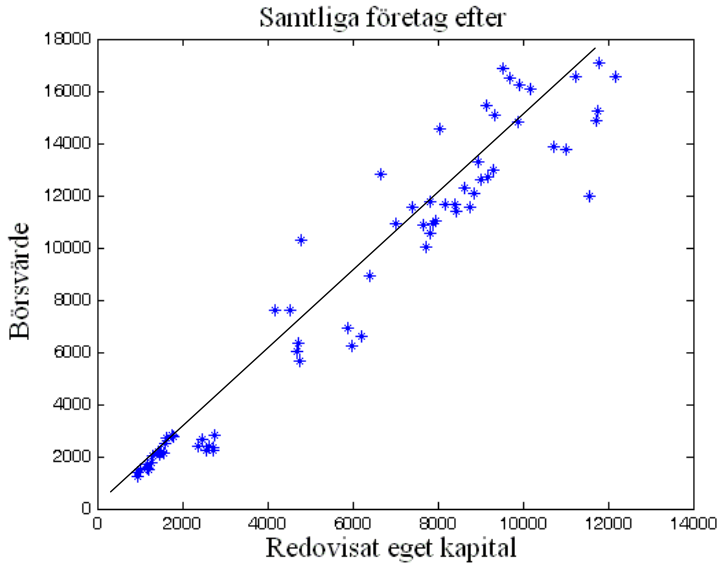
Den subjektiva uppfattningen av detta diagram är att kurvorna, trots vad som sagts tidigare, följer varandra åt ganska väl. Figur 5G visar regressionslinjen för samvariationen före införandet av IAS 40.



Figur 5 H:

Samvariationen mellan variablerna "redovisat eget kapital" och "börsvärde" före införandet av IAS40

Nedanstående bild är en grafisk beskrivning av samvariationen mellan redovisat eget kapital och börsvärde efter införandet av IAS 40. Samvariationen har här stärkts något i förhållande till före.



Figur 5 I:

Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" efter införandet av IAS40

Skillnader finns i samvariationen före och efter införandet av IAS 40. Den har blivit något starkare, men vad säger ett signifikanstest?

Datamaterialet för den statistiska dataanalysen är följande:

1) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 8 observationer efter den 1 januari år 2005 enligt formeln $X_1, X_2, \dots, X_8$

2) Absolutbeloppet av dagens kursförändring i procent för 8 observationer före den 1 januari år 2005 enligt formeln $Y_1, Y_2, \dots, Y_8$

Medelvärde för x (efter) 0,8274 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 0,6315.

Standardavvikelsen för x (efter) är 0,1587 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 0,4176.

Hypotes

H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Z-test

$$z = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{SE^2_{\bar{x}_1} + SE^2_{\bar{x}_2}}}$$

$$z = 1,24$$

H_0 är sann. Någon signifikant skillnad mellan före och efter har inte påvisats på 0,025 nivå (kritiskt värde $\pm 1,96$).

Wilcoxons teckenrangtest påvisar inte heller det någon signifikant skillnad för samvariationen före och efter ändrad redovisningsprincip enligt tabell 5 P. Det är således inte statistiskt säkerställt att samvariationen är annorlunda efter införandet av IAS 40.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang	ordning
Castellum	0,9214	0,9055	-0,0159		3	1	0,0089
Hufvudstaden	0,8574	0,8478	-0,0096		2	2	0,0096
Kungsleden	0,9050	0,9139	0,0089	1	1	3	0,0159
Wallenstam	0,9307	0,9136	-0,0171		4	4	0,0171
Capona	0,7292	0,4952	-0,2340		5	5	0,2340
Heba	-0,2637	0,9793	1,2430	8		6	0,3063
Fast Partner	0,0294	0,9275	0,8981	7		7	0,8981
Fabege	0,9423	0,6360	-0,3063		6	8	1,2430

16

20

$T_{plus} = 16$ $T_{minus} = 20$ Kritiskt värde $T_p = 4$ vid $n=8$

Det minsta T :et är större än 4. H_0 skall inte förkastas.

$p < 0,8438$. Konfidensgrad 15,6 procent.

Tabell 5 P:

Signifikantest för samvariationen mellan börsvärde och redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40

Den samlade bilden av korrelationsstudie är att samvariationen förbättrats efter det att IAS 40 tagits i bruk, från 63 procent till 83 procent. Bilden är dock mycket olika i de skilda företagen. Sålunda är samvariationen ungefär densamma före och efter regeländringen i bolagen Castellum, Hufvudstaden, Kungsleden och Wallenstam. Det är Heba och Fast Partner som svarar för hela förbättringen i samvariation. Detta leder också fram till att även om skillnaden är stor, så är den ändå inte signifikant.

Som avslutning på avsnitt 5.7 kan det finnas skäl att diskutera hur samvariation/icke samvariation skall tolkas. Först skall några exempel lämnas på sådana observationer som ingår i samvariationsstudien. I nedanstående tabell redovisas 18 observationer med kurssvängningar på mer än 4 procent i samband med kvartalsrapporteringen i fastighetsbolagen. Totalt av de 18 observationerna har bättre resultat än motsvarande period föregående år redovisats 12 gånger samtidigt som kursen stigit. Vid 5 tillfällen har kursen sjunkit trots bättre redovisade värden för resultatet. I ett fall har kursen sjunkit vid försämrat resultat.

B/U	B/N	
12	5	17
S/N	S/U	
1	0	1
13	5	18

Figur 5 J:

Sammanfattning av pressmeddelanden

B/U = Bättre resultat än samma period föregående år/Kursuppgång

B/N = Bättre resultat än samma period föregående år/Kursnedgång

S/N = Sämre resultat än samma period föregående år/Kursnedgång

S/U = Sämre resultat än samma period föregående år/Kursuppgång

Således strider 5 fall av 18 mot antagandet att bättre resultat än samma period föregående år leder till kursuppgång samtidigt som ett sämre resultat bidrar till kursfall.

Effekterna på samvariationen är således i det korta perspektivet inte vad som skulle kunna uppfattas som logiskt. Ibland sjunker börsvärdet i samband med information om förbättrat resultat/redovisat eget kapital och ibland tvärtom. Detta skall dock

förklaras genom de förväntningar som finns inför rapporteringen. I det korta perspektivet är sambandet mellan redovisat eget kapital och förändringar i börskurser således ofta litet. Vad som här kan konstateras är att i fastighetsbolagen är detta fenomen inte lika påtagligt som i t.ex. IT-branschen.

Det är av flera skäl viktigt att vara införstådd med att låg samvariation inte behöver vara ett kännetecken på att marknaden inte reagerar på företangens information. I det följande redovisas ett exempel vars avsikt är att bidra med förståelse för samvariationsbegreppet. Om t.ex. endast två mätpunkter utnyttjas för en analys av samvariation kommer denna att få antingen värdet +1 eller värdet -1. Tänk tanken att ett bolag redovisar förbättrat eget kapital vid mätpunkt 2 i förhållande till mätpunkt 1 med åtföljande uppgång i aktiekursen, så leder detta fram till samvariationen +1. Det är dock fullt möjligt att samma redovisning kan bidra till sjunkande aktiekurs. Då kommer samvariationen att uppgå till -1. Vad som händer med aktiekursen beror på vilket resultat/redovisat eget kapital som marknaden förväntat sig. Tänk nu tanken att antalet observationer är mycket stort, där många företag och många mättillfällen ingår i analysen. Summan av alla +1 och -1 kan bli vad som helst mellan -1 och plus 1. Kanske kommer summan att uppgå till värdet 0, vilket innebär att samvariationen/sambandet är obefintligt. Detta beror på den "blandade kompotten" av icke homogena förväntningar och betyder inte alls att marknaden inte är intresserad av informationen eller inte reagerar på den. Det innebär endast att denna reagerar olika. Därutöver kan konstateras att det är fullt möjligt att värdet 0 beror på att

marknaden inte är intresserade av företagens information. Det bör här också påpekas att den samvariationsstudie som redovisas i detta avsnitt inte har rapportdagarna som mätpunkter utan i stället bygger på medelvärdet av alla slutkurser från ett rapporttillfälle till ett annat.

Som kapitlet "tidigare forskning" utvisar, finns det ett antal studier med samma syfte och metod liknande den nu framlagda studien. Runsten har genomfört undersökningar av förhållandet mellan redovisat eget kapital och börskurs i svenska företag. Bl.a. har elektronikföretaget Ericsson under åren 1966 – 1996 analyserats med avseende på dessa två variabler. Runsten anser att det är rimligt att anta att värderingen av företagets tillgångar och skulder och redovisningen av detta också får effekter på börskursen men påpekar också att företagets värdeskapande tar många år att fånga upp i företagets redovisning. Börskursen kommer därför i hög grad att styras utifrån de förväntningar aktiemarknaden har på företaget.

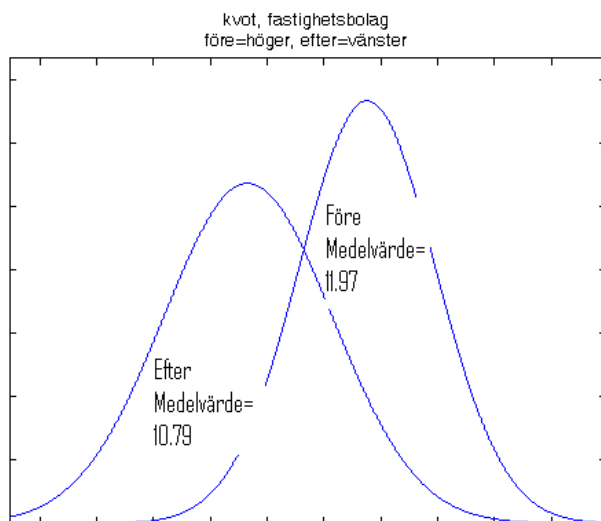
Runstens analys av Ericsson perioden 1966 – 1996 visar att redovisat eget kapital utvecklats utan stora variationer över tid samtidigt som det också stigit i jämn takt över den analyserade perioden. Börskursutvecklingen har däremot varit varierande i mycket högre grad än det redovisade egna kapitalet och stundom har börskursen varit lägre och stundom högre än redovisat eget kapital.

Det skall här konstateras undersökningar av det slag som den nu framlagda studien avser, inte har genomförts tidigare på fastighetsbolag och att skälen till att referera till studien av Ericsson endast är att påvisa intresset för värderelevansstudier av det slag som den nu framlagda studien avser. I kapitel 6 "Reflektion och förslag till fortsatt forskning" kommer också en analys av Ericsson för perioden 1999 - 2005 att visas. Syftet med detta är att visa att samvariationen/sambandet kan vara avsevärt olika i olika tidsepoker.

Runsten har också genomfört en kvantitativ studie av 250 företag på Stockholms fondbörs med samma metod som fallet Ericsson. Denna visar att samvariationens medelvärde för de 250 företagen över en 5-10 årsperiod uppgår till ca 60 procent. Detta motsvaras ganska väl av den samvariation som uppmätts i fastighetsbolagen före regeländringen den 1 januari år 2005. Som ett försvar att göra denna jämförelse (i strid mot det tidigare sagda) skall påpekas att diagrammet över samvariationen i Ericsson inrymmer just den tidsepok som betecknas som en börsbubbla. Både Runstens analys och analyserna av fastighetsbolagen befinner sig utanför denna bubbla, antingen före eller efter.

5.8 Variationer i kvoten börsvärde/redovisat eget kapital före och efter den 1 januari år 2005

Av figur 5 K framgår att variationen i kvoten börsvärde/redovisat eget kapital har varit högre före regeländringen än efter. Skillnaden är inte stor och inte heller signifikant, vilket nedanstående beräkningar klargör.



Figur 5 K:

Variationer i kvoten börsvärde/redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40 i bolagens redovisningar

Datamaterialet för den statistiska dataanalysen är följande:

1) Absolutbeloppet av kvotvariationen från ett rapporteringstillfälle till nästa i procent för 64 observationer efter den 1 januari år 2005 enligt formeln $X_1, X_2, \dots, X_{64}$

2) Absolutbeloppet av kvotvariationen från ett rapporteringstillfälle till nästa i procent för 64 observationer före den 1 januari år 2005 enligt formeln $Y_1, Y_2, \dots, Y_{64}$

$$\frac{1}{64} \sum_{k=1}^{64} x_k - \frac{1}{64} \sum_{k=1}^{64} y_k$$

Medelvärde för x (efter) är 10,79 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 11,97.

Standardavvikelsen för x (efter) är 12,31 medan motsvarande värde för y (före) uppgår till 9,85.

Hypotes

H_0 : Ingen skillnad föreligger mellan förepopulationen och efterpopulationen.

Z-test

$$z = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{SE^2_{\bar{x}_1} + SE^2_{\bar{x}_2}}}$$

$$z = -0,2117$$

H_0 är sann. Någon signifikant skillnad mellan före och efter har inte påvisats på 0,025 nivån (kritiskt värde $\pm 1,96$).

Wilcoxons teckenrangtest påvisar inte heller det någon signifikant skillnad i kvotens variation före och efter ändrad redovisningsprincip. Det är således inte statistiskt säkerställt att variationerna i kvoten är annorlunda efter införandet av IAS 40, vilket framgår av nedanstående tabell.

Bolag	Före	Efter	Diff.	Rang +	Rang -	Rang	ordning
Castellum	8.20	6.74	-1.46		2	1	0.33
Hufvudstaden	8.11	10.62	2.51	3		2	1.46
Kungsleden	10.89	14.83	3.94	5		3	2.51
Wallenstam	14.81	10.73	-4.08		6	4	2.84
Capona	19.82	19.49	-0.33		1	5	3.94
Heba	9.59	4.55	-5.04		7	6	4.08
Fast Partner	16.16	8.32	-7.84		8	7	5.04
Fabege	8.19	11.03	2.84	4		8	7.84

12 24

$T_{plus} = 12$ $T_{minus} = 24$ Kritiskt värde $T_p = 4$ vid $n=8$

Det minsta T:et är större än 4. H_0 är sann. Ingen skillnad.

$p < 0,4609$. Konfidensgrad 0,53

Tabell 5 Q:

Signifikanstest för variationer i kvoten börsvärde och redovisat eget kapital före och efter införandet av IAS 40

Minskade kvotvariationer är liktydigt med ökad samvariation mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital". Detta är också det resultat denna studie kommit fram till i avsnitt 5.7 och de i avsnitt 5.8 genomförda beräkningarna kan betraktas som en extra kontroll av samvariationsberäkningarna.

Den samlade bilden av analysen med avseende på kvotvariationer är att dessa minskat något efter det att regelverket IAS 40

tagits i bruk. Skillnaden är dock liten och inte heller statistiskt säkerställd. Studien ger i vart fall klart besked att tillkomsten av IAS 40 inte bidragit till "turbulens" i förhållandet mellan företags redovisning och aktörernas aktiviteter på aktiemarknaden. I stället synes variationerna i kursrörelser och variationerna i redovisat eget kapital sträva i samma riktning i högre grad än före tillkomsten av IAS 40. Denna slutsats är förenlig med slutsatsen om något bättre samvariation efter den 1 januari år 2005.

5.9. Sammanfattande slutsatser

Syften med den nu framlagda studien har varit att bedöma om införandet av IAS 40 – Förvaltningsfastigheter har bidragit till en mera värderrelevant redovisning. Förhållandet mellan aktiemarknaden och företags redovisning har analyserats med utgångspunkt i variablerna "börskurs" och "redovisat eget kapital". Studien bygger på antagandet att det i något avseende finns ett beroendeförhållande mellan företags börskurs och den redovisningsinformation som företaget lämnar.

Det nya regelverket IAS 40 har påståtts kunna bidra med både positiva och negativa effekter på aktiemarknaden. Studien bidrar med insikt om hur det är med detta. En bättre överensstämmelse mellan företags redovisade egna kapital och deras värde på börsen har uppnåtts samtidigt som redovisningen i förhållandet till aktiemarknaden blivit mera homogen mellan de undersökta företagen. Kvoten börsvärde/redovisat eget ka-

pital har dessutom stabiliserats på en lägre nivå efter det att det nya regelverket införts.

En negativ utveckling är att kursrörligheten har ökat under en tidsepok då den minskat i andra företag. (Här bör dock anmärkas att också detta kan uppfattas som en positiv händelse bland vissa aktörer på marknaden). Den ökade kursrörligheten kan vara en indikation på att aktiemarknaden reagerar kraftigare på den information som lämnas efter införandet av IAS 40. En tänkbar orsak till ökade kursrörelser är dock att aktiemarknaden reagerar redan på det faktum att information lämnas och inte på informationens innehåll.

Det egna kapitalet påvisar högre variation efter det att regeländringen genomförts. Det skall också konstateras att variationerna i redovisat eget kapital är avsevärt större än variationerna i aktiekurs. Detta faktum är giltigt både före och efter det att IAS 40 tagits i bruk.

