

Verkligt värde i balansräkningen



förvaltningsfastigheter

©
2005
Bengt Bengtsson

Verkligt värde i balansräkningen

En studie i beräkning och redovisning av verkligt värde på
förvaltningsfastigheter

Bengt Bengtsson

Bengt Bengtsson och BAS Förlag

Bokförlaget BAS
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Box 610
405 30 Göteborg
Tel. 031-773 54 16

ISBN 91-7246-241-8

Printed in Sweden by
Intellecta DocuSys AB, Göteborg, 2006

	INNEHÅLL	SID.
	SAMMANFATTNING	7
	Kapitel 1	9
1.	Studiens utgångspunkter	11
1.1	Bakgrund	11
1.2.	Problem	18
1.3.	Forskningsfråga, syfte och avgränsning	25
1.4.	Metod	26
	Kapitel 2	31
2.	Referensram	33
2.1.	Några samhällsteorier och dess konsekvenser för redovisning	33
2.2.	Redovisningsteorier	37
2.1.1.	Redovisningens externa uppgift	37
2.2.2.	Redovisningens karaktär enligt objektiv redovisningsteori	38
2.2.3.	Redovisningens möjliga syften	42
2.2.4.	Subjektiva bedömningar i redovisningen	45
2.3.	Värdena (balansräkningen), vinsten (resultaträkningen) och pengarna (kassaflödet)	46
2.4.	Förhållandet mellan företagets redovisning och aktiemarknaden	50
2.4.1.	Det verkliga värdet - företagets redovisning eller marknadens bedömning?	50
2.4.2.	Långsiktiga / kortsiktiga placeringar och marknadseffektiviteten	53
2.4.3.	Kortsiktiga placeringars beslutsunderlag	56
2.5.	Verkligt värde och dess redovisning i balansräkningen	57
2.5.1.	Förutsättningar och argument för redovisning till verkligt värde i Sverige	57
2.5.2.	Hur definieras begreppet verkligt värde enligt IAS 40?	58
	Kapitel 3	61
3.	Analys av information i årsredovisningar för år 2004 och analys av börskurser samt annan information och dess kurspåverkande effekter	63
3.1.	Värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av bolagens fastigheter	65
3.2.	Redovisat eget kapital enligt gamla och nya regelverk i relation till marknadens värdering	71
3.3.	Företagets information och dess kurspåverkande effekter	94
3.4.	Analys av annan information än den som lämnas av företagen själva	96

	Kapitel 4	103
4.	Slutsatser	105
4.1..	Värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av företagens fastigheter	105
4.2.	Redovisat eget kapital enligt gamla och nya regler i relation till marknadens värdering	106
4.3.	Företagens information och dess kurspåverkande effekter	107
4.4.	Analys av annan information än den som lämnas av företagen själva	107
4.5.	Förslag till fortsatt forskning	108

Bilagor

	Bilaga 01: Castellum	111
	Bilaga 02: Hufvudstaden	112
	Bilaga 03: Kungsleden	113
	Bilaga 04: Wallenstam	114
	Bilaga 05: Capona	115
	Bilaga 06: Ljungberggruppen	116
	Bilaga 07: Klöver	117
	Bilaga 08: Heba	118
	Bilaga 09: Fast Partner	119
	Bilaga 10: Brinova	120
	Bilaga 11: Procentuella kursrörelser i fastighetsbolagen under dagarna för lämnad information	121
	Bilaga 12: Procentuell kursuppgång eller kursnedgång (-) i fastighetsbolagen de dagar informationen lämnades	122
	Bilaga 13: Kontrollgruppens procentuella kursrörelser de dagar dessa företag lämnade bokslutskommunikéer och delårsbokslut	123
	Litteraturförteckning	125

FÖRORD

Att skriva en licentiatuppsats samtidigt som allt annat måste fortlöpa har inte varit lätt. När jag till sist bestämde mig för att komma till avslut med uppsatsen har jag av min handledare professor Thomas Polesie fått både intellektuellt och moraliskt stöd i riklig omfattning. Således ett stort tack till min handledare.

Ett alldeles särskilt stort tack vill jag också framföra till professorn i revisionsrätt Ulf Gometz som med stor nit och skicklighet granskat mitt manus i flera omgångar, vilket förutom att det bidragit till en bättre uppsats, också givit mig inspirerande idéer för framtiden.

Ett tack också till finanschefen och vice VD n på fastighetsbolaget Castellum Håkan Hellström, som framfört värdefulla synpunkter på mitt arbete.

Till sist vill jag också tacka min kollega ekonomie doktorn Hans Lindkvist vid Karlstads Universitet som med sin stora insikt i problematiken med att beräkna ett företags värde och sin gedigna kunskap om aktiemarknaden varit ett värdefullt bollblank för mina tankar och idéer under arbetets gång.

Enveten som jag är har jag inte tagit till mig alla de synpunkter som ovannämnda personer har haft på mitt arbete. Detta ger mig också möjligheten att ta på mig det fulla ansvaret för kvarvarande fel och brister i den nu framlagda uppsatsen.

SAMMANFATTNING

I Sverige infördes från den 1 januari 2005 ett nytt internationellt regelverk för redovisning i börsnoterade företag. Ett inslag i detta regelverk är IAS 40, som behandlar på vilket sätt fastighetsbolag som innehar förvaltningsfastigheter skall redovisa dessa. Begreppet verkligt värde spelar en central roll i dessa regler. Balansräkningen kan nu inrymma dessa värden till skillnad från tidigare då man redovisat fastigheterna med utgångspunkt i dess anskaffningsvärden.

Syftet med uppsatsen är att analysera om och på vilket sätt företagen anpassat sig till de möjligheter som det nya regelverket erbjuder samt att bedöma hur företagets redovisade egna kapital kommer att förändras genom värdering till verkligt värde. En analys av marknadens reaktion på den information som lämnats i bokslutskommunikéer för år 2004 och den första delårsrapporten för år 2005 har också genomförts samt en mindre analys av annan information som kan ha kurspåverkande effekt.

Slutsatsen är att alla de undersökta företagen kommer att utnyttja möjligheten att redovisa till verkliga värden även i balansräkningen. Det förefaller dock tveksamt om företagen verkligen fullt ut tillämpat IAS40 på det sätt som föreskrivs.

Det nya regelverket bidrar till väsentligen bättre överensstämmelse mellan företagets redovisade egna kapital och företagets värde på börsen. Anpassningen till börsvärdet den 31 december år 2004 var ca 85 procent, vilket är väsentligen mycket bättre än börsbolagens genomsnitt och hela 30 procent över vad en redovisning utifrån anskaffningskostnadsprincipen skulle ha bidragit till i de undersökta bolagen.

Den information som lämnades av fastighetsbolagen med bl.a. jämförande information i balans- och resultaträkningsform enligt det nya regelverket synes inte ha haft någon betydelse för marknadens bedömning. Informationen i kvartalsrapporterna har inte heller haft någon påverkan på aktiekursen, i vart fall inte på kort sikt. Fastighetsbolagen tycks också ha mindre kursrörelser än andra bolag. Detta är särskilt påtagligt vid rapporteringsdagarna då marknadens aktörer synes vara helt "lugna".

Tidningsartiklar av ekonomijournalister tycks ha mycket mer kurspåverkande effekt än den information som lämnas av företagen själva och det är av detta skäl och av ovannämnda skäl också svårt att hävda att de undersökta fastighetsbolagens redovisning haft någon avgörande betydelse som beslutsunderlag för investerare vid tiden för den genomförda undersökningen.

Kapitel 1

Studiens utgångspunkter

Bakgrund

Problem

Forskningsfråga, syfte och avgränsning

Metod

1

Studiens utgångspunkter

I detta kapitel kommer bakgrunden till valet av uppsatsämne att redovisas och problemområdet kommer att analyseras. Forskningsfrågan, syfte och avgränsningar har också tagits in i kapitlet.

1.1

Bakgrund

Till vad skall man ha balansräkningen? Före 1980-talet hade balansräkningen ett annat syfte än vad den har idag. Västersidan av balansräkningen sågs som ett instrument att visa vilka skattemässiga återstående avdrag man hade för framtiden medan högersidan utvisade företagets betalningsansvar mot omvärlden. Idag är det mera naturligt att se balansräkningen som ett medel att bedöma företagets framtida nettokassaflöden. Det är rimligt att påstå att tillämpningen av det ena eller andra synsättet på balansräkningens uppgift får stora återverkningar på sättet att skapa dessa balansräkningar. Det förstnämnda synsättet framstår som ganska okomplicerat i jämförelse med det senare. Att hålla ordning på vad som hänt är utan tvivel enklare än att bedöma vad som skall hända.

Som deltagare i praktiskt redovisningsarbete allt sedan 1960-talets mitt har jag sett det som en viktig del i redovisningsarbetet att konstruera balansräkningen med utgångspunkt i skatteintressen, dvs. med inriktningen att korrekt bestämma årets skattemässiga avdrag (resultaträkningen) och framtida avdrag (balansräkningen).

Det känns därför naturligt för mig att nu reflektera över verkligt värde i balansräkningen och den förändrade betydelse som balansräkningen nu får år 2005 när svenska företag, i första hand börsnoterade, måste anpassa sig till det internationella regelverk som inrymmer uppfattningen att redovisning till verkligt värde är bättre än redovisning till historisk anskaffningskostnad. Min illustration av problemet kommer att utgå från några börsnoterade fastighetsbolag som innehar förvaltningsfastigheter och detta beror på att det är dessa bolag som är "först ut" med detta nya regelverk.

I Sverige gäller från år 2005 den internationella redovisningsregeln IAS40, Investment Property (förvaltningsfastigheter). Från att tidigare redovisa fastighetsinnehaven till den historiska anskaffningskostnaden med avdrag för årliga planmässiga avskrivningar kan man nu också redovisa fastigheterna till verkligt värde även i balansräkningen.

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

Genom erfarenheter av redovisning i praktiken allt sedan mitten av 1960-talet har jag i hög grad konfronterats med det gamla synsättet på redovisning. Det vore tidigare otänkbart att komma till banken och säga att företagets balansräkning inte grundades på redovisningsregler utan i stället på det som var en sann bild av verksamheten. Något mera seriöst sågs det att hävda att balansräkningen var felaktig eftersom man följde gällande regelverk, men att man av denna anledning också visade upp en "sidedovisning" med de verkliga förhållandena. Ofta sågs dock inte heller detta som seriöst. Banken menade att endast balansräkningen kunde utgöra underlag för utlåning.

Idag år 2005 är situationen något mera komplex. Förutom bankfinansiering är nu också aktiemarknadsfinansiering mycket mera vanlig än på den tiden. Kraven på information till finansiärer borde därför rimligen vara högre men också olika. Vilken redovisningsprincip skall nu ha företräde, försiktighet eller kravet på rättvisande bild? Denna fråga ställs i detta sammanhang endast som ett exempel på de problem som finns.

Det är rimligt att anta att det kan påvisas både för- och nackdelar med att redovisa på det ena eller andra sättet. EU har tagit upp problemet redan år 1995 i ett dokument med titeln "Prudence and Matching". Dokumentet handlar om försiktighetsprincipen och matchningsprincipen och här tar man upp ett antal svåra problem gällande inte bara vilken princip som skall användas utan också vad innebörden i begreppen är och de olika synsätt som kan finnas mellan olika länder och kulturer. Nu när möjlighet finns att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde, kan man

reflektera över om detta är ett avsteg från försiktighetsprincipen och/eller en övergång till matchningsprincipen och vilka konsekvenser detta kan få för redovisningens relevans.

I dokumentet från 1995 som framtagits av Accounting Advisory Forum¹ diskuteras bl.a. tolkningssvårigheter vad det gäller begreppen "försiktighet" och "matchning". Man konstaterar att det på intet sätt kan påstås vara en matematisk frågeställning utan i stället handlar frågan subjektiva bedömningar. Man påpekar att bedömningarna kan vara ganska olika även inom EU-området och att detta i mycket har med olika uppfattningar om redovisningens syfte att göra. Redovisning kan t.ex. handla om att bestämma utdelningen till aktieägarna och information till kreditgivare eller kan det handla om att förse investerare med bra beslutsunderlag. Även om man begränsar problemen till ett specifikt företag kan konstateras att bedömningarna kan vara olika från tid till annan. Något visst år kan man vara försiktighetsorienterad för att det finns behov av att få ned företagets resultat och något annat år kan det vara tvärt om, hävdar man i dokumentet. I detta fall kan man vara mer matchningsorienterad. Det är därför redan inom ett så begränsat område som EU svårt att hantera dessa begrepp utifrån likvärdiga förutsättningar och det är inte heller möjligt att eliminera dessa skillnader, menar man i detta dokument.

Det finns också avsevärda svårigheter att implementera begreppen med hänsyn till språkskillnader. Ett och samma begrepp kan också tolkas olika i olika länder beroende på kulturella skillnader, historia och traditioner. Detta innebär att även om man skulle kunna komma överens på ett principiellt plan kommer troligen skillnader att finnas i användningen av dessa begrepp i praktiken.