Samvariationen mellan variablerna "börsvärde" och "redovisat eget kapital" har förbättrats och kvoten mellan variablerna är därmed också stabil. Detta innebär att variationerna i variablerna "drar åt samma håll" och att förändringar i företagets redovisade egna kapital och börskurs följer varandra åt bättre efter införandet av IAS 40. Vad det är som är drivkraften i detta fenomen kan inte bedömas med utgångspunkt i den nu framlagda studien. Det kan vara aktiemarknaden som gör sina bedöm-

ningar med hjälp av företagets redovisning men det kan också vara så att det är företaget som anpassar sin redovisning till aktiemarknadens bedömningar av företagets värde? Med de restriktiva regler som gällt före den 1 januari år 2005 har det senare nämnda alternativet inte varit möjligt. Ett rimligt antagande är att det genom det nya regelverket råder ett samförstånd och att företagen nu gör sina bedömningar med utgångspunkt i samma fakta som marknaden. En fastighets värde beror ju i hög grad på omvärldsfaktorer. Mycket talar för att den högre samvariationen beror av båda dessa faktorer eftersom aktiemarknaden i det korta perspektivet tar intryck av redovisningsinformationen (och gör detta i högre grad än före införandet av IAS 40). Det kan dock konstateras att aktiekursen varit i stigande både före och efter den 1 januari år 2005 samtidigt som kvoten börsvärde/redovisat eget kapital upphört att stiga efter den 1 januari år 2005. Av detta skäl finns det anledning att anta att aktiekursen på lång sikt har sin utveckling oberoende av balansräkningens redovisning av "redovisat eget kapital". Det är också naturligt att det är på detta sätt eftersom fastigheternas verkliga värde varit kända i redovisningen även när dessa inte redovisats i balansräkningen. Det är därför rimligt att anta att aktiekursens utveckling torde ha varit densamma utan tillkomsten av IAS 40.

Både kursrörligheten och rörligheten i redovisat eget kapital har en signifikant ökning. Detta faktum kan ses som att redovisningen nu anpassats till verkligheten och att, trots det ovan sagda, aktiemarknaden beaktar redovisningen genom att reagera på den. I det längre perspektivet reagerar också marknaden

”i samma riktning som redovisningsinformationen”. I det korta perspektivet bidrar redovisningen till att justera aktiemarknadens förväntningar och sådana justeringar kan bidra till försämrade korrelation.

Som en helhetsbedömning har informationsvärdet i rapporteringen förbättrats och redovisningens värder relevans har ökat genom tillkomsten av IAS 40. Därmed synes också många negativa omdömen om detta regelverk inte kunna styrkas genom den nu framlagda studien. Det är dock viktigt att slå fast att en liknande studie i framtiden, innefattande ytterligare några år, skulle kunna leda fram till en annan slutsats.

Den nu framlagda studien startade med frågeställningen: ” En fråga som borde intressera investerare på aktiemarknaden är i vilken omfattning företagets redovisning är användbar för dessa investerares beslut”. Svaret på denna frågeställning är att införandet av IAS 40 bidragit till en ökad användbarhet genom en balansräkning som i högre grad nu än tidigare ger en rättvisande bild av företagets värde.

6. Några avslutande reflektioner

Kapitlet kommer först att göra en återblick mot tidigare forskning och dessutom att göra ett försök att bedöma studiens resultat i förhållande till denna forskning. Därefter skall studiens metodproblem diskuteras med avseende på vad som är möjligt att undersöka och hur studien skall tolkas. Det har också i debatten kring värdering till verkligt värde framförts farhågor att företagen kommer att utnyttja det nya regelverket i syfte att försköna företagets värde. En till studien kompletterande analys kommer av denna anledning att genomföras i detta kapitel med syftet att utvärdera dessa farhågor. En kort reflektion görs också av vilken kurspåverkande effekt kvartalsrapporterna har i förhållande till annan information eller andra utsagor om bolagen.

6.1. Studien i ljuset av tidigare forskning

Det som i första hand är av intresse för den nu framlagda studien i ljuset av tidigare forskning är det faktum att många forskare är intresserade av förhållandet mellan företagets redovisning och aktiemarknaden (värder relevansstudier). Under studiens forsskridande har flera utomstående betraktare hävdade att redovisningsinformation inte har någon som helst påverkan på aktiekurser. Intresset för studier av samband mellan redovisningsinformation och aktiekurser visar i vart fall att det inte utan vidare går att avfärda ett sådant samband.

Samtidigt förefaller det som att många forskare tar för givet att det finns ett samband mellan redovisningsinformation och aktiekurser, ett samband där redovisningen är orsaken till aktiekursens (börsvärdet) utveckling. De flesta studier avser sålunda egentligen inte att bevisa samband utan snarare att beskriva hur dessa ser ut.

Att forskningen företrädesvis inriktats på variabeln "redovisat resultat" och undantagsvis på "redovisat eget kapital" är naturligt eftersom balansräkningen oftast inte ger en rättvisande bild på grund av regelverkens restriktioner (konservatism) vad det gäller möjligheten till korrekta värderingar av företagets tillgångar och skulder. Då nu detta, åtminstone till en del, avhjälpes genom tillkomsten av IAS/IFRS torde forskningen mera kunna riktas mot redovisat eget kapital än vad som tidigare varit fallet. Detta påstående borde i synnerhet kunna vara giltigt för sådana fastighetsbolag som skall följa IAS 40.

Forskningen har således i hög grad använt variabeln "redovisat resultat" vid analyser av samband mellan redovisning och aktiekurs. Den nu framlagda studien använder i stället variabeln "redovisat eget kapital" med argumentet att summan av alla årsvinster nu i högre grad än tidigare, genom tillkomsten av IAS 40, finns aggregerad i balansräkningen.

En detaljerad jämförelse av den nu framlagda studien med tidigare forskning är dock inte helt relevant, eftersom den tidigare forskningen i huvudsak är genomförd i en tidsepok med en annan situation på aktiemarknaden än den som i dag gäller. Därutöver kan anföras att teknikutvecklingen har bidragit till helt

nya möjligheter att undersöka aktiemarknaden. Undersökningsmetoderna torde därför kunna se annorlunda ut samtidigt som tillgängligheten till aktiekursdata och data gällande exakta tidpunkter för informationslämnandet idag är av mycket hög kvalitet.

Förändringarna i aktiemarknadens sammansättning med aktörer med andra motiv för sitt deltagande ser annorlunda ut idag och har heller ännu inte "stabiliserats". En stark strukturomvandling kan fortfarande antas pågå. Med utgångspunkt i ett sådant resonemang kan inte heller hävdas att den nu framlagda studien skulle vara giltig för framtiden. Problemen som kan uppstå där en ny marknad och nya regler möts har uppmärksamats tidigare både av företrädare för Stockholms Fondbörs¹²⁶ och av ett antal tidigare koncernchefer¹²⁷ i stora svenska börsbolag.

Trots de tankar som uttryckts med avseende på andra studiers betydelse för nutid och framtid, finns det skäl att "stämna av" vissa delar av tidigare forskning mot den nu framlagda studien med syftet att bedöma vilka slutsatser som överensstämmer med denna och vilka som inte överensstämmer samt också framlägga några spekulationer om varför?

Resultatet av Forsgårdh och Hertzens undersökning visar att aktiekurserna delvis anpassas till ny resultatinformation redan veckan före den vecka då den första informationen publicerades, men att anpassningen huvudsakligen sker under den

¹²⁶ Lind, J. och W. Schuster, (red.), 2004

¹²⁷ Brodin, B., L. Lundkvist, S-E. Sjöstrand och L. Östman, 2000

vecka eller den dag då resultatinformationen publiceras. Därefter sker i stort sett inte någon ytterligare anpassning av aktiekurserna. Studien hävdar således att det finns ett samband mellan variablerna "resultatinformation" och "aktiekurs".

Den nu framlagda studien visar att kursrörelserna är starkare de dagar då kvartalsrapporterna offentliggörs än vad som gäller för genomsnittet. Anpassningen av aktiekursen sker således i hög grad just den dag kvartalsrapporten lämnas. Vad som inträffar med aktiekursen dagarna före och efter rapporteringen har inte undersökts.

En logisk förutsättning för att kursrörelser skall uppstå på rapportdagen är att förväntningarna på rapporteringen inte stämmer med rapportinnehållet. Forsgårdh och Herten har påvisat kursförändringar redan veckan före rapporteringen. Detta kan vara en indikation på insiderhandel. I sådana fall kan kursreaktionerna på rapportdagen utebli helt. Information kan också lämnas som vinstvarning och kursreaktionerna uppstår då på vinstvarningsdagen i stället för på rapportdagen.

Vad det gäller ögonblicksstudien i den nu framlagda studien är det klarlagt att det finns ett samband mellan informationen i kvartalsrapporterna och aktiekursen på dagen för informationens lämnande och studien kommer därmed fram till en slutsats som väl stämmer överens med Forsgård och Hertzens studie. Rapporteringen bidrar till kurseffekter.

6.2. Metodfrågor, validitetsproblem, generaliserbarhet och trovärdighet

Problemen tas här upp i samma ordningsföljd som den som gäller för den genomförda studien, vilka i sina olika delar innehåller många svåra metodproblem och frågor om vad som går att mäta, troliggöra och/eller bevisa. Metodproblemen avser frågor om kursrörelser på rapportdagarna, samvariationen mellan variablerna "börskurs" och "redovisat eget kapital" samt frågan huruvida resultatet av studien kan vara giltigt även för bolag i andra branscher och/eller tiden före och efter den nu genomförda studien.

6.2.1. Kursrörelser på rapportdagarna

Mätproblem i det korta perspektivet (ögonblicksstudien) kan bero på att aktiemarknadens förväntningar är i otakt med lämnad information. Kursreaktioner beror således inte bara på redovisningsinformationens innehåll (om som exempel något är bättre eller sämre än föregående period) utan också på de förväntningar som aktiemarknaden har.

Det är ändrade förväntningar som bidrar till kursreaktioner. Om innehållet i en kvartalsrapport är bättre än förväntat kommer kursen att stiga. Om däremot innehållet är sämre än förväntat kommer kursen att sjunka. Detta inträffar oberoende av om rapporten visar bättre eller sämre värden än föregående pe-

riod. Förväntningsläget inför rapporteringen avgör således om kursen går "i samma riktning som informationen" eller inte.

Hur mäts förväntningar? Analytikerkåren offentliggör sina förväntningar dagarna före bolagens rapporteringar. Med denna åtgärd borde dessa ha justerat förväntningsläget på ett sådant sätt att lämnade rapporter överensstämmer med analytikerkårens uppfattning och då borde rapporteringen inte ge någon kurspåverkan. Ofta uppstår ändå kursreaktioner på rapportdagen. Aktiekursen kan förändras avsevärt under rapportdagen även i de fall där analytikerkårens förväntningar är i samklang med rapporteringen. Detta indikerar att analytikerkårens förväntningar är annorlunda än de förväntningar som finns på aktiemarknaden. Antingen har aktiemarknaden då inte uppmärksammat analytikernas utsagor eller tror de inte på dessa. Hur som helst, här finns ett mätproblem. Forsgårdh och Herten studier av kursreaktioner vid tiden kring rapporteringar har analytikernas förväntningar som utgångspunkt för sina mätningar. Rimligen är det så att kursreaktionen i sig är en mätning av förväntningar direkt före och direkt efter den tidpunkt rapport lämnas.

Mätproblem kan också bero på "störande" information under rapportdagen. Sådan information skapar svårigheter att avgöra vad som orsakar kursutvecklingen. Kan det förhålla sig så att andra kurspåverkande faktorer än innehållet i kvartalsrapporterna ibland bestämmer kursutvecklingen? Det finns indikationer på att det kan vara så. Rapportdagen startar ofta med att den officiella kvartalsrapporten är den första informationen

från företaget. Därefter händer det antingen inget eller kommer nya pressmeddelanden under dagen. Dessa kan ses som tilläggsinformation eller förtydligande av kvartalsrapporten. Det kan också avse sådan information vars enda syfte är att driva kursen uppåt under dagen eller med syfte att förhindra kursfall med anledning av kvartalsrapporteringen. Det kan därför betraktas som ett måttfel att använda kursen vid dagens slut i en studie gällande kvartalsrapporternas effekter på börskursen. Det har dock inte varit möjligt att fånga upp den dagliga genomsnittskursen, utan endast dagens slutkurs i denna studie.

Som konstaterats, kan information av detta slag utgöra ett hinder mot att bedöma huruvida det finns ett orsakssamband mellan innehållet i företagens kvartalsrapporter och börskursförändring i det korta perspektivet. Denna störande information kan vara mycket frekvent i enskilda branscher och företag. Vad det gäller de fastighetsbolag, som ingår i studien, är den störande informationen mindre vanlig. Detta visas i nedanstående sammanställning där en jämförelse görs mot telekombolaget Ericsson, vars störande information på rapporteringsdagarna är väsentligen större än den är i fastighetsbolagen.

Företag	Pressmeddelande totalt perioden 2003-2007	Pressmeddelande på rapportdagar	Andel pressmed- delanden på rap- portdagar
Castellum	191	52	27
Hufvudstaden	118	54	46
Kungsleden	483	66	14
Wallenstam	325	66	20
Capona	242	50	21
Heba	77	42	55
Fast Partner	136	51	38
Fabege			
Genomsnitt	225	54	24
Ericsson	5249	25	0

Tabell 6 A:

Antal pressmeddelanden i fastighetsbolagen jämfört med antal pressmeddelanden i Ericsson

I fastighetsbolagen har pressmeddelanden i genomsnitt lämnats till marknaden 54 gånger under 18 kvartal, dvs. ungefär en gång per vecka. Antalet rapporteringsveckor för studien är 18 till antalet och andelen rapporter på rapporteringsdagarna är 24 procent av all rapportering. Detta innebär att rapporteringen är obetydligt mera frekvent på kvartalsrapportdagarna än andra dagar. Genom observation av innehållet i den information som lämnats på kvartalsrapportdagarna kan också konstateras att detta i allt väsentligt är återupprepning av det först den först lämnade informationen. Endast undantagsvis förekommer

uppgifter om annat än det som är kopplat till balans- och resultaträkningens siffror. I fastighetsbolagen förekommer således knappast någon sådan information som syftar till att justera de kursförändringar som uppstått vid offentliggörandet av den officiella kvartalsrapporten. Förhållandet ser helt annorlunda ut i t.ex. telekomföretaget Ericsson. Antalet lämnade pressmeddelande under samma 18 kvartal uppgår där till 5249 styck eller till ca 23 gånger fler. Medan antalet pressmeddelanden på rapportdagarna uppgår till i genomsnitt 3 per rapportdag i fastighetsbolagen är motsvarande siffra hos Ericson 25 per rapportdag.

Analytikerkårens intresse för fastighetsbolagen är också litet. Några "spådomar" utfärdas inte och fastighetsbolagen har inte heller kommit med vinstvarningar. Antalet pressmeddelanden på rapportdagarna är också ringa, ofta inte fler än den reglerade kvartalsrapporten. Detta förhållande torde bidra till ökad validitet i den nu framlagda studien.

Det bör också sägas att orsakerna till aktiemarknadens agerande kan vara andra än redovisningsrapporternas innehåll eller "störande" information. Kursreaktioner kan uppstå på kännetecken om nya regler i sig eller t.o.m. av endast det faktum att rapport skall lämnas. Tidpunkten för rapportering har offentliggjorts kanske ett helt år före rapporteringen. Denna kännetecken kan skapa kursrörelser oberoende av reglernas faktiska innehåll. Att i en studie av information och aktiekursrörelser kunna isolera dessa orsaker från varandra är en omöjlig uppgift.

Det som redovisas ovan skall ses som en indikation på det mätproblem som kan finnas vid korta analyser, men också som ett argument för att svårigheterna inte alls är lika stora i fastighetsbolagen som de är i Ericsson.

Marton¹²⁸ har också konstaterat dessa studier är behäftade med mätproblem. Så måste t.ex. mättidpunkten vara exakt och denna är i praktiken svår att fånga upp. Dessutom krävs en definition av begreppet "förväntad vinst". Den nu framlagda studien har, som visats ovan, funderat över mättidpunkten och de metodmässiga svårigheter som här finns.

6.2.2. Samvariationen mellan redovisat eget kapital och börskurs

Många mätningar ger alltid högre samvariation än få. Av detta följer att det är nödvändigt att jämförelsen före – efter måste innehålla lika många observationer före som efter.

Om antalet observationer är få, kan medelvärdesberäkningar bidra till felaktiga slutsatser. En sådan tveksamhet finns i denna studie, varför också medianvärdet anges för samvariationen. Det kan i detta fall konstateras att medelvärdet för samvariationen före den 1 januari 2005 uppgår till 0,6328 samtidigt som

¹²⁸ Marton, J., 1998

medianvärdet är 0,8812. För perioden efter den 1 januari 2005 är medelvärdet 0,8274 och medianvärdet 0,9096. Både medelvärdesberäkningen och medianvärdesberäkningen leder var för sig fram till samma slutsats, dock med ganska stor osäkerhet. Om t.ex. medianvärdet används före den 1 januari 2005 och medelvärdet används efter detta datum blir slutsatsen den omvända, nämligen att samvariationen minskat. En sådan osäkerhet är inte tillfredsställande. Skillnaderna beror på s.k. extremvärden och att dessa ges allt för stor betydelse vid små undersökningar. Dessa borde därför eventuellt reduceras bort från undersökningsmaterialet. Alternativt skulle också någon metod användas, som inte tar hänsyn till styrkan i förändringarna, utan endast registrerar riktningen hos dessa. Det blir då antalet av "det ena eller det andra" som får vara underlag för slutsatser. Undersökningen förskjuts då från kvotskalnivå till nominalskalnivå. Någon sådan analys har inte gjorts i den nu framlagda studien.