Det är rimligt att hävda att redovisningen skall, enligt Accounting Advisory Forum, visa vad som faktiskt hänt i företaget istället för att visa hur det kommer att gå i framtiden. Olika synsätt på redovisning leder dock till olika tolkningar av gemensamma principer samtidigt som länderna har skilda verkligheter att ta hänsyn till.

¹ Directorate-General XV, Accounting Advisory Forum, Internal Market and Financial Services, *Prudence and Matching*, 1995

Om tolkningsutrymmet för "försiktighet" är stort skall man ha klart för sig 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. Denna konflikt finns dock inte i det fall man uppfattar matchning som en bokföringsregel och försiktighet som en bedömningsfråga som leder fram till en rättvisande bild av företagets verksamhet, enligt dokumentet "Prudence and Matching".

Accounting Advisory Board vill med sin skrift "Prudence and Matching" visa att det åtminstone när dokumentet skrevs 1995 fanns skilda uppfattningar om hur begreppen kunde tolkas och att det också fanns skilda uppfattningar om begreppens relation till varandra.

Svårigheterna kring tolkningar av dessa begrepp kan, enligt min mening, inte heller anses bli mindre betraktat i ett internationellt perspektiv, där man ännu idag kan finna i vart fall två skilda uppfattningar om redovisning i det som man brukar beteckna som anglosaxisk- och kontinental redovisningskultur.

Ännu en dimension är att redovisningens "huvudmän" har olika intresseförankring i olika delar av världen. Även om nationella parlament i slutändan har den formella kontrollen över reglerna och dess utformning, är det genom privata institutioner de internationella reglerna utformas. Genom studier av dokument som tillkommit genom dessa organisationer/institutioner kan man dra slutsatsen att det privata ställer stora krav på att det parlamentariska statliga skall hålla sig utanför denna process. Dessa tendenser synes vara mest påtagliga inom den anglosaxiska sfären och man kan förmoda att det i ett internationellt perspektiv finns stora intressemotsättningar med avseende på reglernas utformning och med avseende på hur olika begrepp skall tolkas och tillämpas.

Som ett sista moment i min bakgrundsbeskrivning av problemet "verkligt värde i balansräkningen" vill jag också här ge en kort inblick i de or-

ganisationer som är involverade i den internationella redovisningens reglering.

I ett längre perspektiv kan man konstatera att det varit många organisationer och intressen som varit involverade i frågan hur reglerna för företagens redovisning bör se ut. Några av dessa organisationer har med åren fått mera makt medan andra mindre. Nya organisationer har tillkommit och någon tidigare viktig organisation har upplösts. I det följande kommer jag att ge en kort resumé över hur det organisatoriska läget i regleringsprocessen varit och hur det är nu. Syftet är att ge läsaren en inblick i regleringen och den omfattande process denna inrymmer.

En organisation som hela tiden stått i centrum är International Accounting Standards Committee (IASC) vars syfte vid starten genom privata initiativ var att verka för en global harmoniserad redovisning. Vidare har kapitalmarknadsorganisationen International Organization of Securities Commissions (IOSCO) varit en komponent i den pågående regleringsverksamheten samt den amerikanska statliga myndigheten Securities and Exchange Commission (SEC). En mycket viktig organisation i sammanhanget är Financial Accounting Standards Board (FASB) i USA som förutom att handa redovisningens reglering hemma, också ställer omfattande krav på den internationella regleringens innehåll och organisation. Även Europeiska Unionen visar sig vara intresserade av redovisningens reglering i ett globalt perspektiv på ett eller annat sätt, vad de än ursprungligen sagt om detta. Ytterligare organisationer som kan anses ha eller har haft påverkan på den internationella regleringen är den s.k. G4+1 gruppen samt European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), Kongressen i USA och den amerikanska revisorsorganisationen American Institute of Certified Accountants (AICPA).

International Accounting Standards Committee (IASC) var enligt egen uppgift² en oberoende organisation som verkade i den privata sektorn i syfte att uppnå en global harmonisering av redovisning. Ca 140 redovisningsorganisationer och 101 länder var medlemmar i organisationen omkring år 2000. Organisationen har haft sitt säte i London.

² IASC s hemsida: <http://www.iasb.org>

IASC grundades 1973 genom en överenskommelse mellan redovisningsorganisationer i Australien, Kanada, Frankrike, Tyskland, Japan, Mexico, Nederländerna, Storbritannien, Irland och USA. De rekommendationer som utarbetats har inte bara använts i länder som varit medlemmar av IASC utan kunde också användas fritt av vem som helst.

Den ursprungliga tanken med skapandet av IASC kan härledas från en engelsk revisor, som tog initiativet till skapandet på grund av EU:s aktiviteter med framtagandet av redovisningsdirektiv för EU. Detta sågs i England som ett hot mot den anglosaxiska redovisningstraditionen. Eftersom initiativtagaren var revisor kom detta också att prägla organisationens vidare verksamhet.

IASC utformade standards för internationell redovisning, s.k. International Accounting Standards (IAS). Organisationen gjorde för några år sedan en undersökning vars syfte var att påvisa acceptansen av de rekommendationer man utfärdat. Man har då funnit, som man säger, att hundratalens företag världen över har i sina årsredovisningar för 1997 förklarat att man följer IAS "fullt ut" och många fondbörser accepterade också IAS för multinationella företag. År 2001 hade IASC lyckats ta fram en avsevärd uppsättning av standards och också fått "godkänt" från sin "huvudman" IOSCO i framtagandet av dessa standards.

Acceptansen för IAS kom i första hand inte från de större länderna. Schweiz är det land som synes ha flest företag som sagt sig följa IAS. Därefter kommer Kuwait och Kanada. Sverige låg vid denna tid på sjätte plats. Många länder i tredje världen har förklarat sig mycket nöjda med att det nu fanns en internationell standard att följa.

Syftet med verksamheten har som framgår av IASC:s konstitution varit att:

"formulate and publish in the public interest accounting standards to be observed in the presentation of financial statements and to promote their worldwide acceptance and observance; and to work generally for the improvement and harmonisation of regulations, accounting standards and procedures relating to the presentation of financial statements".

IASC var till en början en helt fristående organisation, men år 1983 upprättades ett nära samarbete med International Federation of Accountants (IFAC). Detta kom att innebära att alla medlemmar i IFAC också blev medlemmar i IASC. IFAC är i första hand en revisorsorganisation.

IASC kom med tiden att drabbas av problem vad det gällde dess acceptans som standardsättare.³ Ett av dessa problem var att IASC hade gjort ett antal stora revideringar av standards i en riktning att de efter år 1995 i allt högre grad kommit att avvika från de nationella standards som framtagits i USA och UK. Detta torde ha utgjort en av de grundläggande orsakerna till krav på reformering av IASCs organisation och inriktning. Till detta kom svårigheten att det för USA var revisorsorganisationen AICPA som var medlem i IASC och inte FASB, som ändå måste betraktas som den stora och starka organisationen vad det gäller framtagande av nationella standards i USA.

Allt sedan organisationen startade 1973 har den arbetat utan direkt legitimitet från något håll, dessutom i kamp mot det mäktiga FASB i USA. År 1993 gjorde IASC och IOSCO en överenskommelse med den inre börden att det upprättades en förteckning över viktiga frågeställningar för användning vid upprättande av finansiella rapporter för multinationella företag och investerare och att IASC skulle ta fram lämpliga standards. I slutet av 1999 ansåg IASC att man hade uppfyllt sitt åtagande mot IOSCO och i maj år 2000 godkände också IOSCO IAS-reglerna för användning som internationell standard. Detta var troligen en av IASCs största framgångar. Nu förväntade man sig också att SEC skulle godkänna IAS för användning i USA med avseende på multinationella företag som verkade där. Så blev det dock inte. Krav på en reformering av IASC ledde istället fram till ett antal förändringar och en reformerad organisation tog form under år 2001. Kraven på detta kom framför allt från FASB i USA, en organisations som vid denna tid trots sitt engagemang och sin makt ännu inte hade blivit medlemmar i IASC.

SEC hade vid slutet av 1999 allvarliga funderingar på att godkänna IAS för användning i USA. Detta blev "för mycket" för FASB, som gick till hårt angrepp på SEC.⁴ I ett brev från FASB till SEC redovisade FASB

³ Nobes, Christopher, *Comparative International Accounting*, Fourth Edition, Prentice Hall International, 1995, sidan 124

⁴ Financial Accounting Standards Board, *Brev från Edmund Jenkins, Chairman, 5 juni, 2000*

sin syn på sin egen roll men också på hur IASC borde se ut. Detta var det definitiva startskottet för IASCs s.k. reformering. Om denna innebar en helt ny organisation eller om det bara handlade om kosmetiska förändringar vill jag återkomma till i ett annat sammanhang. I vart fall kan redan nu konstateras att ändringar gjordes i den gamla organisationens struktur och målsättning och ur detta uppstod **International Accounting Standards Board (IASB)**, nu med FASB som medlem.

Det är av det här sagda, enligt min mening, inte på något sätt osannolikt att komma fram till slutsatsen att redovisningens internationella reglering inrymmer en maktkamp och att denna maktkamp också borde få konsekvenser för reglernas utformning.

1.2

Problem

I alla tider har redovisning utvecklats i samklang med olika civilisationers kulturella utveckling. Förr i tiden sågs redovisning utifrån matematiska aspekter, så t.ex. Pacioli på 1400-talet.⁵ Syftet med redovisning var då inte lika omstritt som i dagens samhälle. Man redovisade vad man hade och varför man hade något, dvs. man upprättade en balansräkning och en resultaträkning. Vad man skulle ha denna redovisning till uppfattades inte som någon kontroversiell fråga.

Historiskt sett kan man påvisa hur de ansvarsförhållanden som ligger till grund för redovisningen utvecklats. Från 1300 - talets Italien där ansvaret för anförtrodda resurser skapade behov av dubbel bokföring till 1600-talets Frankrike där den ekonomiska nedgången med stor omfattning av ekonomiska sammanbrott i företagen framtvungade den första europeiska bokföringslagen år 1673 med syfte att skapa ett skydd för långivarna.⁶

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. Truebloodrapporten⁷ från 1973 vars inledande ord är:

⁵ Grandell Axel, *Redovisningens utvecklingshistoria*, Tidskrifts AB Företagsekonomi, Göteborg, 1972

⁶ Jönsson Sten, *Eliten och normerna, Drivkrafter i utvecklingen av redovisningspraxis*, Doxa Ekonomi, Lund, 1985

⁷ AICPA, *Objectives of Financial Statements*

"Accounting is a social system much like language and law. As such it tends to evolve by adopting to its environment".

De två världskrigen har också haft sin betydelse för redovisningens utveckling. Brist på resurser och central mobilisering av resurser krävde underlag för priskontroll och intern styrning, vilket leder fram till krav på normalkontoplaner och standardisering av redovisningen. Efterkrigstidens krav på planering har också bidragit till förskjutningar i redovisningens syften. Från att enbart vara ett kontrollinstrument för utkrävande av ansvar anser man numera att redovisning skall kunna användas som underlag för beslutsfattande för framtiden.

Som en konsekvens av demokratiseringssträvande i näringsliv och samhälle finns nu också stora nya grupper användare av redovisningsinformation vilket bl.a. bidragit till sådana redovisningsbehov som social redovisning, redovisning av mänskliga resurser samt miljöredovisning.⁸ De nya grupperna anlägger andra perspektiv på redovisning än vad företagsledningen gör. Här får man anta att det uppstått förstälseproblem 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 maktbärare företräder.

Idag kan man skönja en maktkamp mellan det amerikanska sättet och det europeiska sättet att se på redovisning. Detta kan bl.a. ha sin grund i sättet att finansiera företagets verksamhet. Förr i tiden var bankerna den naturliga källan till finansiering. Från 1970-talet har företagen dock allt mer sökt sin finansiering på "den fria marknaden". 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.

Under 1980/1990 - talet har marknaden för finansiering gått över nationsgränserna och kapitalmarknadernas globalisering kommer därmed att ställa ökade krav på en internationell harmonisering av företagets re-

⁸ Jönsson Sten, Tidskriften Balans nr 2, 1980

dovisningsrapporter. Det är då naturligt att USA som är världens största kapitalmarknad kommer att ställa krav på redovisningsinformation som överensstämmer med deras nationella intressen och inte minst av den anledningen att USA utvecklat mångfald fler redovisningsrekommendationer än andra delar av världen och även det faktum att man tidsmässigt ligger långt före.

Bengt Rydén vid Stockholms fondbörs har 1997 beskrivit redovisningsproblemen vid denna tidpunkt på följande sätt⁹

”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”.

”Frågan om vem eller vilka som bestämmer över villkoren för företagens redovisning – makten över redovisningen – är långt ifrån så trivial som man i förstone kunde tro. Vilka principer skall gälla för grad av öppenhet, för värdering av tillgångar, för bedömning av risker, för standardisering och jämförbarhet, för snabbhet och frekvens i rapporteringen? Svaren på dessa och liknande frågor är långt ifrån givna och har stor betydelse för redovisningsinformationens producenter och konsumenter”. ”Hur skall reglering och tillsyn av redovisningen organiseras? Vilken roll skall staten ha och vilken roll skall den privata sidan, marknaden ha”?

Att bestämma värdet på en tillgång med utgångspunkt i den historiska anskaffningskostnaden har tidigare ansetts vara en säker grund för värdering, både i anglosaxisk och i kontinental redovisningskultur. Metoden har ansetts bygga på objektivitet och verifierbarhet.¹⁰ Objektiviteten har sin förankring i uppfattningen att man bedömer något som faktiskt redan inträffat och 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 anskaffningskostnad. Dessutom bygger metoden på den allmänt vedertagna realisationsprincipen, vilken innebär att man skall redovisa en

⁹ Edenhammar Hans, Hägg Ingemund, (red.), *Makten över redovisningen*, SNS Förlag/FAR, 1997

¹⁰ Statements of Financial Accounting Concepts, Nr. 2, *Qualitative Characteristics of Accounting Information*

företeelse då den faktiskt har inträffat. En sådan situation föreligger då man konkret kan visa 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, enligt min uppfattning, konstateras att det nya regelverket inte väster samma avseende till dessa principer.

Principen om värdering till historisk anskaffningskostnad har varit så djupt rotad i redovisningens tänkande att den har uppfattats som dess grundbult eller kärnfråga.¹¹ Principen har ansetts vara själva förutsättningen för en bra redovisning. Chambers¹² har beskrivit argumenten för värdering till historisk kostnad genom bl.a. att hänvisa till förvaltar-skapsteorin. "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 and must give an account of what he recieved and what he returned. Historical cost is consistent whith that".¹³ En av aspekterna av förvaltarskapsteori är således principen om värdering till historisk anskaffningskostnad. Dessutom är värderingsmetoden en mycket gammal och hävdvunnen princip enligt vilken det är en självklarhet att inte redovisa på något annat sätt. Ytterligare argument kan man finna till förmån för denna princip i samband med den stora börskraschen i USA¹⁴ år 1929. Situationen var nämligen den att man redan i början av 1900-talet tagit sig friheten att bryta mot principen till förmån för "current value accounting", dvs. värdering till marknadsvärden och man ansåg efter börskraschen 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 anskaffningskostnad. 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 "timeliness/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. Man ville nu helt enkelt fånga upp verkligheten vid varje redovisningstidpunkt i företagets balansräkning.

¹¹ Evans, Thomas G, *AccountingTheory-ContemporaryAccounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 313

¹² Chambers, R J, *Accounting Evaluation and Economic Behavior*, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, NJ, 1966

¹³ Evans, Thomas G, *AccountingTheory-ContemporaryAccounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 314

¹⁴ Evans, Thomas G, *AccountingTheory-ContemporaryAccounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 314

I USA kom man under 1960-talet fram till två viktiga ställningstaganden till förmån för värdering till marknadsvärden. Dessa formulerades i ARS1, ARS2 och ARS3¹⁵ samt i A Statement of Basic Accounting Theory (ASOBAT)¹⁶ genom Sprouze & Moonitz där man förkastar principen om värdering till historisk anskaffningskostnad till förmån för marknadsvärden och man uttryckte också uppfattningen att värdering till anskaffningskostnad inte längre var ett användbart mått att bestämma en tillgångs värde 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 ännu mogna att ta till sig denna redovisningsprincip, möjligen beroende på erfarenheterna från börskraschen några decennier tidigare. Därför valde ASOBAT att fastslå att man skulle redovisa både till historiskt anskaffningsvärde och till marknadsvärde, men grunden var ändå härmed lagd för ett redovisningens paradigmskifte bort från värdering till historisk anskaffningskostnad och fram mot en redovisning till marknadsvärden.

Under 1990-talet har man också lagt märke till en ny och annorlunda kritik mot principen om värdering till historisk anskaffningskostnad.¹⁷ Denna kritik kommer från aktieägare/investerare och har fått beteckningen "förmögenhetseffekten". Man vill med denna beteckning visa att aktiekurser har ett samband med redovisning och att aktiekurser också kommer att påverka välfärden bl.a. genom ökad vilja att ta beslut om ökad konsumtion vid högre aktiekurser. Aktiemarknadens förhållnings sätt till redovisning och värdering och till redovisningens uppgift i samhället blir därmed mera påtaglig och dominant.

Financial Accounting Standards Board (FASB), som sedan 1973 av den i USA statliga myndigheten Securities and Exchange Commission (SEC) givits det legitima ansvaret för redovisningens reglering därstädes har blivit en stark förespråkare för värdering till marknadsvärden. Detta framgår klart genom att de av FASB framtagna SFAS som ersättning för de

¹⁵ Accounting Research Study nr 1, 2 och 3

¹⁶ American Accounting Association, *A Statement of Basic Accounting Theory*, 1966

¹⁷ Evans, Thomas G, *AccountingTheory-ContemporaryAccounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 316

regler som tagits fram av Accounting Principle Board (APB) jämförs.¹⁸ FASBs syn på värderingsfrågan kom också starkt att påverka det nya ramverk som togs fram för redovisning i USA under 1970-talet, där FASB var den ledande kraften. Framtagandet av detta ramverk kom att bli startpunkten för en ny kapitalmarknadsinriktad redovisning,¹⁹ men en långt ifrån okontroversiell fråga under de kommande 20 åren i USA och ännu i nutid i den kontinentala redovisningstraditionen. FASB ville inte som sina föregångare Committee on Accounting Procedure (CAP) eller Accounting Principle Board (APB) skapa regler utan att ha en teori i grunden och denna teori blev den s.k. kapitalmarknadsteorin.²⁰ Enligt denna teori är redovisningens uppgift att förse kapitalmarknaden med relevant beslutsunderlag för användning vid beslut om att investera eller att lämna ett befintligt investeringsåtagande. På detta stadium i processen kan man enligt min mening påstå att grunden också lades för det inflytande som investerare senare också gjort anspråk på över redovisning och en allt mer påtaglig önskan att redovisning skall regleras i den privata marknaden och inte genom parlamentarisk lagstiftning.

Nu år 2005 kan vi konstatera att vi har möjlighet att redovisa våra värderingar till verkligt värde även i balansräkningen i några fall. Detta gäller förvaltningsfastigheter (IAS40) och Jord- och skogsbruk (IAS41) och är en konsekvens av EU:s förordning om att EU:s medlemsländer fortsättningsvis fullt ut skall följa IAS/IFRS regelverk åtminstone för de börsnoterade företagen. Det skall dock uppmärksammas att IASB varit för-siktiga i sitt krav på värdering till verkligt värde. Man säger att:²¹

"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 mot att utvidga en metod som bygger på verkligt värde till att användas även när det gäller icke-finansiella tillgångar. Vissa menar också att vissa fastighetsmarknader inte är tillräckligt utvecklade för en metod som bygger på verkligt värde skall

¹⁸ Evans, Thomas G, *Accounting Theory-Contemporary Accounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 317

¹⁹ Evans, Thomas G, *Accounting Theory-Contemporary Accounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 146

²⁰ Gröjer, J E, *Grundläggande redovisningsteori*, Studentlitteratur, femte upplagan, sid. 26

²¹ *Internationell redovisningsstandard i Sverige*, 2003, sid. 434-435

kunna fungera tillfredsställande. Dessutom anser vissa att det inte är praktiskt genomförbart att skapa en exakt definition av begreppet förvaltningsfastighet och att detta innebär att det är praktiskt genomförbart att för närvarande kräva en värderingsmetod som bygger på verkligt värde."

"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."

Det ovan citerade är således uttalanden från IASB, det internationella förbundet för redovisningens globala reglering. Det råder, som vi kan se, en viss försiktighet hos IASB när det gäller en övergång från principen om historisk kostnad till marknadsvärden. EU:s hållning till verkligt värde är ännu mer försiktig. Jag citerar från förordet till *Internationell redovisningsstandard i Sverige*: "EU har antagit alla IAS utom två som är under bearbetning - nr 32 och 39..... Dessa behandlar finansiella instrument".²² Vidare säger man att: "Det är också viktigt att den föreskrivande kommittén för redovisningsfrågor i ett tidigt skede underlättas om kommissionen har för avsikt att föreslå att en internationell redovisningsstandard inte skall antas."²³ Detta innebär att EU har förbehållit sig rätten att inte anta nya regelverk från IASB och det finns enligt min mening anledning att tro att dessa, som skall ha beteckningen IFRS, kan bli många under de närmsta åren. Även om många reglerare, redovisare och även marknaden anser frågan om redovisning och värdering till verkligt värde avgjord måste man beakta den möjlighet eller det hot som EU framför gällande kommande regelverk. Ännu är det också endast ett fåtal företeelser som kan redovisas till verkligt värde.

²² *Internationell redovisningsstandard i Sverige*, 2003, sid. 5

²³ *Internationell redovisningsstandard i Sverige*, 2003, sid. 12

1.3

Forskningsfråga, syfte och avgränsning

Problemet som beskrivits i föregående kapitel väcker ett stort antal frågeställningar. Syftet med denna uppsats är att belysa och besvara några av dessa frågeställningar. Det övergripande syftet är att analysera hur företags redovisade egna kapital kommer att förändras genom en övergång från värdering av förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar till värdering till verkligt värde. Vidare kommer jag också att undersöka om företagen kommer att lämna det gamla regelverkets enda möjliga redovisningsmetod till förmån för det nya i regelverket IAS 40 och vilka problem de i så fall ser framför sig.

Det kan redan nu sägas att alla de undersökta företagen har bestämt sig för att redan från år 2005 tillämpa möjligheten att tillämpa verkligt värde även i balansräkningen.

Som några delsyften har jag av denna anledning också funnit det intressant att analysera marknadens eventuella reaktion på den information som lämnats i bokslutskommunikéer för år 2004 och den första delårsrapporten för år 2005. Till sist kommer jag också beskriva vad som kan inträffa med börskursen när tidningsjournalister "säger sin mening". Beträffande dessa delsyften vill jag dock särskilt framhålla att jag inte på något sätt vill göra gällande att jag tagit fram bevis för att det faktiskt är på ett visst sätt. Några indikationer på hur det möjligen kan vara är vad jag vill bidra med.

Syftet med uppsatsen är, som sagt, inte att bevisa något utan endast att illustrera eller bidra till viss förklaring av de redovisningsförändringar som kan komma att ske vid tillkomsten av det nya regelverket IAS/IFRS och dess tillämpning i Sverige och att besvara ovan nämnda frågeställningar. Avgränsningen görs på så sätt att jag endast tar upp fastighetsbolag i Sverige som innehar förvaltningsfastigheter och som dessutom är börsnoterade och detta beror på att det i dessa företag är första gången man kan redovisa materiella anläggningstillgångar till verkligt värde i Sverige.

De fastighetsförvaltande bolagen, liksom också många andra bolag, har bland sina tillgångar också finansiella instrument. Även dessa kan enligt

IAS 39 redovisas till verkligt värde. Vid en genomgång av de undersökta fastighetsbolagens innehav av finansiella instrument har jag funnit att värdet av dessa är mycket ringa i förhållande till den övriga tillgångsmassan, så ringa att de saknar betydelse för att uppfylla denna undersöknings syfte.

Fokus kommer att riktas på det problem som gäller redovisning till verkligt värde kontra anskaffningsvärde och vilken betydelse detta kan ha för redovisningens relevans. Vidare kommer jag att göra en bedömning av vilka faktorer som kan tänkas påverka börskursen i fastighetsbolagen.

Genom tiderna har ibland balansräkningen haft större betydelse än resultaträkningen, ibland tvärt om. Just nu när de nya regelverken för fastighetsbolag införts kan man nog påstå att balansräkningen är i fokus. En av mina avgränsningar är också, som uppsatsens titel antyder, att inte primärt diskutera problemet med utgångspunkt i ett resultaträkningssynsätt. Avgränsningen bygger på den uppfattningen att det med det nya regelverket är balansräkningen och kassaflödet som är av intresse för investerarna. Med detta har jag också sagt att det är förhållandet mellan företags redovisning och investerarna (ägarna) som är uppsatsens fokus. Andra intressentgruppers perspektiv kommer därmed inte att behandlas, då detta enligt min mening skulle föra in uppsatsen på andra problemområden. Begreppet "verkligt värde" behandlas dessutom endast med utgångspunkt i vad som sägs i IAS 40 och detta med samma motivering.