Hamberg m.fl.¹²⁹ hävdar i sin korrelationsstudie att övergången från svensk redovisningsstandard till IFRS har haft betydelse för aktiekursutvecklingen och att redovisningsinformationen påverkar aktiekursutvecklingen. Några bra vetenskapliga belägg för denna uppfattning existerar dock inte. En korrelationsstudie kan endast visa om samvariationen är bättre eller sämre under den ena eller andra förutsättningen. Det kan lika väl vara det omvända. Den nu framlagda studien påvisar något bättre samband mellan variablerna "redovisat eget kapital" och

¹²⁹ Hamberg, M., J. Novak och M. Paananen, 2007

”börskurs” efter införandet av IAS 40. Det finns goda argument för att den förbättrade samvariationen beror på företagets ökade möjligheter att anpassa sin redovisning till aktiekursutvecklingen. Den nu framlagda studien visar nämligen att börskursen stigit avsevärt redan perioden före regeländringen och att denna uppgång fortsatt även efter. Den förbättrade samvariationen efter regeländringen torde således bero på företagets möjligheter att anpassa sin redovisning till börskursen. Kvoten börskurs/redovisat eget kapital har ju också varit ganska konstant efter regeländringen. Om aktiemarknaden skulle ha påverkats av regeländringen borde rimligen kvoten ha fortsatt att öka.

6.2.3. Generaliserbarhet och trovärdighet

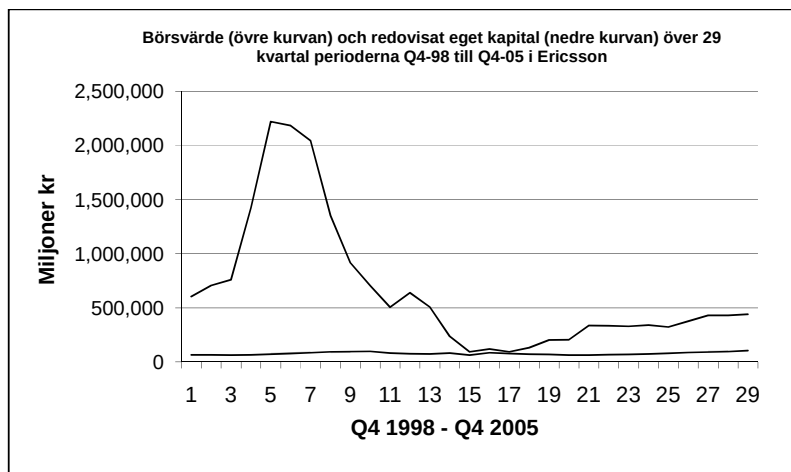
Något bör också sägas om studiens **generaliserbarhet** och undersökningsresultatets **trovärdighet**. Den nu framlagda studien är en totalundersökning. Då alla bolag undersökts är inte frågan om generalisering från stickprov till population aktuell. Antalet undersökta bolag är dock litet. Att resultatet ”är som det är” kan därför utifrån statistiskt betraktelsesätt kunna anses vara en slump. Detta problem har beaktats genom gjorda signifikanstester på materialets olika delar. I sådana fall där resultatet inte kan hänföras till slumpmässiga faktorer kan en teoretisk generalisering komma ifråga. Med detta avses att resultatet är giltigt för en större mängd fastighetsbolag om dessa skulle existera. Att försöka generalisera genom att vidga populationen till t.ex. ”alla företag i Sverige” är inte ens möjligt, då studien

inte endast avser kursrörelser och samvariation mellan variabler utan också fenomenets förhållande till införandet av IAS 40.

Sambanden kan se helt annorlunda ut i andra branscher och i andra tidsepoker. Runsten¹³⁰ har visat hur sambanden ser ut i Ericsson under perioden 1966 – 1996. Som ett komplement till denna studie har utretts hur sambanden ser ut under perioden 1999 -2005 (egen utredning).

På nästkommande sida visas ett exempel, där avsikten är att demonstrera det omöjliga i att dra generella slutsatser med utgångspunkt i den nu framlagda studien. Exemplet är elektronikföretaget Ericsson under perioden 1998 – 2005.

¹³⁰ Runsten, M, 1998



Figur 6 A:

Grafisk beskrivning av samvariation = 0,08 enligt bilaga 26 Ericsson

Diagrammet visar ingen likhet med varken Runstens analys av Ericsson under tidigare år eller den nu framlagda studien. Samvariationen är endast 0,08 (obefintlig) och kvoten varierar mellan ca 1,5 och ca 30. Lärdomen av detta är att det kan se mycket olika ut i olika tidsepoker och att det som den nu framlagda studien visar enbart kan gälla just den undersökta perioden.

Några djupgående slutsatser utifrån kvantitativa / statistiska studier i ämnet redovisning kan knappast göras. Sådana slutsatser kan endast framkomma genom logiska resonemang och en ingående kännedom om verkligheten. De slutsatser som grundas på den kvantitativa/statistiska studien har redovisats i

kapitel 5, medan övriga slutsatser (reflektioner/spekulationer) redovisas i detta kapitel nr. 6.

6.3. Betydelsen av kvartalsrapporter i förhållande till annan information

Även om kursrörligheten totalt är högre på rapportdagar än i genomsnitt för alla aktiedagar kan det påvisas att andra enskilda händelser än kvartalsrapporteringar kan ge avsevärt större kursrörelser. Uppfattningar och påståenden som görs av från företaget utomstående kan få mycket mera avgörande kurspåverkan under enskilda dagar. Ett gott exempel på kurspåverkande information från utomstående som helt överskuggade företagets egen information är några händelser som inträffade den 10 augusti 2005.

Dagarna före detta datum och på morgonen den 10 augusti inträffade några händelser som troligen har haft en avgörande betydelse för kursutvecklingen i fastighetsbolagen just denna dag. Söndagen den 7 augusti meddelade Sveriges statsminister att han kunde tänka sig avstå från att hålla budgeten inom det s.k. utgiftstaket till förmån för en minskad arbetslöshet. Dagen efter kom reaktionen från marknaden där denna meddelade att en sådan åtgärd skulle komma att innebära väsentligen höjda räntor på sikt.

Tisdag kväll den 9 augusti gick nyhetsbyrån Direkt ut med meddelandet att Federal Reservs i USA meddelat fortsatt sta-

dig kurs mot högre räntor. Samma dag hade också några svenska låneinstitut meddelat höjd ränta med 0,25 procent. På morgonen den 10 augusti gick Dagens Industri ut med några artiklar där de konstaterade att fastighetsindex stigit med 92 procent och att den höga kursen på fastighetsaktier nu var svår att motivera. Strax före klockan 11 hade som exempel Kungslunden backat med drygt 7 procent.

Onsdagen den 10 augusti förmedlade nyhetsbyrån direkt ett antal artiklar om ränteutvecklingen. Wallenstam presenterade också sin kvartalsrapport denna dag samtidigt som Dagens Industri också presenterade en artikel om fastighetsbolagen med mycket negativt innehåll. Dessa pressmeddelanden och tidningsartikeln kan studeras närmare här nedan.

Klockan 14.22 den 10 augusti 2005

NORDEA HYPOTEK: HÖJER BORÄNTOR 0,10-0,25 PROCENTENHETER

STOCKHOLM (Direkt) Nordea Hypotek höjer bundna boräntor med 0,10-0,25 procentenheter från och med i morgon, den 11 augusti. Efter justeringen är räntan på ett tvåårigt villalån 2,99 procent och ett femårigt 3,71 procent. Den rörliga boräntan (tre månaders bindningstid) lämnas oförändrad på 2,56 procent./SP-MS

#CODES N/NORDEA I/SE0000427361 S/BANK C/NDA

Klockan 15.13 den 10 augusti 2005

FASTIGHETER: RÄNTOR OCH ARTIKLAR UTLÖSER VINSTHEMTAGNINGAR

STOCKHOLM (Direkt) Stockholmsbörsens förlorarlista domineras under onsdagen kraftigt av fastighetsbolag. Kungsleden, Castellum och Fabega, för att ta några exempel, tillhörde den skara bolag som vid 15-tiden hade nedgångar på 5 procent eller mer.

Enligt analytiker är det den senaste tidens räntehöjningar i kombination med ett par artiklar i onsdagens Dagens Industri som har utlöst nedgången. "Finns egentligen ingen fundamentalt nyhet i artikeln, men investerare får kanske upp ögon för bland annat räntehöjningen, nu senast bland bolåneinstituten", säger en analytiker till Nyhetsbyrån Direkt.

Aktier inom fastigheter har gått starkt det senaste året och många verkar se tillfälle att säkra kursvinster. "Artikeln i Dagens Industri är en delförklaring, men sedan har vi ju senaste månadens ränteuppgång, och det har pressat fram vinsthemtagningar. Det är en häftig reaktion, men det har ju å andra sidan varit en häftig uppgång också", säger en annan analytiker.

Erik Paulsson, vd för bland annat Fabega, pekar också ut tidningsartiklarna som den utlösande faktorn, men betecknar nedgångarna som marknadsspekulation. "Fastighetsmarknaden har ju en helt annan stabilitet, jag ser ingen dramatik i detta, att räntan justeras uppåt lite grand ser jag inte som någon störning", säger Erik Paulsson till Nyhetsbyrån Direkt.

Han tillägger att den amerikanska räntehöjningen även är ett tecken på ekonomisk tillväxt som förhoppningsvis sprider sig till Europa. I förlängningen kan det innebära stabila hyresgäster.

Vid 15-tiden hade index för fastigheter, SIX Real Estate, sjunkit 4,8 procent. Sektorn har haft en uppgång på drygt 40 procent sedan årsskiftet och drygt 80 procent det senaste året.

*Martin Ohlsson 08-736 59 92
Nyhetsbyrån Direkt*

Wallenstam presenterade sin halvårsrapport för januari – juni 2005 den 10 augusti 2005 och en tidningsartikel publiceras också samma dag med följande ingress:

Wallenstam nästan dubblar vinsten

2005-08-10:

Nyhetsbyrån Direkt

Wallenstam redovisar ett resultat efter skatt på 417 miljoner kronor (224) för första halvåret. Resultatet per aktie blev 6:00 kronor (3:00). Förvaltningsresultatet ökade till 113 miljoner kronor (109). Hyresintäkterna uppgick till 606 miljoner kronor (551).

Dessutom publicerade Dagens Industri denna dag också en artikel om fastighetsbolagen och dess börsvärden i allmänhet med följande innehåll:

Ras för fastighetsbolagen

2005-08-10:

Björn Hedensjö

Fastighetsaktierna föll tungt på börsen på onsdagen. Det är onsdagens DI-artiklar om fastighetsaktiernas höga värdering som triggat kursfallet." Det är definitivt DI-artiklarna som trycker ner kurserna, räntorna går ju ner i dag. Det var samma sak när DI skrev om fastighetssektorn i våras", säger Olof Nyström, fastighetsanalytiker på Hagströmer & Qviberg.

I artiklarna som publicerades i onsdagens DI konstaterade tidningen att fastighetsindex stigit 92 procent. Flera analytiker uttalade sig också om att de kraftiga kursstegringarna är över för den här gången. I en analys skrev DI:s Per Lindvall samtidigt att det är svårt att motivera värderingen av fastighetsbolagen jämfört med övriga börsbolag.

Kursreaktionerna lät inte vänta på sig - onsdagens förlorarlista dominerades helt av fastighetsaktier. Vid stängning hade Kungsleden backat 5 procent, Brinova handlats ned lika mycket och Klövern fallit nästan 6 procent.

Kurserna backade också i bolag som Fabege, Wihlborgs, Wallenstam, Castellum och Hufvudstaden.

Olof Nyström tycker att korrigeringen är klart motiverad i vissa fall.

"I några fall har värderingen kommit upp högt, exempelvis i Castellum med nuvarande struktur, även om bolaget skulle kunna växa i den värdering det har."

Andra aktier har åter blivit köpvärda efter onsdagens kursfall, enligt Olof Nyström.

"Kungsleden börjar exempelvis att se attraktiv ut igen", säger han.

Tabell B visar kursförändringarna i fastighetsbolagen den 10 augusti 2005. En jämförelse görs i tabellen med kursrörligheten över alla aktiedagar och alla rapportdagar.

Bolag	Procentuell förändring 10 aug 05	Jämförelse tab. A alla aktiedagar	Jämförelse tab. A alla rapportdagar
Castellum	-4,52	1,25	1,41
Hufvudstaden	-3,00	1,12	1,48
Kungsleden	-5,41	1,22	2,15
Wallenstam	-4,90	1,12	2,45
Capona	-2,78	1,14	1,41
Heba Fastigheter	-2,04	0,99	1,94
Fast Partner	1,40	1,28	1,77
Fabege		1,13	1,67
Medelvärde	-3,04	1,16	1,79

Tabell 6 B:

*Kursrörlighet **alla aktiedagar** och **alla rapportdagar** i hela undersökningsintervallet jämförd med några enskilda händelser den 10 augusti 2005*

OMX-indexet blev denna dag +1,30 procent och SAX-index blev 1,12 procent samtidigt som kursen i fastighetsbolagen sjönk med 3,04 procent. Just den 10 augusti lämnade Wallenstam sin halvårsrapport för perioden januari-juni 2005 till marknaden och uppvisade bl.a. nästan dubblerad vinst. Aktien föll trots detta med hela 4,9 procent. Ryktet om eventuell höjd ränta och Dagens Industris kommentarer till detta hade utan tvivel en helt avgörande betydelse för kursutvecklingen. För

Wallenstams del kom denna externa "information" att helt överskugga den mycket positiva rapport som de presenterat.

Tabell 6 B påvisar detta förhållande. Tidningsartiklar som offentliggjordes den 10 augusti gav väsentligen större effekter på kursrörligheten än vad som var fallet vid kvartalsrapporteringarna. Som enskilt exempel kan tas Hufvudstadens kursfall med 3 procent. Kursvariationerna var i detta bolag i genomsnitt 1,12 procent över alla aktiedagar och 1,48 procent på rapporteringsdagarna.

De i denna del påvisade förhållandena är avsedda som "bevis" för att företagens rapportering ibland kan vara av underordnad betydelse. Som motvikt till föregående beskrivning skall det också sägas att det finns enskilda rapportdagar i fastighetsbolagen som utvisar högre kursrörlighet än vad händelserna den 10 augusti 2005 gör.

Bolag	Datum	Kursrörlighet
Castellum	2006-10-17	4,53 %
Hufvudstaden	2007-05-09	3,75 %
Kungsleden	2006-04-24	11,93 %
Wallenstam	2004-05-11	5,59 %
Capona	2005-04-20	4,58 %
Heba	2006-05-08	4,73 %
Fast Partner	2005-08-24	4,46 %
Faberge	2005-11-02	5,11 %

Tabell 6 C:

Högsta uppmätta kursrörlighet på rapportdagarna

Tabellen utvisar de högsta värden som uppmätts för kursrörligheten på rapportdagarna. Av dessa "toppnoteringar" hänför sig 7 av 8 till perioden efter den 1 januari 2005, ett faktum som kanske inte är en slump.

6.4. Relationen mellan "normala" vinster och realiserade/orealiserade värdeförändringar

Variationen i redovisat eget kapital har varit högre efter regeländringen än före. Kan detta vara en indikation på att det nya regelverket utnyttjas subjektivt? Försöker bolagen försköna sin ekonomiska situation?

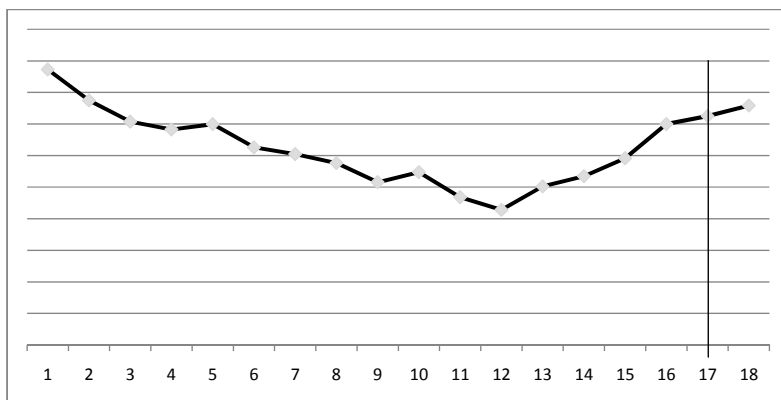
Om detta kan hävdas följande: Reglernas tillkomst torde ha varit att just bidra till möjligheter att påvisa variationer, att ge en rättvisande bild av företagets redovisade egna kapital. I den nu framlagda studien kan det påvisas en något högre variation i redovisat eget kapital efter införandet av IAS 40. Hur skall detta tolkas? Det förefaller som att det kan finnas goda skäl att fördjupa detta slag av studie med en analys av t.ex. ränteutveckling och avkastningskrav, de två faktorer som torde ha störst inverkan på en fastighets värde, givet att inte företagets intäkter och kostnader har undergått stora förändringar. Detta skulle ge svar på huruvida variationer i redovisat eget kapital motsvarar en rättvisande bild eller om eventuellt s.k. "smoothing" tillämpats. Det förhåller sig ju så att variationer i redovisat eget kapi-

tal (vid nedgångar) på marknaden anses som något mycket negativt. Detta framgår bl.a. i en artikel i tidningen Balans där aktiespararnas företrädare Gunnar Ek ¹³¹ uttrycker farhågor att "sanningar" skall komma i dagen.

Vid mätningar av variationer av redovisat eget kapital torde det bl.a. med anledning av det ovan sagda, vara av stor betydelse att både klargöra syftet med mätningarna och vilka orsakerna är till eventuella förändringar. Så långt har den framlagda studien inte sträckt sig. Denna brist kan möjligen förminskas något genom följande "tilläggsanalyser".