1.4

Metod

Företagets ekonomiska redovisning är 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 påverka.²⁴ Denna skiljelinje ser vi ännu idag i gränsdragningen mellan naturvetenskapen och humanvetenskapen. Naturen har ansetts som lagbunden och opåverkbar men också genom sin lagbundenhet förutsägbar. Mänskliga

²⁴ Liedman, *Mellan det triviala och det outsägliga* sid. 9

handlingar anses oftast inte som lagbundna men påverkbara och är därför genom sitt unikum också oförutsägbara.

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 konsumenterna av denna (kapitalmarknaden)?

Aristoteles skilde mellan teoretiska och praktiska kunskaper. Han gjorde här åtskillnad på vad som människor kunde påverka och vad man inte kunde påverka. Det teoretiska handlar om sådant som människan inte kan påverka (sådant som var lagbundet) och det praktiska om sådan som människan hade frihet och möjlighet att påverka.²⁵ Sådana företeelser som statskunskap, sociologi och ekonomi anses ha stora likheter med det som Aristoteles kallade praktiska vetenskaper (moralvetenskaper) och bör rimligen 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 man idag brutit ut från humanvetenskaperna och givit dem beteckningen samhällsvetenskaper.

Skiljelinjen mellan naturvetenskap och humanvetenskap är enkel att göra. 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 begreppsparat *nomotetisk-idiografisk*²⁶ 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 överensstämja med begreppen nomotetisk och idiografisk. Uppfattningen blev att samhällsvetenskapen är nomotetisk/lagbunden medan humanvetenskapen är idiografisk/icke lag-

²⁵ Liedman, *Mellan det triviala och det utsägliga* sid. 12

²⁶ Liedman, *Mellan det triviala och det utsägliga* sid. 12

bunden. Både samhällsvetenskapen och humanvetenskapen handlar om mänskliga företeelser. Samhällsvetenskapen, dit bl.a. ekonomivetenskap hör, anses dock i många avseenden innehålla lagbundna inslag²⁷ till skillnad från humanvetenskaperna.

Forskning inom redovisning är en sen företeelse, där den naturvetenskapliga (positivistiska) metoden har haft ett starkt inflytande. Från 1970-talet och framåt har dock redovisningsforskningen kommit att använda även andra metoder. De olika metoderna har delvis olika uppfattning om vad som kan räknas som kunskap. Man kan som en illustration över utvecklingen starta med frågan om föreställningar om den fysiska och sociala verkligheten,²⁸ *ontologin*, och kriterierna för vad som kan räknas som kunskap, *epistemologin*. Ontologiska föreställningar avser antaganden om studieobjektets natur. Den empiriska världen och de företeelser man betraktar kan antas vara på ett visst sätt. Den kan exempelvis vara objektiv och oberoende av människan och man kan mäta och observera olika fenomen i denna objektiva verklighet. 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 också 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.

En positivistisk (naturvetenskaplig) ansats innebär att man ser den studerade företeelsen som identifierbar och konkret samt uppdelningsbar 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 (hermenuetisk) ansats utgår från att den studerade företeelsen är en social konstruktion, som påverkas av människor i aktion och

²⁷ Liedman, *Mellan det triviala och det utsägliga*, sid. 14

²⁸ Burrell, Gibson & Morgan, Gareth, *Sociological Paradigms and Organisational Analysis*, Biddles Ltd., Great Britain, 1988

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 bestämt, de berättar helt enkelt historier och det viktigaste resultatet är inte själva historien utan de begrepp som ges ett innehåll genom historien och sedan kan användas i andra historier. Kraften i den tolkande forskningen är att den är just begrepps- och meningsskapande."²⁹ 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. Man skall därför inte, om man förfäktar denna ansats, ens försöka låtsas att man bedriver värderingsfri forskning.

Med denna vetenskapsteoretiska grund uppfattar jag metoden för min uppsats som i huvudsak tolkande. De slutsatser som dras gäller endast det undersökta materialet. Då detta omfattar de 10 större börsnoterade fastighetsbolagen i Sverige av ca totalt 20 sådana bolag kan det dock inte hållas för otroligt att slutsatserna kan vara giltiga även för dessa övriga bolag. Undersökningarna har gjorts genom analys av företagens årsredovisningar vilket inneburit att jag betraktat företagen på avstånd. Detta ser jag till skillnad från flera som en fördel.

²⁹ Jönsson Sten, FE-rapport nr 1990:302

Kapitel 2

Referensram

Några samhällsteorier som utgångspunkt för redovisningsteori

Redovisningsteori

Redovisningens externa uppgift
Redovisningens karaktär enligt objektiv redovisningsteori
Redovisningens möjliga syften
Subjektiva bedömningar i redovisningen

Värdena (balansräkningen), vinsten (resultaträkningen)
och pengarna (kassaflödet)

Förhållandet mellan företagets redovisning och aktiemarknaden

Det verkliga värdet - företagets redovisning eller marknadens bedömning?

Långsiktiga / kortsiktiga placerare och marknadseffektiviteten
Kortsiktiga placerares beslutsunderlag

Verkligt värde och dess redovisning i balansräkningen

Förutsättningar och argument för redovisning till verkligt värde i Sverige

Hur definieras begreppet verkligt värde enligt IAS 40?

2

Referensram

Detta kapitel behandlar redovisning och redovisningsrapportering utifrån fyra olika aspekter. Den första tar upp ett antal teorier, modeller eller antaganden om institutioner, makt, standardisering och likriktning samt också något om den neoklassiska teorin som får sägas utgöra grunden för uppfattningen att reglering och likriktning är till nytta. Den andra behandlar allmänna antaganden om redovisning och redovisningens roll i samhället och vilka idéer som har funnits genom tiderna med avseende på redovisningens uppgift. Vidare diskuteras begreppen, värde, vinst och kassaflöden samt även den för denna uppsats viktiga frågan hur förhållandet mellan företags redovisning och aktiemarknaden kan tänkas se ut. Till sist redogörs också för de förutsättningar och argument som IASB anger för redovisning till verkligt värde i balansräkningen och en definition ges av begreppet verkligt värde med utgångspunkt i IAS 40.

2.1

Några samhällsteorier och dess konsekvenser för redovisning

Redovisning beskrivs ofta utifrån rent tekniska aspekter. Skall t.ex. inkomstskatter beräknas utifrån de i en koncern ingående bolagens hemländers skattesatser eller utifrån den skattesats som gäller i det land där moderbolaget finns? Skall vi ha en redovisning av s.k. obeskattade reserver i de enskilda bolagen i koncernen eller skall vi följa koncernreglerna även i de enskilda bolagen? Skall vi tillåta val mellan olika alternativa redovisningsmetoder i en viss given situation? Frågan är om dessa åtminstone på ytan tekniska problem kan knytas till någon teori som kan förklara utvecklingen av externredovisning om man inte också tar in drivkrafterna bakom redovisningens utveckling i resonemanget. Redovisning kanske inte bara är en teknisk fråga?

Här kan **institutionell teori** vara ett verksamt hjälpmedel till förklaring av den utveckling som pågår. Institutionsbegreppet används som beteckning för olika slags föreställningar, regler och beteendemönster samt även som ett uttrycksmedel för normer och traditioner.³⁰ Institutionen är ett sammanfattande begrepp för en uppsättning gemensamma före-

³⁰ Carlsson, Leif, *Framväxten av intern redovisning i Sverige 1900-1945*, Uppsala Universitet, Företagsekonomiska Institutionen, 2001, sid. 13

ställningar om hur verkligheten ser ut och om hur man bör bete sig i den.

Enligt Brunsson & Olsen³¹ 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 företeelser 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 neoklassiska ekonomiska teorin** från nyttoaspekter.

Forskningen om finansiellt agerande har mycket sin grund i den neoklassiska nationalekonomiska forskningen. Denna forskning bygger på ett antal antagande om samhället och individens natur. Man tar för givet att verkligheten är på ett visst sätt. Det går att identifiera tre sådana uppfattningar.³² 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 vinsterna på 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 är giltiga, så är det ändå så att standardiseringsrörelsen strävar mot att göra dem giltiga. Standardisering och jämförbarhet bygger på en positivistisk vetenskapsyn, enligt uppfattningen att det som kan jämföras också kan utgöra underlag för förutsägelser om framtiden. T.ex. anser man att årsredovis-

³¹ Brunsson, Nils & Olsson, Johan, P., *Makten att reformera*, Stockholm, Carlssons, 1991

³² Ryan, Bob, Scapens Robert W, Theobald, Michael, *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*, Harcourt Brace & Company, London, 1993

ningar som bygger på likartade förutsättningar kan aggregeras branschvis i syfte att ge statistisk information som vägledning för beslut. Dessa beslut skall påverka framtida kassaflöde för investerare.

Om man går tillbaka till 1920-talet kan man finna att den redovisningsforskning som då bedrevs³³ 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". Whittington³⁴ har beskrivet den förra forskningsinriktningen som det "empiriska induktiva synsättet" och det senare som det "deduktiva synsättet". Enligt det deduktiva synsättet försöker man utifrån neoklassiska ekonomiska teorier att komma fram till metoder för ideala vinstmätningar. En central uppfattning hos denna forskningsinriktning var och är att man måste kunna 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 vi har idag och den kamp som därmed nu också kan skönjas om makten över externredovisningens reglering. Ytterligare en orsak till utvecklingen anses ha varit börskraschen i USA i början av 1930 – talet. Man ställde nu krav på en enhetlig redovisning som skulle kunna tjäna som underlag för investerares beslutsfattande.³⁵

Tills sist skall i detta avsnitt några påpekanden om förhållandet mellan klassisk, neoklassisk teori och institutionell teori redovisas. 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 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 och därmed nämnde man sig också sådana frågor som möjligheten att mäta vinst på ett bra sätt. Vinstmätning hänger naturligt-

³³ Ryan, Bob, Scapens Robert W, Theobald, Michael, *Research Metod and Methodology in Finance and Accounting*, Harcourt Brace & Company, London, 1992, sid. 72

³⁴ Whittington, G, *Financial accounting theory - an overview*, British Accounting Review, 1986

³⁵ Evans, Thomas G, *Accounting Theory - Contemporary Accounting Issues*, Thomson, South-Western, sid. 313

vis också samman med frågan om på vilket sätt man skall värdera ett företags tillgångar.

Även institutionell teori intresserar sig för resursallokeringsfrågor, men inte utifrån pristeori utan i stället intresserar man sig mer för begrepp som tradition, makt och regler som drivkrafter till prisbildningen och resursallokeringen.³⁶ Den klassiska och neoklassiska teorins bidrag till redovisningsfrågorna är den positivistiska synen och nyttotänkandet vilket 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.

Genom makt kan man t.ex. framställa krav på likriktning av regler i ett globalt perspektiv. Enligt Brunsson³⁷ 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 nomer, 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 man se standardiseringen som en politisk eller ideologisk verksamhet med målet att påverka t.ex. hela kulturer mot en riktning att bli lika. Vad vi ser 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, man strävar mot effektivitet och likformig information till investerare var de än befinner sig. Därefter skall konstateras att det finns många krafter som anser att man är bäst på att handa frågan om externredovisningens standardisering. Det finns möjligen också krafter som inte vill att man skall uppnå en standardisering, i vart fall inte på villkor som man inte själva kan acceptera. Här finns i så fall en intressekonflikt.

³⁶ Sandelin, Trautwein, Wundrak, *Det ekonomiska tänkandets historia*, SNS Förlag, 1995, sid. 79

³⁷ Brunsson, Nils & Jacobsson, Bengt, *Standardisering*, Nerenius & Santérus Förlag, Stockholm, 1998

Denna kan gälla t.ex. anglosaxisk kontra kontinental redovisning, revisorer kontra näringsliv eller staten kontra det privata.

2.2

Redovisningsteorier

Detta avsnitt skall bidra med fördjupad insikt om redovisningens externa uppgift, hur den s.k. objektiva redovisningsteorin beskriver redovisning, möjliga syften med redovisning i ett subjektivt/normativt perspektiv samt något om möjligheterna till eller risken för subjektiva bedömningar vid värderingen av de poster som skall ingå i en balansräkning.

2.2.1

Redovisningens externa uppgift

Redovisning började som en praktisk handling utan någon teoretisk grund med syftet att fylla sådana olika behov som funnits vid olika tidpunkter i historien och så har det fortsatt. Behoven har varit olika i olika länder och kulturer och dålig redovisning har ebbat ut och ersatts med sådan som bättre passat behoven.³⁸

Som en första och grundläggande utgångspunkt kan dock fastslås att redovisning finns för att vara en tjänst till något eller till någras intressen. Det har åtminstone tidigare varit den uppfattningen att redovisning skall tjäna syftet att tillgodose ett flertal intressenter med relevant information som kan utgöra underlag för beslutsfattande. Exempel på intressenter är företagsledningen, ägarna, långivarna, de anställda, kunderna, leverantörerna, stat och kommun samt samhället i stort med bl.a. de som har riskerat sitt kapital i företagen och de som har för avsikt att göra detta. Denna intressentgrupp brukar numera kallas investerare.