Vid en analys av variationer i redovisat eget kapital under enskilda kvartal kan konstateras att den största variationen från ett mättillfälle till nästa mättillfälle är Q3 2006 med i genomsnitt 12 procent. Det kan också konstateras att variationen i samtliga undersökta företag är i riktningen uppåt. Bolagen har således just detta kvartal värderat upp fastigheterna mycket mer än vad som gjorts övriga kvartal. Räntesituationen är en viktig faktor vid beräkningen av fastigheternas värde. Nedanstående diagram är en beskrivning av ränteutvecklingen över de 18 undersökta kvartalen.

¹³¹ Ek, G. och G. Pettersson, 2007



Figur 6 B:

Stibors femårsränta (Q3 2006 motsvaras av nr 16 i diagrammet)

Av diagrammet framgår att räntan varit i stigande tiden strax före och efter Q3 2006. Uppvärderingarna kan därför synas något märkliga. Här finns (för att använda juridiskt språkbruk) skälig misstanke. En kompletterande utredning till den nu framlagda studien har gjorts med anledning av det som observerats (egen utredning). Denna är sammanfattad i följande 3 tabeller, där bolagens vinster som är hänförliga till värdeförändringar redovisas. Dessa vinster har sedan delats upp i orealiserade vinster och realiserade vinster. Det är de orealiserade vinsterna som är av intresse för bedömningen av om redovisningen är subjektiv. Det skall också konstateras att om en värdering är "bra" kan endast bedömas vid försäljningstillfället. Om varken "reavinst" eller "reaförlust" uppstår är värderingen "bra".

Bolag	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q1 2007	Summa
1	163,00	383,00	197,00	551,00	239,00	429,00	168,00	838,00	190,00	3158,00
2	122,80	473,10	120,30	617,70	109,70	554,30	121,30	2631,50	131,40	4882,10
3	114,40	649,80	255,70	959,00	365,10	1160,80	392,40	1655,50	176,30	5729,00
4	104,90	312,00	91,50	1126,10	107,60	367,00	237,60	1294,30	190,90	3831,10
5	26,00	737,90	61,60	330,20	40,00	34,60	39,20	198,40	33,50	1501,40
6	7,80	15,40	16,50	171,70	8,60	182,90	17,40	145,60	10,00	575,90
7	38,10	52,10	49,40	181,80	33,30	41,50	104,50	135,80	71,90	708,40
8	278,00	521,00	457,00	1410,00	180,00	846,00	314,00	926,00	356,00	5288,00
Summa	855,00	3144,30	1249,00	5347,50	1083,30	3616,10	1394,40	7825,10	1159,20	25673,90

Tabell 6 D:

Redovisat resultat per kvartal och ackumulerat resultat för perioden Q1 2005 – Q1 2007 (miljarder kronor). Siffrorna hämtade från bolagens kvartalsredovisningar

Under perioden Q1 2005 – Q1 2007 utgörs de redovisade vinsterna till 67 procent av orealiserade värdeökningar. I debatten kring verkligt värde i balansräkningen har framförts synpunkten att dessa värderingar kan betraktas som subjektiva i den riktningen att företagens ekonomiska situation beskrivs som bättre än den faktiskt är. Av detta skäl har företagens realiserade värdeförändringar (det som tidigare benämnts "reavinster" och "reaförluster") relaterats till både företagens redovisade vinster och deras värden på företagens hela fastighetsbestånd. Denna analys visar att gjorda felbedömningar är mycket ringa.

Bolag	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q1 2007	Summa i % av red resultat
1	27,00	443,00	2,00	389,00	26,00	270,00	21,00	745,00	33,00	62
2	0,00	500,00	0,00	700,00	0,00	570,00	0	2077,00	0,00	79
3	15,30	497,80	3,70	606,30	104,20	457,70	356,50	926,10	150,10	54
4	122,40	346,10	70,90	1467,80	100,70	272,90	157,70	1029,80	112,90	96
5	0,00	508,10	126,60	234,60	4,00	0,00	5,00	115,40	0,00	66
6	0,00	0,00	0,00	223,00	0,00	115,20	0,00	183,30	0,00	91
7	3,40	57,00	2,10	1,60	18,90	38,30	108,40	44,80	71,00	49
8	44,00	530,00	208,00	62,00	15,00	309,00	218,00	369,00	210,00	37
Summa	212,10	2882,00	413,30	3684,30	268,80	2033,10	866,60	5491,00	577,00	67

Tabell 6 E:

Orealiserade värdeökningar per kvartal och ackumulerade orealiserade värdeförändringar för perioden Q1 2005 – Q1 2007 i procent av värdena i tabell 6 D

Tabell 6 E visar att endast sammantaget 1 procent av redovisat resultat härstammar från realiserade värdeförändringar och att dessa värdeförändringar endast uppgår till 0.93 procent (mindre än en procent) av bolagens totala fastighetsvärden den 31 mars 2007. Det kan med anledning av detta konstateras att bolagen värderingar totalt sett varit helt korrekta.

Bolag	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q1 2007	Summa i % av fastighetsv.
1	43,00	18,00	10,00	0,00	26,00	3,00	10,00	44,00	0,00	0,61
2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3	-10,80	-31,40	0,00	-43,10	-250,70	-411,70	-1,90	-855,30	91,40	-6,22
4	-2,10	17,20	78,10	-14,90	11,00	27,70	55,80	38,80	49,70	1,44
5	0,00	0,00	0,00	0,00	11,50	0,00	0,00	16,90	1,00	1,13
6	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	41,50	0,00	0,00	0,00	1,54
7	25,40	7,00	21,80	133,20	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	5,40
8	52,00	89,00	43,00	675,00	2,00	31,00	17,00	11,00	60,00	3,56
Summa	107,50	99,80	152,90	750,20	-200,20	-308,40	80,90	-744,60	202,10	0,93

Tabell 6 F:

Realiserade värdeförändringar (reavinster och reaförluster) per kvartal och ackumulerat för perioden Q1 2005 – Q1 2007 i procent av totala fastighetsvärden den 31 mars 2007

Det kan vid en första anblick synas märkligt att bolagen kunnat bestämma verkliga värden så bra på förhand, men torde också kunna förklaras på flera sätt:

1. företagen har gjort korrekta beräkningar
2. företagen säljer bara de fastigheter där det beräknade verkliga värdet är möjligt att erhålla
3. fastigheterna har sålts kort efter det att det verkliga värdet beräknats (eller i praktiken t.o.m. före denna tidpunkt)

Det kan vara dessa faktorer som bidrar till den goda överensstämmelsen. I ett sådant perspektiv kommer den högljudda debatten om svårigheterna att bestämma en fastighets verkliga värde att "falla platt". Det måste också sägas att de beräkningar som här genomförts inte tar hänsyn till hur väl enskilda fastigheter värderats utan endast som en total av alla sålda fastigheter.

Det skall dock konstateras att Kungsleden enligt här gjorda beräkningar, har övervärderat fastigheterna med 6.22 procent, vilket föranlett reaförluster till motsvarande belopp. Fast Partner har undervärderat sina fastigheter med 5.40 procent, vilket leder till redovisade reavinster om motsvarande belopp. Vidare har Fabege undervärderat sina fastighetsbestånd med 3.56 procent. I övrigt befinner sig felvärderingarna på en mycket ringa nivå omkring en procent. Det bör också sägas, att med här använda metoder kan inte något sägas om hur bra värderingarna är gjorda för de fastigheter som inte realiserats.

Ännu en intressant aspekt vid bedömningen av faran med att redovisa värdeförändringar i balans- och resultaträkningen är hur stora dessa värden är i förhållande till företagets totala vinster.

Bolag	"normal" vinst	%	Värdeförändringar	%	Total vinst	%
1	1048	33	2110	67	3158	100
2	1035	21	3847	79	4882	100
3	4125	72	1604	28	5729	100
4	-112	-3	3943	103	3831	100
5	478	32	1023	68	1501	100
6	13	2	563	98	576	100
7	175	25	533	75	708	100
8	2343	44	2945	56	5288	100
Total	9105	35	16568	65	25673	100

Tabell 6 G:

"Normala" vinster och värdeförändringar i relation till totala vinster för perioden Q1 2005 – Q1 2007

Tabell 6 G visar att de "normala" vinsterna varierar från minus 3 procent till 72 procent av de totala vinsterna. Genomsnittet är 35 procent "normala" vinster och 65 procent värdeförändringar. Således består de totala vinsterna till 65 procent av värdeförändringar. Här kan det utan tvivel hävdas att detta är ett högt värde och att det kan finnas anledning till oro för framtiden i det fall där fastighetsvärdena kommer att sjunka kraftigt. IAS 40 föreskriver att de verkliga fastighetsvärdena skall redovisas i balans- och resultaträkningen, vilket naturligtvis leder fram till både försämrat resultat och minskat redovisat eget kapital. Vad som faktiskt kommer att hända i företagets redovisning i denna situation tillhör spekulatörens domäner. Genom den nu genomförda analysen har dock problemet blivit uppmärksammat.

6.5. Studiens bidrag

Syftet med den nu framlagda studien har inte varit att testa teorier eller hypoteser. Således har de hypoteser som utgör utgångspunkten för analysen en empirisk inriktning. Det är fram till april 2008 den första ingående studien av vad omläggningen av fastighetsbolagens redovisning i januari år 2005 inneburit för bolagen själva och för aktiemarknaden.

Undersökningens metodik har varit att med statistiska metoder analysera såväl positiva som negativa effekter av införandet av IAS 40. Detta avser samband mellan variabler och störningar på variabler var för sig. Robusta undersökningsmetoder och ett mycket omfattande siffermaterial har bidragit till värdefulla fakta om fastighetsbolagens redovisnings relation till aktiemarknaden men också till aktiemarknadens relation till företagets redovisning. Undersökningen bygger således inte på subjektiva uppfattningar från de undersökta.

Studien torde därför vara ett bidrag till de som investerar i aktier i fastighetsbolag som innehar förvaltningsfastigheter men också till de som genomför analyser för marknadens räkning. Genom analys med metoder i enlighet med de som tillämpats i den nu framlagda studien torde en bättre stabilitet kunna uppnås vid bedömningar av fastighetsbolagens situation och att sådana situationer som påvisats i Ericsson kan undvikas. Ytterligare ett bidrag bör också kunna anses vara att det på ett tydligt sätt blivit klarlagt att företagets redovisning blivit mera relevant genom införandet av IAS 40.

Studien är i allt väsentligt deskriptiv, men det som anförts i det föregående påvisar också en normativ aspekt. Inte bara förbättrade regelverk utan också förbättrade analysmetoder är ett viktigt instrument för aktiemarknaden. I detta avseende torde den nu framlagda studien kunna ses som ett positivt bidrag.

Källförteckning

Aczel, A. D. *Complete Business Statistics*. Boston: Irwin Homewood, 1993.

American Accounting Association (AAA), *A Statement of Basic Accounting Theory*, 1966.

Arce, M. and A. Mora. "Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value." *The European Accounting Review*, 11:3, (2002): 573-599.

Artsberg, K. *Normbildning och redovisningsförändring, Värderingar vid val av mätprinciper inom svensk redovisning*. Malmö: Lund University Press, 1992.

Ball, R.J. and P. Brown. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research*, 1968

Barth, M. E. , W. H. Beaver and W. R. Landsman. "The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view." *Journal of Accounting and Economics* 31, (2001): 77-104.

Barth, M. and G. Clinch. "International Accounting Differences and their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian and Canadian firms." *Contemporary Accounting Research* 13, Spring (1996): 135-170.

Baxter, W. T. *Accounting Values*. I Parker, Harcourt and Whittington, *Readings in the Concept and Measurement of Income*. Philip Allan, Antony Rowe Ltd, 1969.

Baxter, W.T. and S. Davidson. *Studies in Accounting Theory*. London: Sweet & Maxwell, 1962.

Beaver, W. H., W. Clarke and W. Wright. "The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors." *Journal of Accounting Research*, (1979).

Beaver, W. H. and J.S. Demski. "The nature of income measurement." *The Accounting Review*, (1979).

Benston, G.J. "Published Corporate Accounting Data and Stock Prices." *Empirical Research in Accounting*, (1967).

Blomberg, J. *Finansmarknadens aktörer - ett organizational finance perspektiv*, Malmö: Liber, 2004.

Brodin, Lundkvist, Sjöstrand och Östman, *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, 2000.

Brunsson, N. och B. Jacobsson. *Standardisering*. Stockholm: Nerenius & Santérus Förlag, 1998

Brunsson, N. och J.P. Olsson. *Makten att reformera*. Stockholm: Carlssons Förlag, 1991.

Burell, G. and G. Morgan. *Sociological Paradigms and Organisational Analysis*. Great Britain: Biddles Ltd., 1988.

Campbell m.fl., "Have individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk." *The Journal of Finance*, vol. LVI nr 1, 2001.

Carlsson, L. *Framväxten av intern redovisning i Sverige 1900-1945*. Uppsala: Uppsala Universitet, Företagsekonomiska Institutionen, 2001.

Chambers, R. J. *Accounting, Evaluation and Economic Behavior*. NJ: Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, 1966.

Choi, F.D.S. and G.G. Mueller. *International Accounting*. New Jersey: Prentice-Hall, International Editions, 1984.

Copeland, Koller and Murrin. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, Inc. Wiley, 1996.

De Bondt and Thaler. "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*, nr 3, 1986.

DeFond, M., M. Hung, and R. Trezevant. Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Working paper*, University of Southern, 2004

Dietrich, J. R. M.S. Harris and K.A. Muller. "The reliability of investment property fair value estimates." *Journal of Accounting and Economics* 30, (2001): 125-158.

Directorate-General XV. *Prudence and Matching*, Accounting Advisory Forum. Internal Market and Financial Services, 1995.

Easton, P., T. Harris, T and J.A. Ohlson. *Aggregate Accounting Earnings can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Return Intervals*. Columbia University, 1991.

Easton, P. and T. Harris. "Earnings as an Explanatory Variable for Returns." *Journal of Accounting Research*, 1991.

Easton, P., T. Harris and J. Ohlson. "Aggregate accounting earnings can explain most of security returns." *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, 1992.

Edenhammar, H. och I. Hägg. *Makten över redovisningen*, SNS Förlag/FAR, 1997.

Edwards, E.O. and P.W. Bell. *The Theory and Measurement of Business Income*. London: University of California Press, 1972.

Ek, G. och G. Pettersson. *Är IFRS en tickande bomb?*, Tidskriften Balans, nr 10, 2007.

Evans, L. "Language, translation and the problem of international accounting communication." *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. Vol. 17 No. 2, 2004.

Evans, T.G. *Accounting Theory-Contemporary Accounting Issues*. Thomson, South-Western, 2003.

Fama, E.F., L. Fischer, M. Jensen and R. Roll. "The Adjustment of Stock Market Prices to New Information." *International Economic Review*, 1969.

FAR. *Internationell Redovisningsstandard i Sverige – IAS med SIC – tolkningar*. Far Förlag, 2003.

FAR. *Internationell redovisningsstandard i Sverige – IFRS/IAS 2006*. FAR Förlag AB, Stockholm, 2006.

Fisher, I. "The economics of accountancy." *The American Economic Review*, nr 20, 1930.

Fisher, I. *Income and capital*. New York: Macmillan, 1930.

Forsgårdh, L-E. och K. Herten. *Information Förväntningar och Aktiekurser – En studie av den svenska aktiemarknaden*. Stockholm: EFI, Handelshögskolan, 1975.

Forsgårdh, L-E. och K. Herten. *Kursförändringar i samband med fondemissioner i börsnoterade företag*. Stockholm: Handelshögskolan, 1968.

Gonedes, N. J. "Investor Actions and Accounting Messages." *Accounting Review*, No 2-3, 1971.

Grandell, A. *Redovisningens utvecklingshistoria*. Göteborg: Tidskrifts AB Företagsekonomi, 1972.

Hamberg, M., J. Novak och M. Paananen. "The Impact of IFRS Adoption on Goodwill Recognition and Stock Market Valuation." *European Accounting Review*, 2007.

Hassel, L., H. Nilsson och S. Nyquist. *The Relevance of Environmental Performance for the Market Value of Firms*. Paper presented at the 24th Annual Congress of the European Accounting Association in Athens 18-20 April 2001

Hicks, J. R. *Income, Value and Capital*. Oxford: Clarendon Press, 2 nd edition, 1946.

Hicks, J. R. *Income*. I Parker, R H, Harcourt, G C & Whittington G, *Readings in the Concept and Measurement of Income*, Philip Allan, Antony Rowe Ltd, 1969, Reprinted from *Value and Capital*, University of Chicago Press, 2nd edition, 1946.

Holthausen, R.W. and R.L. Watts. "The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting." *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001): 3-75.

Hung, M. "Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis." *Journal of Accounting and Economics* 30, (2001): 401-420.

Hägg, C. *Värdering av aktier*. Lund: Studentlitteratur, 1989.

IASC (International Accounting Standards Committee), *International Accounting Standards 1998*, London, 1998.

Ijiri, Y. *Foundations of Accounting Measurement*. Englewood Cliffs N J: Prentice Hall, 1967.

Jönsson, S. FE-rapport nr 1990:302.

Jönsson, S. *Eliten och normerna. Drivkrafter i utvecklingen av redovisningspraxis*. Lund: Doxa Ekonomi, 1985.

Jönsson, S. Tidskriften Balans nr 2, 1980.

Kohler, E.L. *A Dictionary for Accountants*. New York: Prentice Hall, 1952.

Kothari, S.P. "Capital market research in accounting." *Journal of Accounting and Economics* 31, (2001): 105-231.

Landelius, A. och J. Treffner. *Fokusera på aktieägarvärdet*. Falun: Ekerlids Förlag, 1998.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny. "Legal determinants of external finance." *Journal of Finance*, no. 52, (1997): 1131-1150.

Lee T.A. "Enterprise Income: Survival or Decline and Fall ?" *Accounting and Business research*, 1974.

Lev, B. "On the Usefulness of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research." *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement pp., 1989: 153-192.

Liedman S.E. *Mellan det triviala och det utsägliga*, Göteborg: Daidalos, 1998.

Lind, J. och W. Schuster, (red.). *Redovisningens teori, praktik och pedagogik – En vänbok till Lars Östman*. Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm, EFI, Ekonomiska forskningsinstitutet, 2004.

Lindahl, E. *The concept of income. Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*. London: Allen and Unwin, 1933.

Littleton, A.C. *Structure of Accounting Theory*. American Accounting Association, 1953

Marton, J. *Accounting and Stock Markets: A Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts*. Göteborg: Bokförlaget Bas, 1998.

Moonitz, M. *Accounting Research Study nr 1, 2 och 3*, 1961.

Ohlson, J. "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation" *Contemporary Accounting Research* 11 Spring (1995): 661-687.

Parker, R.H., G.C. Harcourt and G. Whittington. *Readings in the Concept and Measurement of Income*. Philip Allan, Antony Rowe Ltd, 1969.

Paton, W.A. and A.C. Littleton. American Accounting Association, 1940.

Runsten, M. *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*. I Samuelsson och Östman, Redovisningens Roller, Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm, 1993.

Runsten, M. *The Association between accounting information and stock prices. Model development and empirical tests based on Swedish data*. Stockholm: School of Economics EFI, Stockholm, 1998.

Ryan, B., R.W. Scapens and M. Theobald. *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*. London: Harcourt Brace & Company, first edition, 1992.

Ryan, B., R.W. Scapens and M. Theobald. *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*. London: Harcourt Brace & Company, second edition, 2002.

Samuelsson, L.A. och L. Östman. *Redovisningens roller*. Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm, 1993.

Sandelin, Trautwein och Wundrak. *Det ekonomiska tänkandets historia*. SNS Förlag, 1995.

Sanders, Hatfield and Moore. *A Statement of Accounting Principles*. American Accounting Association, 1938.

Schmalenbach, E. *Dynamische Bilanz*. Leipzig, Germany: G.A. Gloeckner, 1926

Scholes, M. *A Test of Competitive Hypothesis: The Market for New Issues and Secondary Offerings*. University of Chicago, 1969.

Shiller, R.J. *Irrational Exuberance*. New Jersey: Princeton University Press, 2000.

Solomons, D. *Economic and accounting concepts of income*. I Parker, R H, Harcourt, G C & Whittington G, *Readings in the Concept and Measurement of Income*, Philip Allan, An-

tony Rowe Ltd, 1969, Reprinted from *Value and Capital*, University of Chicago Press, 2nd edition, 1946.

Statements of Financial Accounting Concepts (SFAC), Nr. 2, *Qualitative Characteristics of Accounting Information*, May 1980.

Study Group on the, *Objectives of Financial Statements*. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 1973.

Thaler, R.L. *Advances in Behavioral Finance*. New York: Russell Sage Foundation, 1993.

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

Vejde, O. *Hur man räknar statistik*. Borlänge: Olle Vejde Förlag, 1996.

Watts, R.L. and J.L. Zimmerman. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall International Editions, 1986.

Watts, R.L. and J.L. Zimmerman. *The Demand for and Supply of Accounting Theories: The market for excuses*. The Accounting Review, Vol. nr 2, April 1979.

Whittington, G. *Readings in the Concept and Measurement of Income*, Philip Allan, Antony Rowe Ltd, 1969, Reprinted from Accounting Review, XXXVI, (1961).

Whittington, G. *Financial accounting theory - an overview*. British Accounting Review, 1986.

Bilaga 01: Grunddata Castellum

I nedanstående tabell finns de grunddata som är underlag för analysen av bolaget. Kolumnen ”aktiekurs” avser medelvärdet av alla aktiekurser vid dagens slut i de angivna tidsintervallen.

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på rapportdagen
20021231	20030128-20030422	118,00	4 838	4 470	119,00	119,00
20030331	20030423-20030812	134,75	5 525	4 317	116,50	116,00
20030630	20030813-20031020	140,00	5 740	4 481	142,50	145,00
20030930	20031021-20040126	161,00	6 601	4 590	144,50	146,50
20031231	20040127-20040420	176,00	7 216	4 689	160,50	162,00
20040331	20040421-20040719	176,00	7 216	4 551	169,50	165,50
20040630	20040720-20041021	193,75	7 944	4 682	182,00	184,00
20040930	20041022-20050126	231,75	9 502	4 817	205,50	204,50
20041231	20050127-20050419	233,00	9 553	4 927	235,50	235,50
20050331	20050420-20050718	287,00	11 767	7 809	247,50	254,00
20050630	20050719-20051019	284,00	11 644	8 192	337,00	333,50
20050930	20051020-20060125	284,00	11 644	8 389	270,50	274,00
20051231	20060126-20060418	324,50	13 305	8 940	277,00	274,50
20060331	20060419-20060717	281,50	11 542	8 749	310,00	304,50
20060630	20060718-20061017	310,00	12 710	9 178	66,25	69,25
20060930	20061018-20070123	367,50	15 068	9 346	85,00	85,50
20061231	20070124-20070417	392,00	16 072	10 184	99,50	99,25
20070331	20070418-20070717	396,00	16 236	9 907	102,50	100,00

41 miljoner aktier

Bilaga 02: Grunddata Hufvudstaden

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på rapportdagen
20021231	20030213-20030504	26,60	5 400	4 791	26,00	26,90
20030331	20030505-20030826	28,00	5 684	4 627	27,50	27,50
20030630	20030827-20031023	31,40	6 374	4 585	29,40	30,50
20030930	20031024-20040211	34,00	6 902	4 717	32,00	32,00
20031231	20040212-20040505	34,20	6 943	4 792	35,70	35,80
20040331	20040506-20040823	36,00	7 308	4 642	33,50	33,90
20040630	20040824-20041028	39,00	7 917	5 057	36,50	36,50
20040930	20041029-20050210	47,30	9 602	5 156	42,30	43,40
20041231	20050211-20050501	51,75	10 505	5 208	49,00	49,00
20050331	20050502-20050824	57,00	11 571	7 400	56,75	55,50
20050630	20050825-20051031	52,00	10 556	7 821	53,25	52,75
20050930	20051101-20060208	54,25	11 013	7 965	50,00	50,25
20051231	20060209-20060508	60,50	12 282	8 615	57,00	56,00
20060331	20060509-20060823	56,13	11 394	8 446	58,25	57,75
20060630	20060824-20061105	62,00	12 586	9 020	58,00	56,25
20060930	20061106-20070207	76,00	15 428	9 138	65,00	66,50
20061231	20070208-20070509	84,25	17 103	11 785	86,75	83,50
20070331	20070510-20070819	83,00	16 849	9 527	83,25	83,25

203 miljoner aktier

Bilaga 03: Grunddata Kungsleden

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på Rapportdagen
20021231	20030220-20030422	136,50	2 588	2 310	134,00	131,00
20030331	20030423-20030814	138,25	2 621	2 391	153,50	154,50
20030630	20030815-20031023	157,50	2 986	2 257	170,00	170,00
20030930	20031024-20040216	186,50	3 536	2 346	185,00	196,00
20031231	20040217-20040421	212,50	4 029	2 828	198,50	197,00
20040331	20040422-20040817	201,00	3 811	2 984	205,50	206,00
20040630	20040818-20041020	223,00	4 228	2 862	226,00	224,50
20040930	20041021-20050215	255,00	4 834	2 944	275,00	276,50
20041231	20050216-20050418	280,50	5 318	3 510	311,00	319,50
20050331	20050419-20050815	400,50	7 593	4 174	311,00	319,50
20050630	20050816-20051019	402,00	7 621	4 540	203,00	202,00
20050930	20051020-20060214	543,60	10 306	4 795	201,50	204,00
20051231	20060215-20060424	676,80	12 831	6 649	230,50	258,00
20060331	20060425-20060814	576,00	10 920	7 003	285,00	279,00
20060630	20060815-20061024	574,20	10 886	7 656	77,00	78,00
20060930	20061025-20070219	766,80	14 537	8 050	96,25	96,75
20061231	20070220-20070424	871,20	16 517	9 700	122,00	123,00
20070331	20070425-20070814	781,20	14 810	9 877	117,50	113,00

18,95862 miljoner aktier

Bilaga 04: Grunddata Wallenstam

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på Rapportdagen
20021231	20030218-20030513	19,20	1 229	852	92,00	95,00
20030331	20030514-20030812	22,95	1 469	806	97,00	100,00
20030630	20030813-20031111	27,90	1 786	1 029	137,00	138,50
20030930	20031112-20040216	32,40	2 074	1 067	157,50	162,00
20031231	20040217-20040511	37,60	2 406	1 124	152,00	160,50
20040331	20040512-20040810	40,90	2 618	1 373	190,00	192,00
20040630	20040811-20041109	46,00	2 944	1 437	211,00	208,00
20040930	20041110-20050221	58,00	3 712	1 505	245,00	249,50
20041231	20050222-20050510	84,00	5 376	1 723	317,50	324,00
20050331	20050511-20050809	99,25	6 352	4 730	86,00	89,00
20050630	20050810-20051108	88,00	5 632	4 753	102,00	97,00
20050930	20051109-20060220	94,00	6 016	4 701	91,00	88,00
20051231	20060221-20060509	108,50	6 944	5 902	102,00	106,50
20060331	20060510-20060808	97,50	6 240	5 995	104,00	103,00
20060630	20060809-20061107	103,50	6 624	6 218	99,75	101,00
20060930	20061108-20070220	139,25	8 912	6 414	114,25	115,00
20061231	20070221-20070508	156,50	10 016	7 734	154,00	156,50
20070331	20070509-20070807	170,75	10 928	7 893	160,00	162,00

64 miljoner aktier

Bilaga 05: Grunddata Capona

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på Rapportdagen
20021231	20030120-20030423	50,50	1 121	841	52,00	52,50
20030331	20030424-20030715	49,25	1 093	847	47,00	47,50
20030630	20030716-20031015	50,00	1 110	794	50,50	50,00
20030930	20031016-20040119	57,25	1 271	815	49,30	49,40
20031231	20040120-20040427	70,50	1 565	852	69,00	67,50
20040331	20040428-20040715	65,50	1 454	1 297	64,50	65,00
20040630	20040716-20041018	73,50	1 632	1 227	68,00	67,50
20040930	20041019-20050119	93,88	2 084	1 134	84,00	83,25
20041231	20050120-20050420	88,00	1 954	1 362	92,75	97,00
20050331	20050421-20050713	97,11	2 156	1 579	84,00	84,50
20050630	20050714-20051020	108,00	2 398	2 356	117,00	121,50
20050930	20051021-20060126	118,75	2 636	2 452	109,50	108,00
20051231	20060127-20060426	127,50	2 831	2 772	117,50	120,00
20060331	20060427-20060712	106,00	2 353	2 737	115,00	114,50
20060630	20060713-20061018	107,00	2 375	2 642	98,50	96,25
20060930	20061019-20070129	101,50	2 253	2 578	111,50	110,00
20061231	20070130-20070423	100,00	2 220	2 734	100,00	101,00
20070331	20070424-20070712	99,50	2 209	1 435	99,25	99,25

22,2 miljoner aktier

Bilaga 06: Grunddata Heba

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på Rapportdagen
20021231	20030219-20030505	79,00	1 087	213	80,00	75,00
20030331	20030506-20030806	77,00	1 060	219	80,00	80,00
20030630	20030807-20031029	80,00	1 101	182	78,00	78,00
20030930	20031030-20040218	90,00	1 238	195	84,00	84,00
20031231	20040219-20040505	90,00	1 238	201	90,50	89,00
20040331	20040506-20040804	91,00	1 252	207	91,00	89,00
20040630	20040805-20041108	107,50	1 479	185	91,00	91,50
20040930	20041109-20050223	115,50	1 589	198	114,00	115,00
20041231	20050224-20050509	115,00	1 582	206	116,00	115,00
20050331	20050510-20050810	129,25	1 778	1 290	115,00	116,00
20050630	20050811-20051109	128,00	1 761	1 273	144,00	133,50
20050930	20051110-20060222	129,00	1 775	1 289	126,00	126,00
20051231	20060223-20060508	155,00	2 133	1 462	137,50	144,00
20060331	20060509-20060809	150,00	2 064	1 471	155,50	146,00
20060630	20060810-20061108	180,00	2 4727	1 607	150,00	150,00
20060930	20061109-20070221	197,00	2 711	1 623	182,50	187,00
20061231	20070222-20070507	204,50	2 814	1 770	200,00	200,00
20070331	20070508-20070808	200,00	2 752	1 780	205,00	203,00

13,76 miljoner aktier

Bilaga 07: Grunddata Fast Partner

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på Rapportdagen
20021231	20030221-20030422	6,70	342	745	6,50	6,70
20030331	20030423-20030827	6,95	354	752	7,25	7,20
20030630	20030828-20031019	8,30	423	716	7,90	8,00
20030930	20031020-20040218	9,85	502	741	8,55	8,55
20031231	20040219-20040414	12,60	643	728	11,80	12,00
20040331	20040415-20040825	12,50	638	738	13,20	13,40
20040630	20040826-20041019	13,60	694	730	12,35	12,10
20040930	20041020-20050223	19,00	969	741	15,20	15,10
20041231	20050224-20050420	20,30	1 035	743	20,20	21,10
20050331	20050421-20050824	24,10	1 229	936	20,20	21,10
20050630	20050825-20051019	27,00	1 377	956	25,50	26,10
20050930	20051020-20060222	29,20	1 489	1 006	29,00	29,00
20051231	20060223-20060419	33,50	1 709	1 179	30,50	30,30
20060331	20060420-20060823	29,00	1 479	1 213	33,80	34,00
20060630	20060824-20061018	30,50	1 556	1 190	29,80	30,40
20060930	20061019-20070221	40,00	2 040	1 295	33,90	35,00
20061231	20070222-20070416	42,50	2 168	1 429	44,90	43,80
20070331	20070417-20070829	42,45	2 165	1 498	43,50	43,20

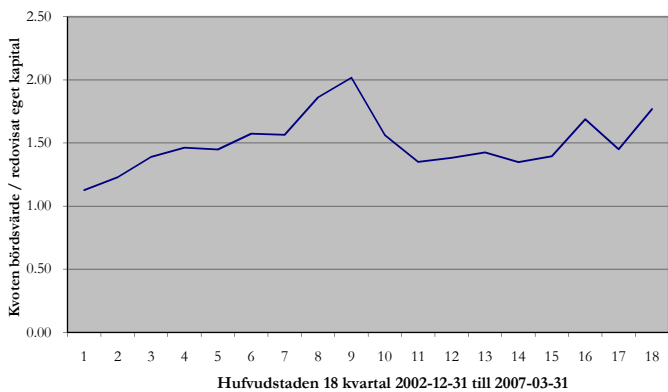
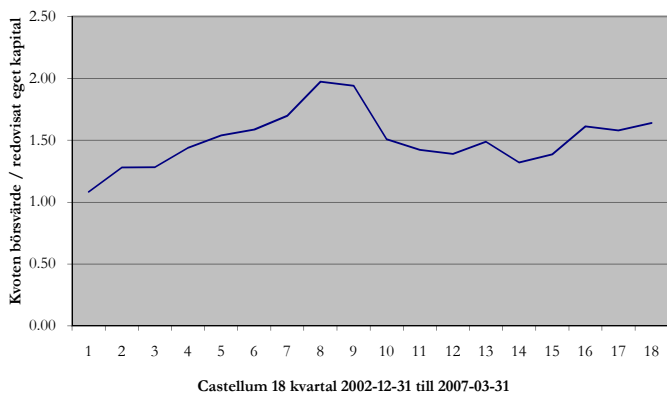
51 miljoner aktier