Den redovisning som är avsedd för företagsledningens beslutsfattande är vad man kallar "management accounting" eller internredovisning, medan all annan redovisning kallas "financial accounting" eller externredovisning. Allt sedan 1930-talet har man varit av den uppfattningen att den externa redovisningen måste vara utformad på ett sådant sätt att den kan bedömas lika av dem som har för avsikt att fatta beslut med utgångs-

³⁸ Jönsson Sten, FE-rapport nr 1990:302

punkt i den lämnade informationen. Redovisningen behöver därför regleras, anses det. USA är det land som i modern tid varit både först och mest aktiva med denna reglering, detta troligen som en konsekvens av den stora börskraschen där i början av 1930-talet.

Externredovisningens legala rapporter består av en balansräkning, en resultaträkning och en kassaflödesanalys samt kompletterande information i form av noter och tilläggsupplysningar. I det svenska ramverket för externredovisning sägs att: "Bland de finansiella rapporternas användare ingår nuvarande och potentiella investerare, anställda, långivare, leverantörer och andra kreditgivare och även kunder, statliga myndigheter samt samhället i övrigt. Dessa intressenter använder de finansiella rapporterna för att tillgodose delar av sina skilda informationsbehov".

2.2.2

Redovisningens karaktär enligt objektiv redovisningsteori

Ramen för den objektiva redovisningsteorin kan enligt Hendriksen³⁹ beskrivas utifrån redovisningens syften, de miljömässiga postulaten, mätbegreppen och restriktionerna. Den objektiva teorin benämns objektiv av den anledningen att den tar frågan om vad redovisning skall användas till för givet. Det är frågor som helt enkelt inte behöver diskuteras.

Man utgår visserligen från vad man kallar "miljömässiga postulat" och "redovisningens syfte" men man behandlar frågeställningarna utifrån mycket avgränsade perspektiv. När man t.ex. diskuterar redovisningens syften, gör man det med hjälp av sådana begrepp som bör ses som medel för redovisning och inte som dess mål.

Redovisningens syfte är, enligt den objektiva teorin, att den skall vara relevant, verifierbar, neutral och kvantifierbar.

Att redovisningen skall vara relevant medför att den skall vara av så god kvalitet att den skall kunna ligga till grund för beslutsfattande.

³⁹ Hendriksen, Eldon S, *Accounting Theory*, Fourth Edition, Homewood, Illinois, 1982

Verifierbarheten har den innebörden att informationen skall vara objektiv och kunna styrkas. Ett sådant inslag i redovisningen utgörs av anskaffningsvärdeprincipen, vilken föreskriver att värdering och periodisering av förbrukning skall bygga på anskaffningsvärden.

Neutralitet är enligt Hendriksen⁴⁰ en svårhanterlig fråga. Han använder verifierbarhetsbegreppet som exempel och diskuterar begreppen historisk kostnad kontra marknadsvärden som utgångspunkt för svårigheten. Värderingen handlar om expertbedömningar och stora skillnader kan med tiden uppkomma mellan historiskt värde och nuvärde. Man måste därför göra avkall på verifierbarheten till förmån för neutraliteten. Att redovisningen skall vara kvantifierbar innebär att alla affärshändelser skall redovisas i siffror.

De miljömässiga postulaten är grundläggande antaganden om den ekonomiska, politiska och sociologiska miljö i vilken redovisningen skall fungera. Vilka miljöbetingelser som är relevanta varierar därför både i tid och rum. Postulaten berör frågor gällande redovisningsenhetens avgränsning. Avgränsningen av det s.k. intresseområdet avgör frågan om vilken information som är tänkbar i redovisningsrapporterna. Det finns ett antal olika teorier beträffande redovisningsenhetens relationer till sin omgivning och gällande vilka "intressenter" som skall sättas i förgrunden, där ägarteorin och enhetsteorin synes vara de mest framträdande.

Den s.k. ägarteorin (the proprietary theory) utgår från att det är företagets ägare som skall sättas i fokus. Redovisningen skall vara så utformad att ägarna får den information som är relevant för dem. Teorins främsta innebörd är att redovisningen skall fokuseras på mätning av förmögenheten. Företagets tillgångar skall uppfattas som om de vore ägarnas och skillnaden mellan dessa tillgångar och skulder utgör ägarnas förmögenhet. Företagets intäkter och kostnader avspeglar endast förändringar i ägarnas förmögenhet. Ägarteorin sätter således sitt fokus på balansräkningen.

Den s.k. enhetsteorin (the entity theory) ser företagsenheten som en från ägarna skild företeelse. Företagsledningen står i fokus, medan ägare och övriga finansiärer anses vara likställda intressenter. Bland skulderna, som

⁴⁰ Hendriksen, Eldon S, *Accounting Theory*, Fourth Edition, Homewood, Illinois, 1982, sid. 80

i detta fall ses som företagets förpliktelser mot omvärlden, inräknas även det egna kapitalet. Behovet av vinstmätning (periodisering) blir något mera framträdande hos denna teori i jämförelse med ägarteorin. Den vinst som kvarstår efter att minoritetsintresset fått sitt anses som hänförligt till ägarna.

Postulaten gäller även redovisningsenhetens utsträckning i tiden. Man förutsätter att verksamheten skall fortgå under obestämd tid. Fortvarupostulatet markerar därmed sambandet mellan förfluten tid och framtid. Behovet av riktiga periodiseringar samt bedömningar av framtiden har därför en central roll.

Beträffande användarrestriktionerna gäller följande. Redovisningsprinciperna måste, för att bli användbara, ofta modifieras något. Användarna har i praktiken begränsade möjligheter att hantera stora mängder data och tolka dem rätt. Detta medför ett antal restriktioner. Dessa kan sammanfattas i begreppen "materialitet/väsentlighet", "konsistens/jämförbarhet" och "aktualitet".

Materialitetsbegreppet har den innebörden att noggrannheten i behandlingen av en redovisningspost skall vara beroende av dess betydelse. Bedömningen skall göras med hänsyn till intressenternas beslutssituation och avser i första hand den formella uppställningen av rapporterna, men kan också avse frågor rörande periodiseringar/värderingar.

Konsistensbegreppet utgår från den ståndpunkten att redovisningshandlingarna skall vara jämförbara över tiden. Detta innebär att man bör använda samma mätprocedur från tid till annan. Om procedurerna ändras från ett år till ett annat bör man redovisa hur och varför dessa ändrats och även ange på vilket sätt detta påverkat företagets förmögenhet och resultat.

Jämförbarhetsbegreppet avser jämförelser mellan olika företag. Redovisningsrapporterna från olika företag bör vara så lika varandra som möjligt.

Aktualitetsbegreppet har den innebörden att man skall tillhandahålla snabb och återkommande information och dessutom bör värderingar göras så att de beskriver vad som är aktuellt just vid värderingstillfället.

Detta måste, enligt min mening, också innebära att den objektiva teorin egentligen inte tar avstånd från värdering till marknadsvärden.

Även mätrestriktionerna utgör en modifiering av de härledda redovisningsprinciperna. Restriktionerna har sin grund i sådana problem som osäkerhet om framtiden, brister i objektivitet och verifierbarhet, brist på neutralitet och opartiskhet, avsaknad av en stabil penningenhets och konservatism/försiktighet. Källor till osäkerhet om framtiden kan leda till felaktiga periodiseringar och detta leder både till en felaktig resultatmätning liksom felaktig förmögenhetsmätning.

Objektivitet i redovisningssammanhang innebär att mätning av vinst och förmögenhet inte är beroende av vem som utför mätningen. Mätningen skall vidare grundas på bevis i form av verifikationer. Ofta är det svårt att uppnå ett tillstånd där redovisningen kan betraktas som helt objektiv. Objektivitet och verifierbarhet är starka argument för värdering till historisk kostnad.

Neutralitet innebär att mätproceduren skall vara opartisk och leda fram till en riktig beskrivning av företagets egenskaper. Inte heller här är det lätt att vidmakthålla en neutral mätprocedure. Eftersom penningvärdet förändras saknas en stabil mätenhet. Detta medför svårigheter vid jämförelser i tiden.

Konservatismen på redovisningsområdet tar sig uttryck i försiktighet, vilket innebär att redovisaren väljer det lägsta av flera möjliga värden för tillgångar och det högsta vid värdering av skulder. Försiktigheten innebär en pessimistisk värdering framför en optimistisk.

De ovan redovisade mätrestriktionerna kommer att påverka och modifiera de härledda redovisningsprinciperna. Enligt Hendriksen är, som bäst, försiktighetsprincipen en mycket dålig metod att komma till rätta med osäkerhetsproblemen vid mätning av förmögenhet och resultat. I värsta fall kan informationsinnehållet ge en direkt falsk bild av företaget.

2.2.3

Redovisningens möjliga syften

Gröjer⁴¹ har redogjort för ett antal olika tänkbara uppgifter för den externa redovisningen. Beskrivningen är normativ (subjektiv) och handlar därför inte om hur det är utan i stället om uppfattningar om hur det borde vara. Han skiljer mellan följande möjliga synsätt:

Den *sanna resultatskolan* utgår från att det finns en objektiv verklighet och att denna beskrivs i de principer och normer som finns. Svårigheter kommer dock att uppstå när rådande paradigmer ifrågasätts. Det kan t.ex. gälla mätmetoder för företagets balansposter.

Beslutsmodellskolan har som utgångspunkt att man skall skapa modeller som passar för de specifika besluten. Gröjer menar att beslutsmodellen i princip är tilltalande, men att det inte finns någon allmänt accepterad teori som grund för externredovisning och att den passar bättre för tillämpning i internredovisning där specifika modeller finns för varje särskilt ändamål.

Kapitalmarknadsskolan ser externredovisning som ett medel att underlätta prissättningen av aktier på börsen. Den primära målgruppen blir därför investerare och finansanalytiker. Gröjer menar att även om modellen tycks vara den som är mest accepterad i dag, så finns det undersökningar som pekar på att redovisningens värde relevans har minskat. Detta indikerar att modellen inte klarar av att beskriva verkligheten som den är i dag.

Beteendeskolan handlar om att styra mot bra beslut oavsett hur väl data beskriver verkligheten. Beteendeskolan ser en poäng i att behandla språket i redovisningen på ett sådant sätt att den ger avsedda styreffekter.

Informationsvärdeskolan ser till vad värdet av informationen är i förhållande till dess kostnad där man skall väga nuvarande situation mot en där mer information finns tillgänglig i ett ekonomiskt perspektiv.

⁴¹ Gröjer, J E, *Grundläggande redovisningsteori*, Studentlitteratur, femte upplagan, sid. 26

Narrationsskolan ser redovisningens siffror som en berättelse författad av företagets bästa historieberättare och informationen är en subjektiv berättelse, ett marknadsföringsdokument. Dokumentet innefattar inte bara redovisningens siffror utan också verbal text med förklaringar och bortförklaringar.

Enligt Ijiri⁴² utgörs kärnan i redovisning av en ansvarsrelation mellan den redovisningsskyldige, den s.k. agenten och den redovisningsberättigade huvudmannen eller exekutiven.⁴³ För att denna ansvarsrelation skall bli meningsfull bör ett antal villkor vara uppfyllda innebärande att ansvarsområdet måste vara klart definierat. Det måste stå klart vem som är ansvarig mot vem. Redovisningen måste följa bestämda normer/god redovisningssed och det måste dessutom finnas sanktioner mot den som inte tar sitt ansvar eller bryter mot god redovisningssed. Redovisningens uppgift bör därför framför allt vara att utöva kontroll, menar Ijiri.

Denna uppfattning är inte något nytt. Som exempel på detta kan nämnas Gustav Vasas redovisningssystem. Syftet med bokföring/redovisning i svensk förvaltning under Gustav Vasas tid var just kontroll. När Gustav Vasa i stor utsträckning slopade det s.k. förläningsystemet och ersatte detta med direkt förvaltning under kronan, krävdes en noggrann redovisning från förvaltarnas sida, dels en sträng kontroll och övervakning från kronans sida.⁴⁴ Redan här ser vi således exempel på en huvudmanna/agent relation, där kronan är huvudmannen och förvaltaren är agenten.

Watts och Zimmerman⁴⁵ föreslår några kompletterande syften med redovisning. Dessa menar att det finns ett behov av redovisningsinformation som är styrt av olika intressen som man kallar "det allmänna". Redovisningen skall användas till stöd för olika uppfattningar, "the market for excuses", för att skapa legitimitet åt det man företar sig. Hur redovisningen kommer att utformas beror då mycket på vem som har makten över huvudmannaskapet. Syftet med redovisning ses då främst som pedagogiskt, som ett verktyg i en politisk process. Det gäller att påverka

⁴² Ijiri Y, *Foundations of Accounting Measurement*, Englewood Cliffs N J, Prentice Hall, 1967

⁴³ Abrahamsson Bengt, *Varför finns organisationer*, Norstedts, Stockholm, 1986

⁴⁴ Grandell Axel, *Redovisningens utvecklingshistoria*, sid. 24

⁴⁵ Watts & Zimmerman, *The Demand for and Supply of Accounting Theories: The market for excuses*, *The Accounting Review*, Vol nr 2, April 1979

och styra även sådana "intressen" som inte borde ha något med företagets verksamhet att göra.