Bilaga 08: Grunddata Fabege

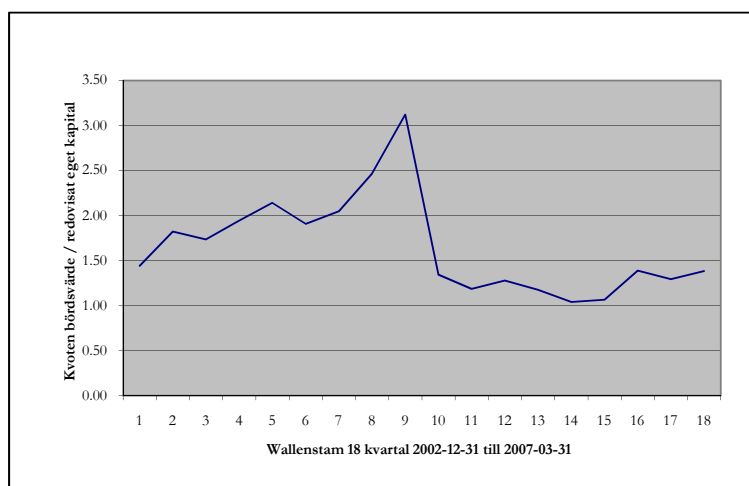
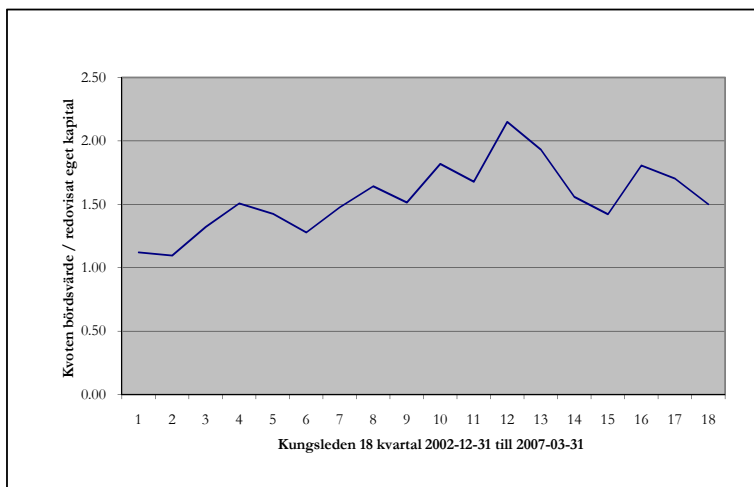
Boksluts-Dag	Analysperiod	Aktiekurs	Börsvärde	Redovisat eget kapital	Slutkurs dagen före rapport	Slutkurs på Rapportdagen
20021231	20030204-20030504	35,75	6 379	6 182	38,00	37,25
20030331	20030505-20030806	36,25	6 469	6 300	33,50	33,25
20030630	20030807-20031029	39,50	7 049	6 083	38,75	39,25
20030930	20031030-20040204	46,00	8 209	6 098	42,25	42,50
20031231	20040205-20040505	48,00	8 565	6 389	46,50	46,25
20040331	20040506-20040804	49,56	8 844	6 779	47,25	47,50
20040630	20040805-20041027	52,88	9 436	6 482	50,50	51,00
20040930	20041028-20050214	70,00	12 491	10 240	60,50	62,00
20041231	20050215-20050508	81,50	14 543	11 337	73,50	75,00
20050331	20050509-20050809	83,25	14 856	11 717	84,25	87,25
20050630	20050810-20051102	67,75	12 090	8 854	83,25	79,00
20050930	20051103-20060202	72,75	12 982	9 317	66,50	67,50
20051231	20060203-20060503	77,75	13 874	10 727	75,50	73,00
20060331	20060504-20060814	67,00	11 956	11 566	71,75	71,25
20060630	20060815-20061031	77,13	13 764	11 009	74,00	73,00
20060930	20061101-20070207	92,88	16 574	11 250	84,25	85,00
20061231	20070208-20070502	92,63	16 529	12 177	95,50	93,75
20070331	20070503-20070814	85,25	15 213	11 752	89,00	88,50

178,446 miljoner aktier

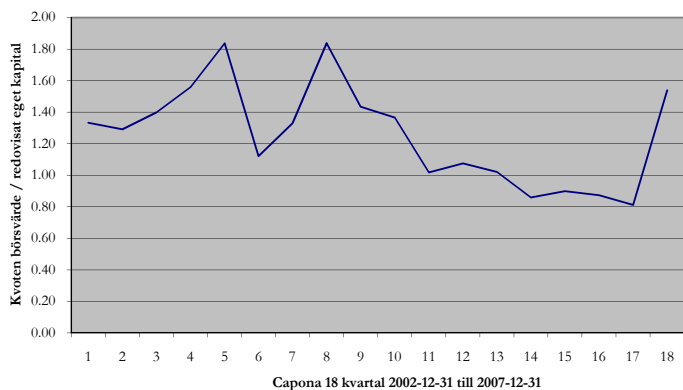
Bilaga 09: Kvotutvecklingen i Castellum och Hufvudstaden



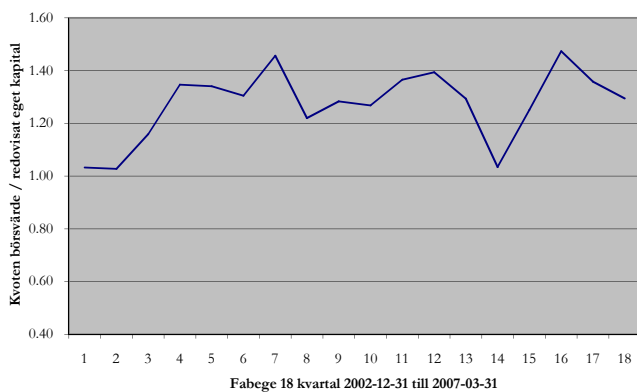
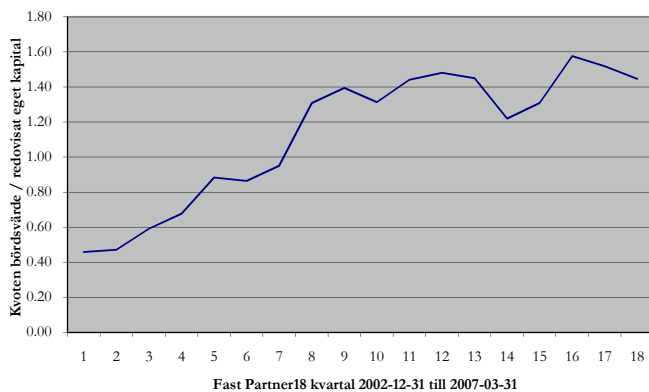
Bilaga 10: Kvotutvecklingen i Kungsleden och Wallenstam



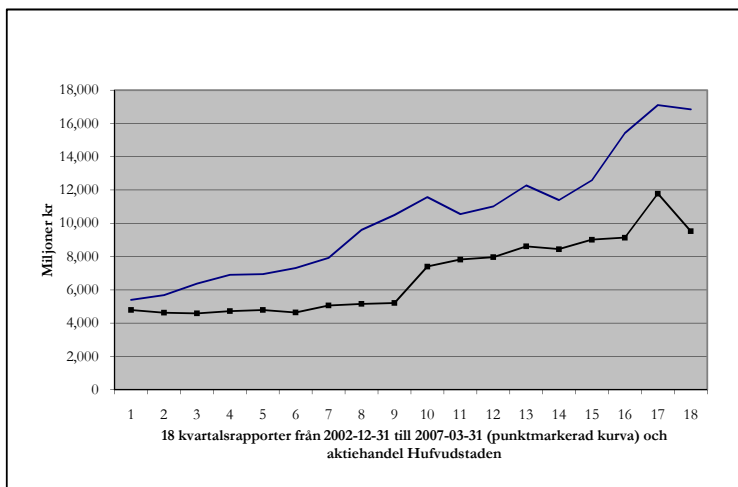
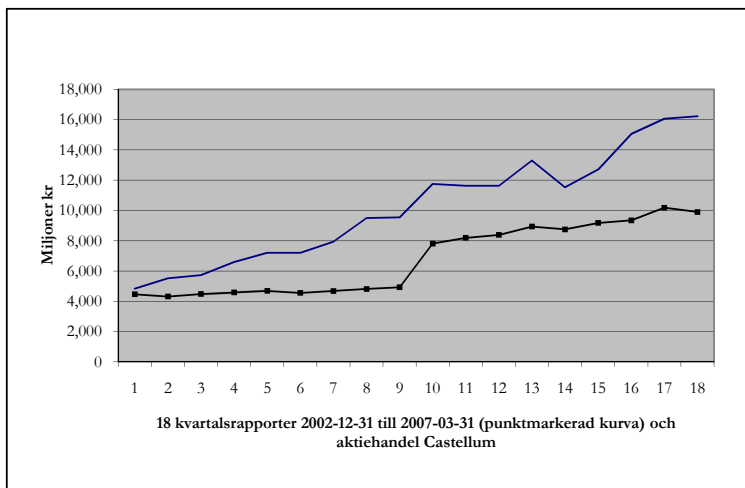
Bilaga 11: Kvotutvecklingen i Capona och Heba



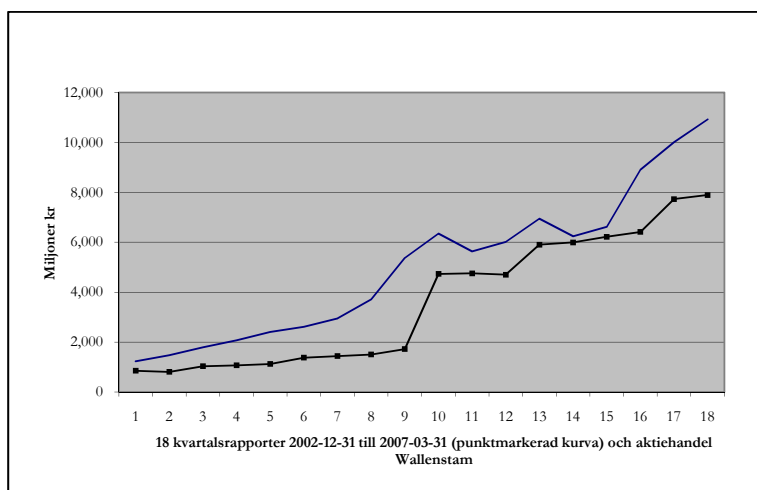
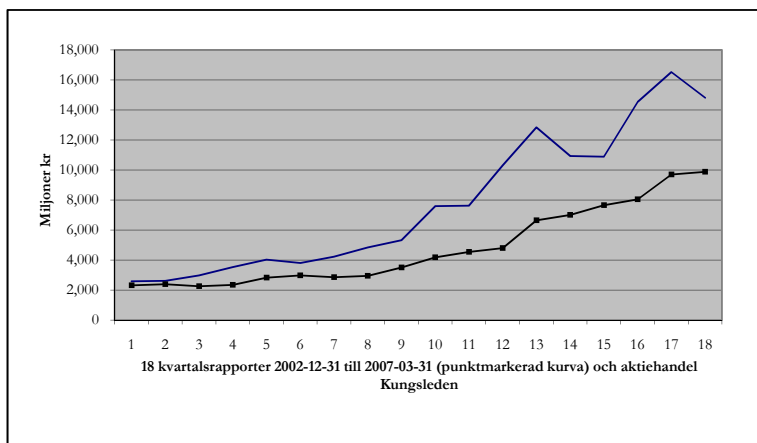
Bilaga 12: Kvotutveckling Fast Partner och Fabege



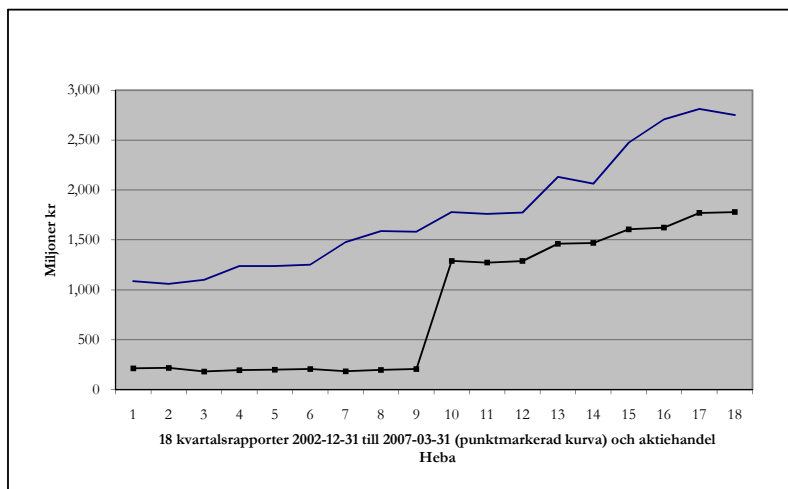
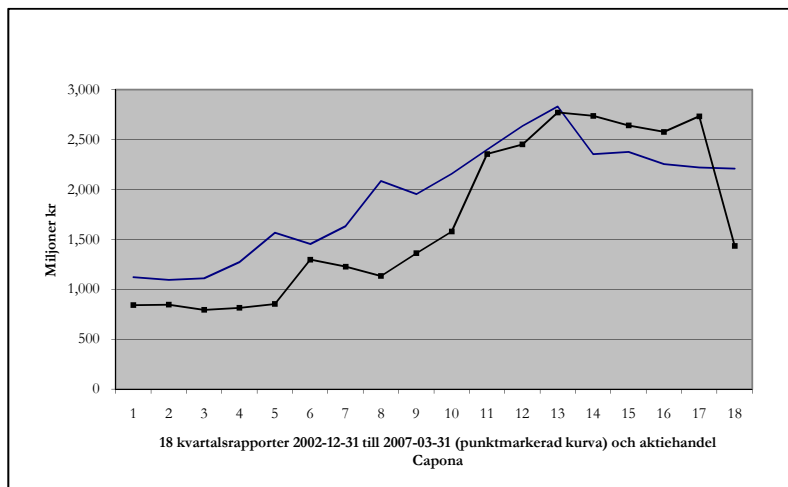
Bilaga 13: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Castellum och Hufvudstaden



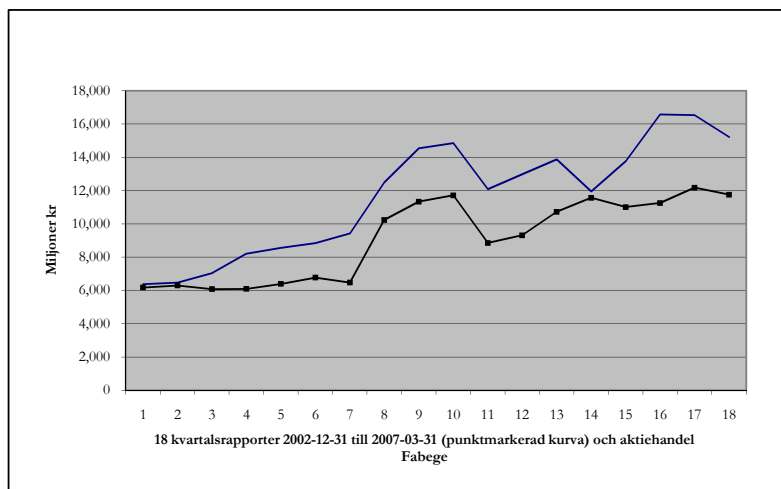
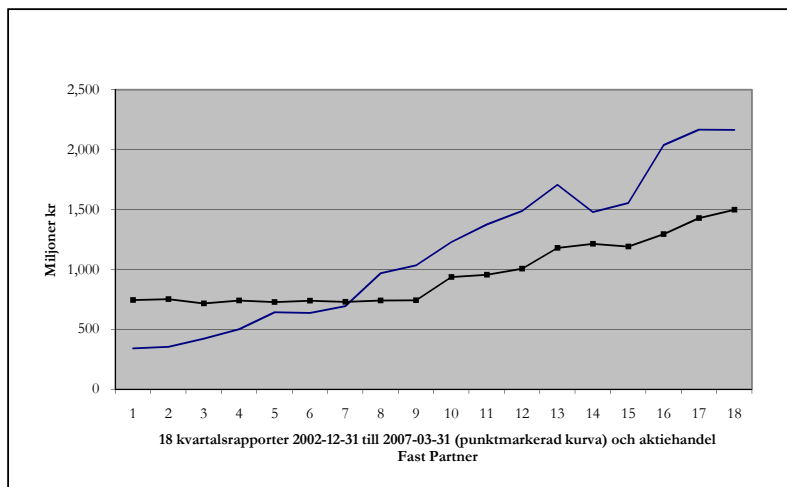
Bilaga 14: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Kungsliden och Wallenstam



Bilaga 15: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Capona och Heba



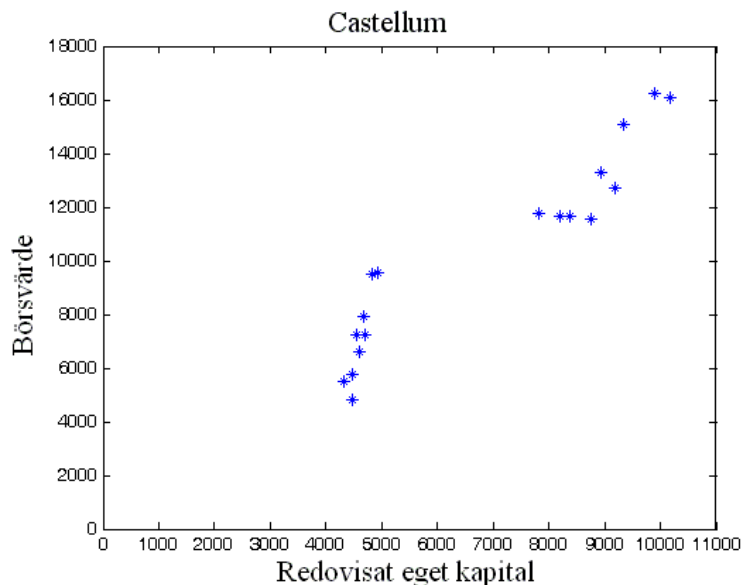
Bilaga 16: Samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital i Fast Partner och Faberge



Bilaga 17:

Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde

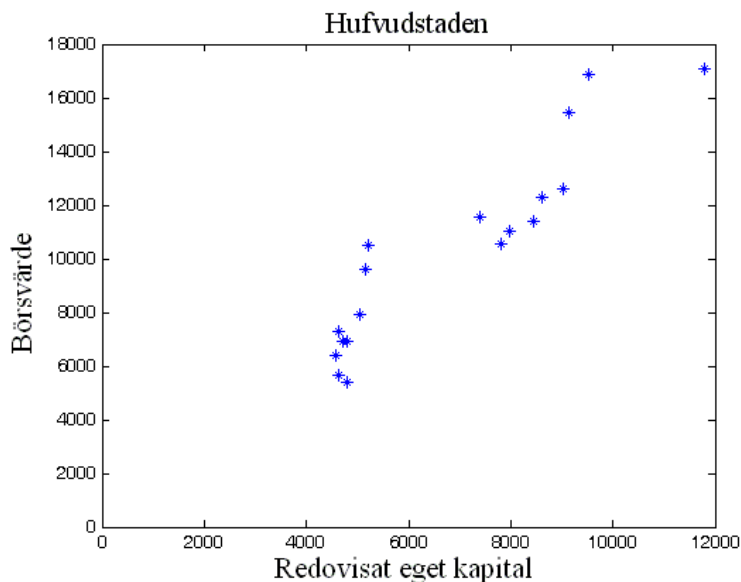
/redovisat eget kapital samt grunddata i Castellum



Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030128-20030422	4 838	4 470	
20030331	20030423-20030812	5 525	4 317	-1,0000
20030630	20030813-20031020	5 740	4 481	-0,2310
20030930	20031021-20040126	6 601	4 590	0,5509
20031231	20040127-20040420	7 216	4 689	0,7888
20040331	20040421-20040719	7 216	4 551	0,7389
20040630	20040720-20041021	7 944	4 682	0,8060
20040930	20041022-20050126	9 502	4 817	0,8873
20041231	20050127-20050419	9 553	4 927	0,9214
20050331	20050420-20050718	11 767	7 809	
20050630	20050719-20051019	11 644	8 192	-1,0000
20050930	20051020-20060125	11 644	8 389	-0,9426
20051231	20060126-20060418	13 305	8 940	0,8229
20060331	20060419-20060717	11 542	8 749	0,5701
20060630	20060718-20061017	12 710	9 178	0,6615
20060930	20061018-20070123	15 068	9 346	0,7537
20061231	20070124-20070417	16 072	10 184	0,8823
20070331	20070418-20070717	16 236	9 907	0,9055

Bilaga 18:

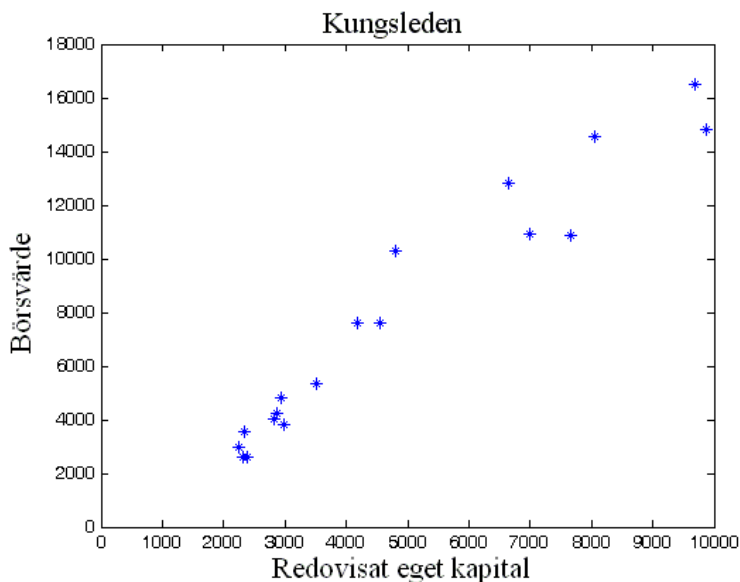
Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Hufvudstaden



Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030213-20030504	5 400	4 791	
20030331	20030505-20030826	5 684	4 627	-1,0000
20030630	20030827-20031023	6 374	4 585	-0,8443
20030930	20031024-20040211	6 902	4 717	-0,2772
20031231	20040212-20040505	6 943	4 792	0,0921
20040331	20040506-20040823	7 308	4 642	-0,0852
20040630	20040824-20041028	7 917	5 057	0,5102
20040930	20041029-20050210	9 602	5 156	0,7762
20041231	20050211-20050501	10 505	5 208	0,8574
20050331	20050502-20050824	11 571	7 400	
20050630	20050825-20051031	10 556	7 821	-1,0000
20050930	20051101-20060208	11 013	7 965	-0,7560
20051231	20060209-20060508	12 282	8 615	0,5293
20060331	20060509-20060823	11 394	8 446	0,4840
20060630	20060824-20061105	12 586	9 020	0,7106
20060930	20061106-20070207	15 428	9 138	0,7484
20061231	20070208-20070509	17 103	11 785	0,8975
20070331	20070510-20070819	16 849	9 527	0,8478

Bilaga 19:

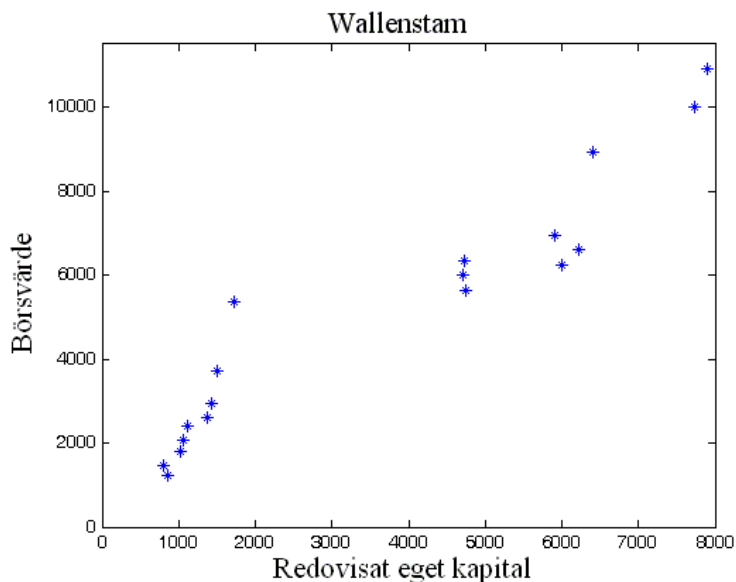
Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Kungsliden



Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030220-20030422	2 588	2 310	
20030331	20030423-20030814	2 621	2 391	1,0000
20030630	20030815-20031023	2 986	2 257	-0,7526
20030930	20031024-20040216	3 536	2 346	-0,0848
20031231	20040217-20040421	4 029	2 828	0,7597
20040331	20040422-20040817	3 811	2 984	0,7816
20040630	20040818-20041020	4 228	2 862	0,8237
20040930	20041021-20050215	4 834	2 944	0,8453
20041231	20050216-20050418	5 318	3 510	0,9050
20050331	20050419-20050815	7 593	4 174	
20050630	20050816-20051019	7 621	4 540	1,0000
20050930	20051020-20060214	10 306	4 795	0,8154
20051231	20060215-20060424	12 831	6 649	0,9341
20060331	20060425-20060814	10 920	7 003	0,8422
20060630	20060815-20061024	10 886	7 656	0,7753
20060930	20061025-20070219	14 537	8 050	0,8443
20061231	20070220-20070424	16 517	9 700	0,9112
20070331	20070425-20070814	14 810	9 877	0,9139

Bilaga 20:

Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Wallenstam

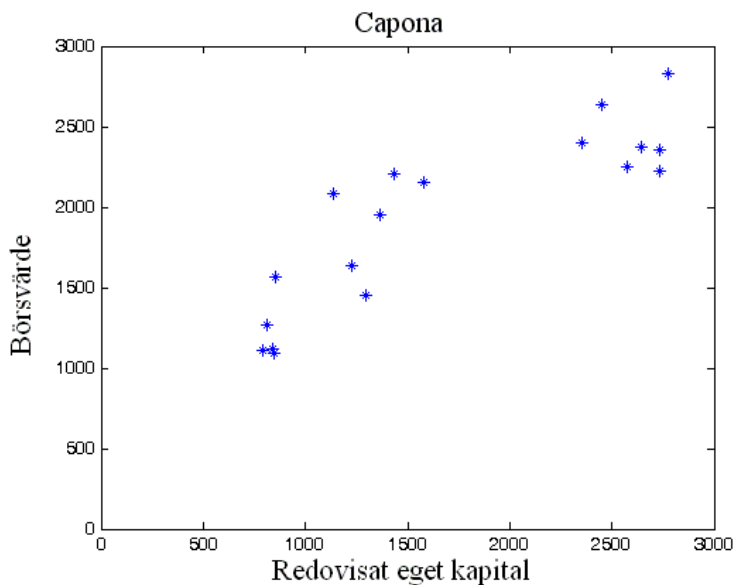


Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030218-20030513	1 229	852	
20030331	20030514-20030812	1 469	806	-1,0000
20030630	20030813-20031111	1 786	1 029	0,8017
20030930	20031112-20040216	2 074	1 067	0,8930
20031231	20040217-20040511	2 406	1 124	0,9250
20040331	20040512-20040810	2 618	1 373	0,9358
20040630	20040811-20041109	2 944	1 437	0,9604
20040930	20041110-20050221	3 712	1 505	0,9544
20041231	20050222-20050510	5 376	1 683	0,9307
20050331	20050511-20050809	6 352	4 730	
20050630	20050810-20051108	5 632	4 753	-1,0000
20050930	20051109-20060220	6 016	4 701	-0,4755
20051231	20060221-20060509	6 944	5 902	0,8390
20060331	20060510-20060808	6 240	5 995	0,6398
20060630	20060809-20061107	6 624	6 218	0,6903
20060930	20061108-20070220	8 912	6 414	0,6994
20061231	20070221-20070508	10 016	7 734	0,8688
20070331	20070509-20070807	10 928	7 893	0,9136

Bilaga 21:

Statistisk beskrivning av samvariationen

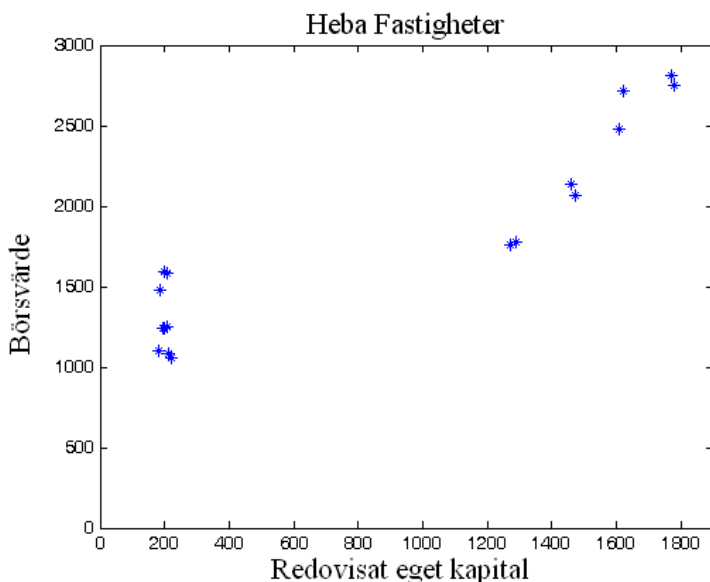
börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Capona



Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030120-20030423	1 121	841	
20030331	20030424-20030715	1 093	847	-1,0000
20030630	20030716-20031015	1 110	794	-0,2168
20030930	20031016-20040119	1 271	815	-0,2785
20031231	20040120-20040427	1 565	852	0,3859
20040331	20040428-20040715	1 454	1 297	0,4896
20040630	20040716-20041018	1 632	1 227	0,6630
20040930	20041019-20050119	2 084	1 134	0,6317
20041231	20050120-20050420	1 954	1 362	0,7292
20050331	20050421-20050713	2 156	1 579	
20050630	20050714-20051020	2 398	2 356	1,0000
20050930	20051021-20060126	2 636	2 452	0,9133
20051231	20060127-20060426	2 831	2 772	0,9443
20060331	20060427-20060712	2 353	2 737	0,7222
20060630	20060713-20061018	2 375	2 642	0,6495
20060930	20061019-20070129	2 253	2 578	0,5575
20061231	20070130-20070423	2 220	2 734	0,4238
20070331	20070424-20070712	2 209	1 435	0,4952

Bilaga 22:

Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Heba

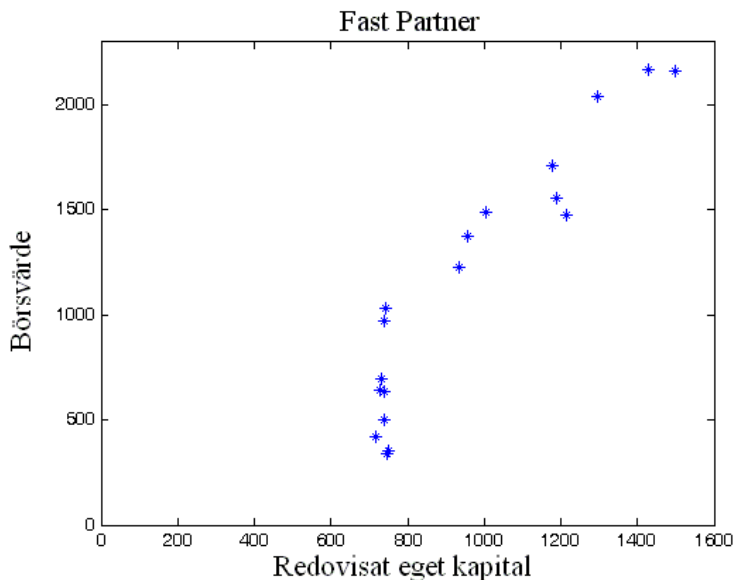


Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030219-20030505	1 087	213	
20030331	20030506-20030806	1 060	219	-1,0000
20030630	20030807-20031029	1 101	182	-0,8462
20030930	20031030-20040218	1 238	195	-0,4533
20031231	20040219-20040505	1 238	201	-0,3842
20040331	20040506-20040804	1 252	207	-0,2549
20040630	20040805-20041108	1 479	185	-0,5273
20040930	20041109-20050223	1 589	198	-0,4154
20041231	20050224-20050509	1 582	206	-0,2637
20050331	20050510-20050810	1 778	1 290	
20050630	20050811-20051109	1 761	1 273	1,0000
20050930	20051110-20060222	1 775	1 289	0,9905
20051231	20060223-20060508	2 133	1 462	0,9989
20060331	20060509-20060809	2 064	1 471	0,9856
20060630	20060810-20061108	2 477	1 607	0,9878
20060930	20061109-20070221	2 711	1 623	0,9724
20061231	20070222-20070507	2 814	1 770	0,9797
20070331	20070508-20070808	2 752	1 780	0,9793

Bilaga 23:

Statistisk beskrivning av samvariationen

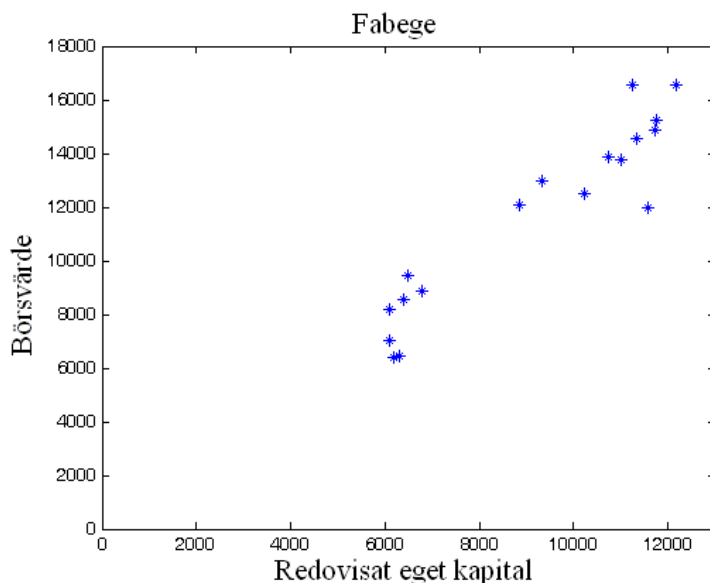
börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Fast Partner



Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030221-20030422	342	745	
20030331	20030423-20030827	354	752	1,0000
20030630	20030828-20031019	423	716	-0,9460
20030930	20031020-20040218	502	741	-0,3634
20031231	20040219-20040414	643	728	-0,4573
20040331	20040415-20040825	638	738	-0,3491
20040630	20040826-20041019	694	730	-0,4005
20040930	20041020-20050223	969	741	-0,1268
20041231	20050224-20050420	1 035	743	0,0294
20050331	20050421-20050824	1 229	936	
20050630	20050825-20051019	1 377	956	1,0000
20050930	20051020-20060222	1 489	1 006	0,9487
20051231	20060223-20060419	1 709	1 179	0,9523
20060331	20060420-20060823	1 479	1 213	0,7521
20060630	20060824-20061018	1 556	1 190	0,7654
20060930	20061019-20070221	2 040	1 295	0,8278
20061231	20070222-20070416	2 168	1 429	0,9025
20070331	20070417-20070829	2 165	1 498	0,9275

Bilaga 24:

Statistisk beskrivning av samvariationen börsvärde/redovisat eget kapital samt grunddata i Fabege



Bokslut	Analysperiod	Börsvärde	Redovisat ek	Samvariation
20021231	20030204-20030504	6 379	6 182	
20030331	20030505-20030806	6 469	6 300	1,0000
20030630	20030807-20031029	7 049	6 083	-0,7666
20030930	20031030-20040204	8 209	6 098	-0,6653
20031231	20040205-20040505	8 565	6 389	0,2033
20040331	20040506-20040804	8 844	6 779	0,5808
20040630	20040805-20041027	9 436	6 482	0,6130
20040930	20041028-20050214	12 491	10 240	0,8703
20041231	20050215-20050508	14 543	11 337	0,9423
20050331	20050509-20050809	14 856	11 717	
20050630	20050810-20051102	12 090	8 854	1,0000
20050930	20051103-20060202	12 982	9 317	0,9855
20051231	20060203-20060503	13 874	10 727	0,9850
20060331	20060504-20060814	11 956	11 566	0,4568
20060630	20060815-20061031	13 764	11 009	0,4805
20060930	20061101-20070207	16 574	11 250	0,4834
20061231	20070208-20070502	16 529	12 177	0,6139
20070331	20070503-20070814	15 213	11 752	0,6360