Enligt amerikanskt synsätt är det endast aktieägaren och företagets VD (huvudmannen och agenten) som har ett berättigat intresse i företagets redovisning. Den s.k. principal – agency teorin ser egentligen inte denna teoriinriktning ens företagets VD som någon "lojal person". Därför blir redovisningens uppgift att kontrollera denne.

Vidare är enligt Watts & Zimmerman redovisningens uppgift att lämna information till företagets revisor, vars uppgift endast är att hjälpa huvudmannen att utöva den kontrollerande funktionen.

Både Ijiri och Watts & Zimmerman delar således uppfattningen att redovisningens uppgift är att utöva kontroll över företagsledaren. Watts & Zimmerman har också den uppfattningen att redovisningen i realiteten har blivit en vara på en marknad. Denna utveckling ser Watts & Zimmerman som mindre bra. Redovisningen har blivit en "diversehandel" och ett instrument för legitimitet för olika slag av beslut och handlingar. Watts & Zimmerman anser att bra redovisning endast kan tjäna ett enda syfte och att dagens redovisning därför ofta inte är bra.

International Accounting Standards Committee (IASC/IASB), en organisation som har haft som syfte att harmonisera redovisningen i världen, har redovisat sin syn på redovisningens syfte på följande sätt:

"The objective of financial statements is to provide information about the financial position, performance and changes in financial position of an enterprise that is useful to a wide range of users in making economic decisions".

"Financial statements prepared for this purpose meet the common needs of most users. However, financial statements do not provide all the information that users may need to make economic decisions since they largely portray the financial effects of past events and do not necessarily provide nonfinancial information".

IASC:s syn på redovisningens uppgift inrymmer både Ijiris uppfattning om redovisning och Watts & Zimmermans syn vad redovisning använ-

des till idag. IASC uttrycker särskilt i sitt ramverk att redovisning skall kunna användas av alla intressenter och nämner alla de som ingår i den traditionella intressentmodellen.

"Financial statements also show the results of the stewardship of management, or the accountability of management for the resources entrusted to it. Those users who wish to assess the stewardship or accountability of management do so in order that they may make economic decisions; these decisions may include, for example, whether to hold or sell their investment in the enterprise or whether to reappoint or replace the management".

Målet med de finansiella rapporterna är att tillhandahålla information om företagets förmögenhet, resultat och förmögenhetsförändring till en stor krets av intressenter som redskap i deras beslutsfattande och rapporterna skall också kunna användas för att klargöra förvaltarens ansvar för verksamheten, enligt IASC/IASB.

2.2.4

Subjektiva bedömningar i redovisningen

I USA finns ett flertal undersökningar som indikerar kreativ/subjektiv redovisning och i flera fall t.o.m. brottslig redovisning med syftet att försköna företagets ekonomiska situation. Spatis⁴⁶ har påvisat tre tänkbara metoder till förskönande redovisning. Dessa är ändrade redovisningsprinciper, ändrade kalkyler och förskjutningar av intäkter och kostnader till perioder där de inte "hör hemma". Beasley, Carcello & Hermansson⁴⁷ har undersökt problemet med kreativ redovisning och funnit att redovisningen ofta är kreativ vad det gäller intäktsredovisningen samt att tillgångar övervärderas. Spatis har också pekat på några motiv för en kreativ redovisning där ett av dem anges vara en önskan hos företagsledningen att driva upp priset på företagets aktier och orsaken kan vara de ersättningsystem som finns till företagsledningar och främst då företagets verkställande direktör.

⁴⁶ Spatis, C.T., *Using published data to identify factors associated with falsified financial statements*, Paper på Annual Congress of European Accounting Association, Munich, 2000

⁴⁷ Beasley M S, Carcello J V, m.fl., *Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms*, Accounting Horizons 14 (4): 441-454, 2000

Brennan & Mc Grath⁴⁸ har undersökt fjorton företag som av myndigheterna har klassificerats som sådana som sysslat med kreativ/subjektiv eller brottslig redovisning. Av dessa företag har inte mindre än tolv ansetts ta upp intäkter i förtid och motiven har varit att tillmötesgå marknadens förväntningar samt att öka företagets värde eller har den kreativa redovisningen haft som syfte att gynna företagsledningarna personligen.

Macintosh⁴⁹ pekar i sin doktorsavhandling ut en utveckling som går långt mycket längre än vad vi kan beteckna som kreativitet/subjektivitet. Han menar att siffrorna (redovisningen) numera lever sitt eget liv och att gränsen mellan realiteter och illusion har raderats ut. Som en konsekvens av marknadens förväntningar kommer redovisningen att ta sig det utseende som marknaden förväntar. Redovisningen är nu en vara på en marknad och det redovisningen utvisar kommer också att påverka priset på företagets aktier och detta kommer i nästa led att påverka redovisningen till en överensstämmelse mellan företagets redovisade värde och dess värde på marknaden. Verkligheten går inte längre att definiera och kanske är det illusionen som kan betraktas som verkligheten. Redovisningen lever sitt eget liv samtidigt som siffrorna fastställs av personer med trovärdighet vilket gör dem ännu mera korrekta, reella eller simulerade.

2.3

Värdena (balansräkningen), vinsten (resultaträkningen) och pengarna (kassaflödet)

I detta avsnitt kommer en överblick att göras med avseende på begreppen värden (balansräkningen), vinst (resultaträkningen) och pengar (kassaflödesanalysen). Beskrivningen är tänkt att tydliggöra både begreppsapparat och uppfattningar om hur det bör vara.

När en anläggningstillgång i balansräkningen minskar i värde kommer detta att motbokas i resultaträkningen i form av avskrivningar. Detta kan också uttryckas så att uppkomna differenser i balansräkningen mellan två tidpunkter måste föras bort från balansräkningen och över till re-

⁴⁸ Brennan N & Mc Grath M, *Financial Statements Fraud: Incidents, Methods and Motives* Paper på Annual Congress of European Accounting Association, Copenhagen, April 2002

⁴⁹ Macintosh, Norman, *Accounting, Accountants and Accountability: Poststructuralists Positions* Bokförlaget Bas, Göteborg, 2000

sultaträkningen. Under ca 150 års tid har denna överföring av minskade värden på företagets tillgångar benämnts avskrivningar. Att göra avskrivningar kan bl.a. ses som en metod att bestämma en tillgångs värde vid en viss tidpunkt. Idén med avskrivningar har dock troligen i första hand inte varit att bestämma korrekta värden på tillgångarna utan istället att fördela utgiften för tillgångens anskaffning över den tidsperiod anläggningen beräknats kunna brukas.

Ett sätt att värdera en anläggningstillgång är att vid slutet av varje period bedöma anläggningstillgångens restvärde och jämföra detta med värdet enligt böckerna. Mellanskillnaden skulle då vara lika med periodens avskrivning.⁵⁰ Av praktiska skäl har man dock byggt upp avskrivningsmönstret efter en bestämd plan. Det har dock funnits många som haft invändningar mot både planenliga och icke planenliga avskrivningar⁵¹ och menar att en anläggningstillgångs värde endast kan bedömas genom att köpa eller sälja denna.

Att bestämma ett försäljningsvärde utan att sälja tillgången är inte oproblemiskt. Om man inte skall sälja får man på något sätt bedöma vad man skulle ha fått för tillgången om den hade sålts och ett sådant värde kan endast ses som en approximation. Endast tillgångar som finns på en börs och som därmed har ett värde från dag till dag kan anses ha ett nogrunda säkert försäljningsvärde.

Som E.L. Kohler⁵² hävdar, "whitout qualification and clear definition, including specific and operationally feasible rules for measurement, the term (value) has only subjective significance". Begreppet värde har, enligt min mening, först på senare tid fått ett mera precist innehåll genom att man definierat syftet med redovisningen på ett mycket bättre sätt än vad som tidigare varit fallet. Begreppet värde har nu kommit att förknippas med pengar på ett helt annat sätt än tidigare.

Vinstbegreppet har självfallet också en koppling till begreppet värde, men man kan knappast påstå att det går att bestämma värdet av en till-

⁵⁰ Goldberg L, *Concept of depreciation* i Baxter & Davidson, sid 250

⁵¹ Goldberg L, *Concept of depreciation* i Baxter & Davidson, sid 151

⁵² Kohler, E.L. *A Dictionary for Accountants*, New York, Prentice Hall, 1952

gång utifrån den årsvinst som redovisas. Precis som Hicks⁵³ en gång i tiden, kom till den slutsatsen att begreppet vinst för en individ inte var något effektivt verktyg vid ekonomiska bedömningar har Solomons⁵⁴ också dragit en liknande slutsats vad det gäller vinstbegreppet för företag. Solomons menar att "vinst" inte är något särskilt användbart begrepp för t.ex. finansiell planering och kontroll. Ett sådant ställningstagande kan, enligt min mening, synas märkligt om man beaktar att vinstmätning under lång tid har varit av central betydelse för redovisare. Detta faktum får dock inte överskattas, menar Solomons. I själva verket är det också så att begreppet vinst i många fall är på väg att dö ut. T.ex. som underlag för beslutsfattande har bidragstänkandet tagit över allt mer. Vad begreppet vinst då står för blir ointressant. Man ser istället på alternativa placeringar och på vilka bidrag dessa kan ge till företagets verksamhet eller till investeraren. Fokus har därmed förskjutits från resultaträkningen till balansräkningen.

Även när det gäller rapportering till aktieägarna har ett förändrat synsätt utvecklats. Precis som resultaträkningen under första hälften av 1900-talet trängde undan balansräkningen i betydelse, kan vi också nu se hur resultaträkningen får minskad betydelse till förmån för cash flow analyser. Solomons uppfattning var den att den traditionella resultaträkningen borde "ha spelat ut sin roll" inom de närmsta 25 åren.⁵⁵ Detta sagt år 1961. Med de nya regler som nu införts gällande verkligt värde i balansräkningen för förvaltningsfastigheter borde, enligt min uppfattning, resultaträkningen inte få samma viktiga betydelse vid externa analyser som tidigare i dessa fall.

En viktig fråga är också vilken typ av information som kan anses vara relevant för företagets intressenter. Det torde stå ganska klart att olika typer av intressenter har behov av olika information. Av bl.a. juridiska skäl har det dock blivit så att nästan all redovisningsinformation riktar sig

⁵³ 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

⁵⁴ 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, Antony Rowe Ltd, 1969, Reprinted from *Accounting Review*, XXXVI, (1961)

⁵⁵ 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, Antony Rowe Ltd, 1969, Reprinted from *Accounting Review*, XXXVI, (1961)

till företagets aktieägare. Redovisningen inriktar sig på att aktieägarna skall kunna utöva sin kontrollerande funktion. Sådan information lämpar sig inte särskilt väl som underlag för beslutsfattande av alla slag.

Undersökningar⁵⁶ visar att aktieägare utövar sin kontroll med syftet att kunna fatta bra beslut gällande sin egen ekonomiska situation. Hur mycket kan man ta ut ur företaget och till vilket värde uppgår aktieinnehavet? För att få svar på sådana frågor bör man mer intressera sig för företagets nuvarande och framtida kassaflöden än dess vinst. Det beslut en investerare har att fatta gäller hur mycket av företagets kapital denne kan "konsumera" nu eller i framtiden. Om investeraren inte tar ut kassamedlen nu är det en naturlig önskan att företaget investerar kassaöverskottet på bästa möjliga sätt, så att det ger möjlighet till än större privat konsumtion i framtiden. Vad beslutet på sikt gäller är att maximera det som totalt kan tas ut ur företaget eller vad aktieägaren maximalt kan få ut för sina aktier vid en realisation.

Frågan är då huruvida traditionell rapportering kan vara till ledning för sådana beslut. Mycket talar för att redovisningen idag inte fyller sin uppgift som underlag för beslut av detta slag, kanske till stor del på grund av att tillgångar redovisas till anskaffningsvärden. Enligt Lee⁵⁷ bör s.k. "cash-flow" redovisning därför vara bättre att fylla denna uppgift. Idealet vore enligt Lee, att all rapportering skulle beskrivas som ett flöde av kontanter, eftersom dessa kontanter bäst indikerar vilka överlevnadsmöjligheter och vilka utdelningsmöjligheter företaget har. Vad jag kan uppfatta av detta resonemang är att Lee diskuterar hur man på ett bättre sätt skall kunna visa företagets framtida kassaflöde med hjälp av dess balansräkning. Metoden att ta fram en sådan balansräkning kommer dock enligt min uppfattning att göras med hjälp av prognostiserade resultaträkningar. Man bör därför göra åtskillnad mellan analys av redovisningen och konstruktionen av denna när man diskuterar vilken roll de olika rapporterna kan ha i framtiden.

⁵⁶ Lee T A, *Enterprise Income: Survival or Decline and Fall?* Accounting and Business research, 1974

⁵⁷ Lee T A, *Enterprise Income: Survival or Decline and Fall?* Accounting and Business research, 1974

2.4

Förhållandet mellan företagets redovisning och aktiemarknaden

I detta avsnitt diskuteras företagets värde på aktiemarknaden, vilka typer av aktörer som finns i denna marknad och hur effektiviteten i själva verket är i en tid då alla de som har något att satsa också kan vara med och investera eller vara med och spela.

2.4.1

Det verkliga värdet – företagets redovisning eller marknadens bedömning?

Hur gör man 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 man som utgångspunkt ha företagets verkliga egna kapital. Detta kapital/värde representerar i sin ytterlighet summan av alla de utdelningar som kommer att tillfalla ägarna. Det är just detta kapital/värde som skall vara likvärdigt med vad någon är beredd att betala för nettotillgångarna i ett företag.⁵⁸ Värdet av en kapitaltillgång är också enligt ekonomisk teori det diskonterade värdet av de framtida *betalningsflöden* som företagets ägare förväntas erhålla genom sitt ägande.⁵⁹

Det finns således två möjliga beskrivningar av detta värde. Den ena handlar om företagets redovisningsrapporter där balansräkningen har en central roll. Den andra handlar om det värde företaget kan ha på den öppna marknaden. Redovisningsrapporterna är ett försök till beskrivning och mätning av de ekonomiska konsekvenserna av företagets handlande. Med hjälp av balansräkningen identifieras företagets tillgångar och skulder vid en viss tidpunkt och därmed beskrivs också företagets värde eller förmögenhet som skillnaden mellan tillgångar och skulder. Med hjälp av en prisbildningsprocedur genom kontinuerlig anonym handel på en bors kommer företagets 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

⁵⁸ Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet*, Ekerlids Förlag, Falun, 1998

⁵⁹ Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelson och Östman, *Redovisningens Roller*, 1993

med företagets beskrivning av dess ekonomiska läge. Vid icke perfekta marknader kommer sannolikt värdena att vara olika.

Det finns ett antal undersökningar som syftar till att utvärdera i vilken omfattning företagets värdeskapande (som också beskrivs genom företagets redovisning) överensstämmer med aktiekursförändringarna.⁶⁰ Dessa visar att det finns ett samband mellan redovisningsinformation och aktiekursförändringar. En av rapporterna visar också att sambandet blir mera påtagligt om man ackumulerar de årligen redovisade vinsterna och jämför dessa med prisförändringar i aktiekurser.⁶¹ Det finns således ett empiriskt stöd för att aggregerade vinster för långa perioder kan förklara en stor del av periodens aktiekursförändring. Det finns vidare empiriska belegg för ett samband mellan informationen i redovisningsrapporter och aktiekursförändringar genom studier av Beaver⁶², Easton⁶³, Forsgårdh & Herten.⁶⁴ Ball & Brown⁶⁵ har funnit starka statistiska samband mellan "oväntad" vinst och "abnormal" kursförändring. Dessa studier har gjorts under 1960-talet till 1980-talet och förutsättningarna för liknande studier är möjligen något annorlunda idag, speciellt då vad det gäller förväntningsfastigheter med de nya regler som nu gäller för redovisningsrapporterna.

Den officiella genom rekommendationer och lag reglerade balansräkningen inrymmer 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 företagets 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

⁶⁰ Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelsson och Östman, *Redovisningens Roller*, 1993, sid. 18-19

⁶¹ Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelsson och Östman, *Redovisningens Roller*, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm 1993, sid. 20

⁶² Beaver, W H, Clarke W & Wright W, *The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors*, Journal of Accounting Research, 1979

⁶³ Easton, P., Harris, T & Ohlson, J.A., *Aggregata Accounting Earnings can Explain Most of Security Returns. The Case of Long Return Intervals*, Columbia University, 1991

⁶⁴ Forsgårdh, L-E & Herten, K., *Information, förväntningar och aktiekurser - En studie av den svenska aktiemarknaden*, EFI, Stockholm, 1975

⁶⁵ Ball, R.J. & Brown, P., *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, Journal of Accounting Research, 1968

form antingen av producenten av redovisningsinformationen eller av användaren själv. Effekten av den periodiserade redovisningen förväntas vara som störst när korta perioder studeras för att avta i ett längre perspektiv.⁶⁶ Även om den konventionella redovisningen och dess balansräkning skall utvisa vad som hänt i ett historiskt perspektiv är den också en brygga till framtiden. Den innehåller förväntningar. Som tämligen banala exempel kan nämnas kundfordringar, leverantörsskulder och avskrivningar på anläggningar. Förväntningarna består i att kundfordringarna skall omvandlas till ett inflöde av pengar, leverantörsskulder skall omvandlas till ett utflöde av pengar och avskrivningarna skall motsvara en beräknad nyttjandeperiod för anläggningarna. Med det nya regelverket för förvaltningsfastigheter kan man kanske förvänta sig 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. Man skulle också kunna uttrycka detta så att balansräkningen inrymmer alla framtida resultaträkningar och att resultaträkningens betydelse som analysinstrument därmed också minskat i relevans till förmån för balansräkningen. Med verkligt värde i balansräkningen kommer, enligt min mening, resultaträkningen att få den underordnade rollen av "slaskkonto" med uppgift att upprätthålla principen för dubbel bokföring.

Balansräkningen skall med hjälp av de nya regelverken på ett bättre sätt än tidigare beskriva företagets verkliga värde. I den anglosaxiskt inspirerade litteraturen påstås oftast att det verkliga värdet på ett företag beskrivs genom dess börsvärde. Hur det är med detta kan enligt min mening närmast ses som en retorisk frågeställning eller rent av en filosofisk sådan. Man blir därför lätt benägen 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 att

⁶⁶ Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelsen och Östman, *Redovisningens Roller*, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm 1993, sid. 24

⁶⁷ Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet*, Ekerlids Förlag, Falun, 1998, sid. 228

de har det. Man 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 man köper aktierna över börserna eftersom efterfrågesidan skulle öka och driva upp börskursen allt efter som. 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 man skall hävda att börsvärdet är företagets verkliga värde, kan man i vart fall inte bedöma detta 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 man anser att börserna bör värdera bolaget till.

2.4.2

Långsiktiga / kortsiktiga placerare och marknadseffektiviteten

Omsättningshastigheten för olika bolags aktier är skiftande. Som ett ytterlighetsexempel kan nämnas teknikföretaget Ericsson vars aktier i antal uppgår till ca 16 miljarder styck. Antalet köpta/sålda aktier under år 2004 uppgick för detta företag till ca 45 miljarder styck. Omsättningshastigheten för aktien blev för detta år 2,8 gånger.⁶⁸ Detta kan också uttryckas så att alla företagets aktier har bytt ägare inom en tidsperiod på drygt 4 månader. Slutsatsen av dessa fakta blir att aktien till mycket stor del handlas av kortsiktiga placerare.

Ytterligare ett fenomen som kan konstateras i denna aktie är dess höga kursrörlighet, volatilitet. Vid en kontroll av denna via Nordnets aktiemäklarprogram kan konstateras en volatilitet på ca 21 procent, vilket är ett högt värde i förhållande till de flesta andra aktier. Nämnas bör dock att det finns extrema aktier med volatilitet på över 40 procent.

Exempel på företag med relativt låg volatilitet är Elektrolux, Gunnebo, Holmen och Volvo där volatiliteten befinner sig i intervallet 5-8 procent.

⁶⁸ Information från Stockholms Fondbörs

Det är också känt att det finns ett högt samband mellan omsättningshastighet och kursrörlighet och att de kortsiktiga placerarna påverkar kursen i högre grad än vad andra placerare gör. Vilken information som ligger till grund för en kortsiktig placerares beslut är inte klarlagt, såvitt jag vet. De kortsiktiga placerarna anses dock inte vara lika intresserade av företagets redovisning som de långsiktiga. Istället använder sig de kortsiktiga placerarna i hög grad av s.k. teknisk analys. Man handlar på kursrörelserna i sig.⁶⁹

Det är därför inte orimligt att anta att de klassiska teorierna om marknaden och dess sätt att fungera inte längre⁷⁰ helt stämmer överens med den verklighet som idag gäller. En sådan faktor är det allt mer utbredda intresset för just kortsiktiga placeringar i aktier. Ytterligheten av detta fenomen har fått benämningen "trading" och denna form av aktiehandel spelar troligen, åtminstone i vissa branscher, stor roll för både kursutvecklingen och företagets beroende av marknaden vid sin informationsgivning. De kortsiktiga handlarna har inte samma intresse av att ha företagets fundamenta (företagets redovisning) som utgångspunkt för sina beslut. I stället kommer rent psykologiska aspekter att komma i förgrunden. Begrepp som girighet, övermod, rädsla och ångest kommer i förgrunden.⁷¹ "De påfrestningar som vi utsätts för genom att agera i en osäker miljö där våra strategier kan omkullkastas på bara några sekunder är mycket stora. Att hålla huvudet kallt i en omgivning där våra beslut snabbt kan mätas i reda pengar är inte lätt. Många är de nätter då man legat vaken och funderat på om det verkligen var rätt beslut som togs eller inte." Detta citat som är hämtat från en bok om teknisk analys visar vad aktiehandel idag kan vara.⁷² De nya tekniska möjligheter som under de senaste åren finns tillgängliga i form av börshandel över internet med mycket låga avgifter har också bidragit till att handeln blivit allt mer spekulativ och där företagets rapportering i det kortsiktiga perspektivet troligen inte har någon betydelse för kursutvecklingen. Vid en bedömning av sambandet mellan företagets rapportering och börskurser är detta beroende av vilken sorts aktörer som finns just för stunden i en viss aktie, dvs. om aktien är ett inslag i en spelarmarknad eller inte. Det är känt att spelarna dras till aktier med hög volatilitet. Detta bidrar till ökad omsätt-

⁶⁹ Torsell, J & Nilsson, P, *Boken om teknisk analys - Teori, grunder och tillämpning*, Börsinsikt AB, 2000

⁷⁰ Blomberg, Jesper, *Finansmarknadens aktörer - ett organizational finance perspektiv*, Liber, 2004

⁷¹ Gyllenram, C-G & Ugrina, Tony, *En aktiespekulants psykologi*, Liber, 2004

⁷² Torsell, J & Nilsson, P, *Boken om teknisk analys - Teori, grunder och tillämpning*, Börsinsikt AB, 2000

ning i aktien och dessutom också till ännu högre volatilitet. I ett läge där omsättningen avstannar kan detta efter en tid bidra till stora kursvägningar som inte har något med företagets verksamhet att göra. Aktiekurserna kommer att "leva sitt eget liv"⁷³ och då kan man rimligen inte heller räkna med att det skall finnas något samband mellan företagets egna kapital och dess börsvärde.

I detta sammanhang bör något ytterligare sägas om begreppet volatilitet. 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 uppmärksammades först i USA⁷⁴ och effekten av denna företeelse blev att en del investeringar gav mycket bra avkastningar medan andra tvärt om gav mycket dåliga avkastningar. En metod att mäta dessa händelser är att beräkna standardavvikelsen för alla händelser under en viss tidsperiod, dvs. beräkna varje enskild observations avvikelse från medelvärdet av alla observationer och summera dessa avvikelser. Hög värde för standardavvikelsen innebär hög volatilitet medan lågt värde innebär låg volatilitet.

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 vinst och utdelning.⁷⁵ Denna överreaktion kan förklaras med att oinformerade aktörer spelar en större roll på marknaden än vad etablerade teorier tagit hänsyn till.⁷⁶ Andelen oinformerade aktörer i marknaden har blivit allt större och det kan antas att det är just dessa som bidragit till högre volatilitet. En annan faktor som ger upphov till överreaktioner är enligt Shiller masspsykologi och gruppsykologi med den verkan att alla handlar på samma sätt. Marknaden är därför inte så effektiv som teorin gör gällande.