Bilaga 25:

Kritiskt värde enligt Wilcoxon

TABLE 10 Critical Values of the Wilcoxon T Statistic

One-Tailed	Two-Tailed	<i>n</i> = 5	<i>n</i> = 6	<i>n</i> = 7	<i>n</i> = 8	<i>n</i> = 9	<i>n</i> = 10
<i>P</i> = 0.05	<i>P</i> = 0.10	1	2	4	6	8	11
<i>P</i> = 0.025	<i>P</i> = 0.05		1	2	4	6	8
<i>P</i> = 0.01	<i>P</i> = 0.02			0	2	3	5
<i>P</i> = 0.005	<i>P</i> = 0.01				0	2	3
One-Tailed	Two-Tailed	<i>n</i> = 11	<i>n</i> = 12	<i>n</i> = 13	<i>n</i> = 14	<i>n</i> = 15	<i>n</i> = 16
<i>p</i> = 0.05	<i>P</i> = 0.10	14	17	21	26	30	36
<i>P</i> = 0.025	<i>P</i> = 0.05	11	14	17	21	25	30
<i>P</i> = 0.01	<i>P</i> = 0.02	7	10	13	16	20	24
<i>P</i> = 0.005	<i>P</i> = 0.01	5	7	10	13	16	19
One-Tailed	Two-Tailed	<i>n</i> = 17	<i>n</i> = 18	<i>n</i> = 19	<i>n</i> = 20	<i>n</i> = 21	<i>n</i> = 22
<i>P</i> = 0.05	<i>P</i> = 0.10	41	47	54	60	68	75
<i>P</i> = 0.025	<i>P</i> = 0.05	35	40	46	52	59	66
<i>P</i> = 0.01	<i>P</i> = 0.02	28	33	38	43	49	56
<i>P</i> = 0.005	<i>P</i> = 0.01	23	28	32	37	43	49
One-Tailed	Two-Tailed	<i>n</i> = 23	<i>n</i> = 24	<i>n</i> = 25	<i>n</i> = 26	<i>n</i> = 27	<i>n</i> = 28
<i>P</i> = 0.05	<i>P</i> = 0.10	83	92	101	110	120	130
<i>P</i> = 0.025	<i>P</i> = 0.05	73	81	90	98	107	117
<i>P</i> = 0.01	<i>P</i> = 0.02	62	69	77	85	93	102
<i>P</i> = 0.005	<i>P</i> = 0.01	55	68	68	76	84	92
One-Tailed	Two-Tailed	<i>n</i> = 29	<i>n</i> = 30	<i>n</i> = 31	<i>n</i> = 32	<i>n</i> = 33	<i>n</i> = 34
<i>P</i> = 0.05	<i>P</i> = 0.10	141	152	163	175	188	201
<i>P</i> = 0.025	<i>P</i> = 0.05	127	137	148	159	171	183
<i>P</i> = 0.01	<i>P</i> = 0.02	111	120	130	141	151	162
<i>P</i> = 0.005	<i>P</i> = 0.01	100	109	118	128	138	149

Bilaga 26:

Grunddata Ericsson

Boksluts- dag	Analysperiod	Aktiekurs (median)	Börsvärde (median)	Redovisat eget kapital	Börsvärde/ red eget k	BV/EK per år		SAMVAR medel
19981231	19990128-19990421	37.88	606,080	65,163	9.30	9.30		
19990331	19990422-19990722	44.23	707,680	64,556	10.96			
19990630	19990723-19991021	47.48	759,680	63,151	12.03			
19990930	19991022-20000127	89.10	1,425,600	64,366	22.15			
19991231	20000128-20000427	138.84	2,221,440	71,358	31.13	19.07		
20000331	20000428-20000720	136.50	2,184,000	76,271	28.63			
20000630	20000721-20001019	127.83	2,045,280	85,305	23.98			
20000930	20001020-20010125	84.50	1,352,000	92,359	14.64			
20001231	20010126-20010419	57.42	918,720	94,450	9.73	19.24		
20010331	20010420-20010719	44.05	704,800	96,692	7.29			
20010630	20010720-20011024	31.70	507,200	80,107	6.33			
20010930	20011025-20020124	40.08	641,280	75,824	8.46			
20011231	20020125-20020421	31.78	508,480	72,119	7.05	7.28		
20020331	20020422-20020718	14.81	236,960	80,490	2.94			
20020630	20020719-20021017	5.90	94,400	62,608	1.51			0.15
20020930	20021018-20030203	7.60	121,600	85,786	1.42			0.08
20021231	20030204-20030428	5.95	95,200	76,076	1.25	1.78		0.08
20030331	20030429-20030717	8.33	133,280	71,571	1.86			0.10
20030630	20030718-20031029	12.75	204,000	68,168	2.99			0.14
20030930	20031030-20040205	12.90	206,400	63,099	3.27			0.18
20031231	20040206-20040422	21.10	337,600	62,780	5.38	3.38		0.21
20040331	20040423-20040720	20.95	335,200	65,818	5.09			0.23
20040630	20040721-20041021	20.60	329,600	69,509	4.74			0.24
20040930	20041022-20050209	21.40	342,400	73,645	4.65			0.24
20041231	20050210-20050421	20.20	323,200	78,365	4.12	4.65		0.22
20050331	20050422-20050720	23.50	376,000	87,852	4.28			0.19
20050630	20050721-20051020	27.00	432,000	90,442	4.78			0.16
20050930	20051021-20060130	26.90	430,400	96,246	4.47			0.12
20051231	20060131-20060420	27.60	441,600	105,527	4.18	4.43		0.08
Medelvärde		27.80	655,934	77,231	8.57	8.64		

16000 miljoner aktier

English summary

The value relevance of accounting in Swedish property companies before and after the introduction of IAS 40.

Introduction

One issue that should be of interest to investors in the share market is the extent to which the company's reporting is useful for these investors' decisions. Researchers have shown great interest in this subject through the years. It is the relationship between the company's reported balance sheet and the share market, which is the interest in the present study. The study focused on the change which provides publicly traded property companies in Sweden the opportunity to use fair value in the balance sheet from the beginning of year 2005.

Both the accounting and the share market in Sweden have undergone considerable changes over the past 20 years. The starting point for this was the creation of Swedish Financial Accounting Standards Council (Redovisningsrådet, RR) in 1989 and by the EU regulation in 2005. The actors on the share market have also expanded, while improved technology has made it possible to buy and sell shares "with lightning speed". As a consequence, the trading of shares is, in part, under new conditions.

The study focused on publicly quoted property companies in Sweden. These companies have from 1 January 2005 to follow new rules for reporting their investment properties. The companies studied have all made a change in their accounting principle from accounting on the basis of property acquisition cost to fair value accounting on the balance sheet.

Even before the year of 2005 property companies have had the opportunity and also the duty to evaluate their properties to fair values, but only as supplementary information. Following the introduction of IAS 40, property company values will be expressed in a clear and more comprehensive way, included as part of the balance sheet and thus also affecting the income statement.

The new method of accounting is aimed to describe a faire picture of the actual economic situation. However, it can also be assumed that the new method to account may contribute to a more subjective reporting, which would reduce the value relevance for the share market. The reasons for the decline in relevance may, for example, be the company management self interests. Another problem, which can be increasing, is specific interests from shareholders that may affect the accounting. The new way of accounting and reporting can therefore be argued have two sides, one "good" and one "bad". The study will consider these aspects.

The research question

What does IAS 40 signify to the value relevance of accounting? There are a lot of aspects to this problem.

One of these is how the relationship between “on balance sheet reported equity” and the company's share price is at specified times and the changes that have occurred after the IAS 40 was applied. The question is interesting on the assumption that it is reasonable that the equity is the amount that shareholders have to “download” from the company through dividends or the sale of shares to another investor.

A *second* aspect is about the way changes in accounting rules may affect the share price just at the reporting moment (when the companies present their quarterly reports). Are movements in the share prices stronger after the IAS 40 came into force? This question is interesting in the light of the debate on whether or not flexible rules may create uncertainty among the actors on the share market.

A *third* aspect is the potential for increased flexibility in financial statements which IAS 40 may involve. Will variations in “on balance sheet reported equity” increase with the new framework? This question is interesting in light of the critical debate which exists that flexible accounting rules can be exploited in other interests than those of the shareholders.

A *fourth* aspect is how the variables “share market value” and “on balance sheet reported equity” correlates over time before and after the introduction of IAS 40. A good correlation over a slightly longer period of time may be an indication that the shareholders use the company's reporting as the basis for their decisions. There is also an opposite view that the market is more interested in the price movements themselves than in the company's reporting.

The following research issues will be studied:

- a) What has happened to the quota "market value / on balance sheet reported equity" directly in the process of transition to IAS 40 and what does the further development look like?
- b) Have changes occurred in movements in the share prices of property companies on reporting dates?
- c) What are the changes of the variation in the "on balance sheet reported equity"?
- d) Has the correlation between "on balance sheet reported equity" and the value on the share market been changed?

The purpose of the study is to illustrate whether and how the value relevance of accounting has changed in property companies as a result of the introduction of IAS 40 and to analyze the pattern observed in the variables "market value" and "on balance sheet reported equity".

Limitations in the study are:

The study will only investigate property companies in Sweden, which possess investment properties and which have been quoted during the entire study period. The major assets should consist of investment properties. Companies which are not part of a share listed group, but nevertheless voluntarily apply IAS / IFRS, are not included in the study.

The perspective of interest groups other than those of the investors will not be investigated. The concept of "fair value" is dealt with only on the basis of what is said in IAS 40. The reason is that only property companies with large holdings of investment properties are included in the study.

Empirical

The analysis is carried out on accounting data from December 2002 until March 2007. This leads to an equal number of measurement points before and after the introduction of IAS 40 in 2005. Date of measurement and analysis intervals are different in different companies, depending on the reporting days determined by the companies themselves within certain limits.

The analysis is also implemented on shares data that can be linked to specific reporting. An example of the methodology used is the Castellum company concerning the report for the period January - March 2005 (Q1-05). This report was published on 20 April 2005. The company's next reporting date was July 19 in 2005. The period of share data is for this reason the period 2005.04.20 to 2005.07.18, and the data was evaluated against the values of the on balance sheet reported equity as stated in the company's accounting report Q1-05. This method has been applied to all measurement and for all the companies surveyed.

The number of quarterly reports that are included in the

analysis of movements in share prices and variations in "on balance sheet reported equity" and analysis of correlation amounts to 18 and these are compared with the same number of analysis points concerning shares prices. All "share days" are included in the survey.

Sometimes a deterioration of "on balance sheet reported equity" can also lead to rising share prices. This depends on what is expected of the information actually obtained. The consequences can be anything in the relationship between the accounting information and share price, strong or weak, or in between. The link can also be negative. On a long-term basis, however, it may be assumed that expectations will accommodate to what has actually been reported and an adjustment of market value and "on balance sheet reported equity" will then take place.

The short-term analysis has therefore only the aim to clarify if the investors react to the reporting in their decisions, but not how they react. The strength of the reaction, however, is also of interest. Is the reaction stronger than, for example, the reactions that result from other information published about the company and if the reaction is stronger than the average of all the reactions of an analysis period?

The study presented can also be seen in the perspective of "momentum studies" and "correlation studies." The former refer to reporting days and are implemented in such a way that the share price reported by the end of day will be compared with the closing price the day before reporting. These

values are added together and divided after which an average is calculated. The resulting value shows the average percentage movements in the prices. The momentum studies analyze only one variable (either the “share market price” or the “on balance sheet reported equity”). The correlation studies refer to all “share days” and not only to the reporting days and here the relationship between the two variables is also considered.

Conclusions

The aim of the present study was to assess whether the introduction of IAS 40 - Investment Properties has contributed to larger value relevance for the actors in share market. The relationship between the share market and the company's accounts has been analyzed on the basis of variables “share price” and “on balance sheet reported equity”. The study is based on the assumption that there is a dependency between the company's share price and the company's accounting in some way.

The new framework IAS 40 has been suggested to contribute with both positive and negative effects on the share market. The study contributes with an understanding of how it is in this respect. A better convergence of “on balance sheet reported equity” by the companies and their value on the share market has been achieved at the same time as the relationship with the share market has become more homogeneous between the companies investigated. The quota “market

value / on balance sheet reported equity" has also been stabilized on a lower level after that the new regulatory framework was introduced.

A negative development is that movements in the share prices have increased in a time period when they have declined in other companies. (It must however be noted that even this may be perceived as a positive development among some players in the market). The increased movements in the share prices might be an indication that the share market reacts stronger to the information supplied after the introduction of IAS 40. One possible reason for increased movements in the share prices, however, is that the share market is responding to the fact that the information is provided and not on information contents itself.

The "on balance sheet reported equity" shows a higher variation after the change of rules was implemented. It should also be noted that the variations in the "on balance sheet reported equity" is substantially larger than the variations in the share price. This fact is valid both before and after the IAS 40 came into force.

The correlation between the variables "market value" (share price) and "on balance sheet reported equity" has been improved and the ratio of the variables is also stable. This means that variations in the variables "pull in the same direction" and that changes in the companies "on balance sheet reported equity" and share prices accompany each in a better way after the introduction of IAS 40. What the driving

force is of this phenomenon can't be judged on the basis of the present study. It might be the share market, which makes its assessments by using the company's accounts but it could also be that the company adjusts its accounting to share market's assessments of the value of the company? With the restrictive rules in force prior to 1 January 2005, the latter option has not been possible. A reasonable assumption is that through the new framework, there is a consensus and that companies now make their assessments based on the same facts as the market. The value of a property depends of course very much on external factors. It may be that the higher correlation is due to these two factors since the share market in the short term, is influenced by the accounting (and does this to a higher degree than before the introduction of IAS 40). It can, however, be noted that the share price has been rising both before and after 1 January 2005, while the quota "market value / on balance sheet reported equity" ceased to rise after 1 January 2005. For this reason, there is cause to believe that the share prices in the long-term have their development irrespective of the balance sheet presentation of reported equity. It is also natural that this situation exists because the real value of the property has been known in the account, even when these are not recorded on the balance sheet. It is therefore reasonable to assume that the share price developments would have been the same without the introduction of IAS 40.

Both movements in the prices of shares and the mobility in the "on balance sheet reported equity" have a significant increase. This fact can be seen as the accounting is now adapted to the reality and that the share market, in spite of above said, considers the accounting by reacting to it. In the

long-term perspective the market also responds "in the same direction as the accounting." In the short-term perspective, the accounting contributes to adjust the share market expectations and such a shift in expectations can contribute to the deterioration of correlation.

As a whole, the new way of reporting has improved reporting and the relevance of accounting has increased through the creation of IAS 40. It is also clear that the negative attributes of this framework is not proven by the present study. However, it is important to point out that a similar study in the future, including additionally a few more years, could lead to a different conclusion.

The present study began with the question: "One issue that should be of interest to investors in the share market is the extent to which the company's accounting is useful for these investors' decisions." The answer to this question is that the introduction of IAS 40 contributed to an increase in usefulness through a balance sheet that more now than in the past gives a true and fair view of the value of the company.

Reflection

Although variations in the share prices overall are wider on reporting than on the average for all "share days" it can be demonstrated that other individual events than quarterly reporting can provide significantly greater movements in the share prices. Perceptions and statements published by external people can be much more decisive on the development of share prices during individual days.

The purpose of the present study has not been to test the theories or hypotheses. Thus, the assumptions which form the starting point for analysis, maintain an empirical orientation description. Until April 2008 it is the first detailed study of what the renewal of the property accounting in January 2005 meant for the companies themselves and for the share market.

Thus, the study should be a valuable contribution to those who invest in shares of property holding administrative units but also to those who carry out analyses of the market's behalf. Through analysis of methods in accordance with those used in the present study, a better stability will be achieved in the assessment of the property companies situation, and that such situations which were found in Ericsson in the year of 2000-2002 can be avoided. A further contribution should also be considered that in a clear manner it is possible to ascertain that the company's accounting has become more relevant through the introduction of IAS 40.

The study is essentially descriptive, but what has been stated in the foregoing also demonstrates a normative aspect. Not only an improved regulatory framework, but also improved analytical methods are important tools for the share market. In this respect the present study should be seen as a positive contribution.

År 2005 har det i de svenska börsnoterade fastighetsbolagen genomförts genomgripande redovisningsförändringar. Från att tidigare redovisa bolagens förvaltningsfastigheter med utgångspunkt i anskaffningsutgifterna för dessa, gäller nu en redovisning med utgångspunkt i fastigheternas verkliga värden.

Boken belyser konsekvenserna av det nya sättet att redovisa. Bolagens redovisade egna kapital ligger nu väsentligen närmare aktiemarknadens bedömning av bolagens värde. Samvariationen mellan förändringar i börsvärde och redovisat eget kapital har också förbättrats. I samband med bolagens rapporteringar till aktiemarknaden kan också konstateras starkare svängningar i bolagens aktiekurser. Det är inte uteslutet att dessa starkare svängningar kan bero på det nya sättet att redovisa.



ÅBO 2008