⁷³ Torsell, J & Nilsson, P, *Boken om teknisk analys - Teori, grunder och tillämpning*, Börsinsikt AB, 2000

⁷⁴ Cappel m.fl. *Have individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk*, The Journal of Finance, vol. LVI nr 1

⁷⁵ De Bondt & Thaler, *Does the Stock Market Overreact?* The Journal of Finance, nr 3, 1986

⁷⁶ Shiller, Robert J, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New Jersey, 2000

Ett gott argument för att marknaden faktiskt är effektiv är den omedelbara reaktionen på nyheter. Det finns många studier som visar att marknaden reagerar omedelbart efter det att ny information offentliggörs.⁷⁷ Av detta borde man kunna dra slutsatsen att marknaden är effektiv i enlighet med etablerad nationalekonomisk teori och att det därför också är omöjligt att kunna förutse kursförändringar.⁷⁸

2.4.3

Kortsiktiga placerares beslutsunderlag

Under de senaste 20 åren har många nya aktörer tillkommit på aktiemarknaden och möjligheten att dessa är mindre välinformerade kan finnas eller att deras syften att delta i handeln med aktier kan vara andra än vad som varit fallet för andra aktörer tidigare. Det kan t.ex. vara så att deras intressen i aktiehandeln är så starkt fokuserat på vinst att man inte ser företagets överlevnad på sikt som intressant. Då är kanske inte heller utdelningar av intresse och man kanske köper och säljer samma aktier flera gånger i veckan eller t.o.m. dagligen. Dessa kortsiktiga placerare kan inte heller förväntas utnyttja företagets redovisning som beslutsunderlag. I stället är det förväntningar om kursrörelserna i sig som utgör dessa aktörers beslutsunderlag och dessa förväntningar blir så att säga självuppfyllande profetior som kommer att driva kursen åt ena eller andra hållet utan att någon positiv eller negativ information kommit till marknads kändedom. Dessa kortsiktiga placerare behöver naturligtvis inte vara oinformerade men det kan faktiskt vara en fördel att vara det. Deras kunskaper om hur man lägger upp strategier för hur man skall köpa och sälja kan betecknas som avancerade, liksom hur man skyddar sig från förluster och hur man skyddar orealiserade vinster.⁷⁹ Möjligen är det också så att de kortsiktiga placerarna är en förutsättning för att aktiehandeln skall fungera även om dessa placerare också kommer att bidra till dålig överensstämmelse mellan företagets egna kapital och dess börsvärde, i vart fall under vissa perioder.

⁷⁷ Thaler Richard L., *Advances in Behavioral Finance*, Russell Sage Foundation, New York, 1993

⁷⁸ Hägg, Claes, *Värdering av aktier*, Studentlitteratur, Lund, 1989

⁷⁹ Torsell, J & Nilsson, P, *Boken om teknisk analys - Teori, grunder och tillämpning*, Börsinsikt AB, 2000, sid. 11-12

2.5

Verkligt värde och dess redovisning i balansräkningen

I detta avsnitt beskrivs de argument som EU och IASB påvisat för redovisning till verkligt värde i balansräkningen och de legala förutsättningarna för detta i Sverige. Vidare definieras begreppet verkligt värde med hjälp av den internationella standarden IAS 40, som nu skall tillämpas av börsnoterade företag.

2.5.1

Förutsättningar och argument för redovisning till verkligt värde i Sverige

I Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder framgår av förordningen att de direktiv som genom åren antagits även riktar sig mot noterade företag i gemenskapen.

”Den redovisningsplikt som fastställs i dessa direktiv kan inte garantera en hög grad av insyn i redovisningen för alla noterade företag i gemenskapen och att dessa redovisningar i hög grad blir jämförbara, vilket är en förutsättning för att man skall kunna upprätta en integrerad kapitalmarknad som är effektiv, smidig och ändamålsenlig. Det är därför nödvändigt att komplettera det regelverk som tillämpas på noterade företag.”

Av denna anledning beslutade EU att från den 1 januari 2005 alla noterade företag inom gemenskapen skall 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 man uttrycker 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.”*

Man påpekar 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 IAS40 – Förvaltningsfastigheter. Syftet med standarden är att ange hur förvaltningsfastigheter skall behandlas i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs.

Regeln infördes i IAS-regelverket den 1 januari 2002. IASB påpekar att detta är första gången man presenterat en redovisningsmodell som bygger på verkligt värde för icke- finansiella tillgångar. Kommentarer till utkastet E64 visade att även om många stödjer en sådan utveckling var det också många som ställde sig tveksamma till en metod som bygger på verkligt värde. Det fanns också många kommentarer som pekade på att det inte är praktiskt genomförbart att skapa en exakt definition av förvaltningsfastighet och att det därför kan vara praktiskt ogenomförbart att genomföra en sådan regel.

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

Hur reglerna exakt är utformade ligger inte inom ramen för detta arbete att redovisa. Eftersom fokus är på det som är radikalt nytt för svenska förhållanden, nämligen redovisning till verkligt värde skall jag i nästa avsnitt kortfattat redogöra för vad IAS 40 har att säga om begreppet verkligt värde.

2.5.2

Hur definieras begreppet verkligt värde enligt IAS 40

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

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

"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."

Om inte aktuella priser på en aktiv marknad finns att tillgå skall man 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 skall man bedöma *"nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar"*. *"Som diskonteringsränta används en räntesats som återspeglar marknadens bedömning av osäkerheten i storleken på, och tidpunkten för, framtida betalningar."*

Vidare påpekas i punkt 43 att verkligt värde skiljer sig från nyttjandevärde 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 man i verkligt värde inte kan ta med mervärden på grund av att fastigheten ingår i en portfölj av fastigheter. Inte heller kan man ta med synergieffekter mellan förvaltningsfastigheter och andra tillgångar eller legala rättigheter som gäller endast den aktuella ägaren. Enligt punkt 47 i IAS 40 får man

inte använda verkligt värde i redovisningen om detta inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt. Detta innebär att man inte bara har full frihet att värdera och redovisa enligt anskaffningskostnadsprincipen utan också att man i vissa fall är tvingad att göra detta.

Sammanfattningsvis motsvarar verkligt värde det belopp som en tillgång skulle kunna överlätas till. Huvudprincipen är att det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet är fastighetens marknadsvärde, dvs. det pris man kan erhålla för fastigheten på balansdagen. Om det inte finns något marknadsvärde att jämföra med på den plats fastigheten är belägen skall man 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 man beräkna fastighetens värde med hjälp av nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar.

Även om regelverket säger att verkligt värde är en återspeglning 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.

Av det som sagts ovan bör man också kunna påstå att verkligt värde på ett antal fastigheter inte nödvändigtvis kan summeras till bolagets verkliga värde. Regelverket IAS 40 torde endast delvis bidra till en bättre överensstämmelse mellan redovisat eget kapital och bolagets börsvärde.

Kapitel 3

Analys av information i årsredovisningar för år 2004 och analys av börskurser samt annan information och dess kurspåverkande effekter

Värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av företagens fastigheter

Redovisat eget kapital enligt gamla regler och nya regler i relation till marknadens värdering

Företagens information och dess kurspåverkande effekter

Analys av annan information än den som lämnas av företagen själva

3

Analys av information i årsredovisningar för år 2004 och analys av börskurser samt annan information och dess kurspåverkande effekter

I detta kapitel skall jag sammanfatta de frågor som företagen själva betraktar som centrala och viktiga vad det gäller dess redovisning från och med år 2005. I årsredovisningarna framför man argument för och emot att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde i balansräkningen. Man berättar hur man gör sina värderingar nu och hur man kommer att göra dem i framtiden, vilka variabler som måste beaktas vid värdering och vilka osäkerhetsfaktorer som finns. Vidare har jag undersökt i vilken omfattning en övergång från "värdering till anskaffningskostnad" till "värdering till verkligt värde" bidragit till förbättrad överensstämmelse mellan företagets egna kapital och dess börsvärde.

Först vill jag dock kortfattat berätta något om fastighetsbranschen och de fastighetsbolag som finns med i undersökningen. Det samlade börsvärdet på renodlade svenska fastighetsbolag uppgick vid utgången av år 2004 till knappt 60 miljarder kronor, varav de största Wihlborgs, Castellum, Hufvudstaden, Kungsleden och Wallenstam står för drygt två tredjedelar av beloppet. I detta kapitel kommer jag av detta skäl att betrakta årsredovisningarna för år 2004 för just dessa fem bolag med fokus på övergången till det nya regelverket med undantag av Wihlborgs. Trots att Wihlborgs är det företag, som vid en bedömning utifrån bolagens börsvärde, är störst av de undersökta företagen har jag på grund av analysvärigheter uteslutit detta företag från undersökningen. Bolaget har under den undersökta perioden genomgått en så omfattande "omvandlingsprocess" att det inte finns statistiskt material att tillgå beträffande kursrörelser under första kvartalet 2005.

Dessutom har jag tagit med Capona, Fastpartners, Brinova, Klöver, Heba Fastigheter och Ljungberggruppen i undersökningen och täcker därmed in ytterligare några procent av den totala stocken av noterade fastighetsbolag som enligt aktiemäklarföretaget Nordnet i april år 2005 uppgår till totalt 20 styck.

De 10 största renodlade börsnoterade bolagen i Sverige uppges den 31 december 2004 vara enligt nedanstående tabell:⁸⁰

Bolag	Börsvärde Mkr
Wihlborgs	13.040
Castellum	10.105
Hufvudstaden	10.035
Kungsleden	4.759
Wallenstam	3.968
Capona	2.356
LjungbergGruppen	2.200
Klövern	2.042
Heba	1.734
FastPartner	1.021

Ovan har företagens storlek rangordnats efter dess börsvärde. Detta är ingen självklar utgångspunkt för bedömning av företagets betydelse på marknaden. Flera parametrar är tänkbara, så t.ex. värdet på bolagens fastigheter, antalet köpta/sålda aktier under ett år, aktiernas omsättnings-hastighet eller något annat. Om man t.ex. använder bolagens börshandel som måttstock kommer fastighetsbolagen att framstå som tämligen små vid en jämförelse med många andra börsbolag.

Som jämförelseexempel kan användas teleteknikföretaget Ericsson vars aktier uppgår till ca 16 miljarder styck och antalet köpta/sålda aktier under år 2004 uppgick till 45 miljarder styck. Ericssons aktiers omsättnings-hastighet är mellan 5-70 gånger större än den omsättnings-hastighet som föreligger i de i denna uppsats undersökta fastighetsbolagen. Ericsson omsätter i absoluta tal ca 225 gånger fler aktier än de tio undersökta fastighetsbolagen sammantaget.

I tabellen ovan har bolagen rangordnats efter sitt börsvärde. I det följande har jag också gjort en rangordning utifrån hur många aktier som omsatts under år 2004 (värdena har hämtas från Stockholmsbörsens statistik).

Vad som är mest påtagligt vid en jämförelse mellan de två tabellerna är att Klövern finns på åttonde plats om företagets storlek bedöms med ut-

⁸⁰ Källa Six (Scandinavian Information Exchanges)

gångspunkt i dess börsvärde medan det hamnar på första plats om man utgår från antal omsatta aktier. Detta bolags aktier har också en relativt hög omsättningshastighet och likaså relativt hög volatilitet.

Bolag	Antal omsatta aktier 2004 i miljoner styck
Klövern	57,20
Wihlborgs	55,60
Hufvudstaden	40,00
Castellum	21,00
FastPartner	8,70
Kungsleden	7,50
Capona	4,90
Wallenstam	4,40
Heba	1,00
LjungbergGruppen	0,65

3.1

Värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av bolagens fastigheter

Samtliga tio undersökta företag berättar i sina årsredovisningar för år 2004 att man från år 2005 kommer att använda sig av möjligheten att redovisa förvaltningsfastigheterna till verkligt värde även i balansräkningen. Ett av de undersökta företagen uttrycker dock missnöje med det nya regelverket. Man säger att det är en stor och genomgripande händelse för deras företag. Eftersom grundidén är, säger man, långsiktig förvaltning passar det nya regelverket egentligen inte i deras företag. Att redovisa till verkliga värden i balansräkningen kan vara förvirrande information till bolagets intressenter på grund av de stora svängningar i värden som de nya reglerna kan förväntas bidra med. Företaget kommer ändå att följa regeln om att redovisa verkliga värden även i balansräkningen och påpekar särskilt att revisorn rekommenderat detta. "Vi lär oss säkert leva med regeln", säger man.

I övrigt har inte företagen uttryckligen något negativt att invända mot det nya regelverket och de flesta ser det som naturligt att göra som "de blivit tillsagda". Några av dem uttrycker dock att det är bra att man får ta in de värderingar som faktiskt alltid har gjorts nu även i balansräkningen. Man

kommer på så sätt att uppvisa en mera rättvisande bild av företagets ekonomiska situation än tidigare, anser man.

Alla företag i min undersökning kommer att använda sig av kassaflödesbaserade värderingsmodeller i någon form och detta får väl ses som en konsekvens av att man valt att redovisa till verkliga värden även om man hade kunnat stanna kvar vid det gamla inom det nya regelverkets ram. Det är således inte själva värderingsmodellen som skall ses som problemet med värdering till verkligt värde utan i stället svårigheterna att tilldela de variabler som ingår i modellen realistiska värden, menar man i årsredovisningarna. Här har företagen berättat tämligen utförligt om hur man redan tidigare värderar och vilka svårigheter som då funnits. Det jag funnit i min analys är att olika företag kan ha mycket olika uppfattning om värdena i kalkylen. Avkastningskravet kan t.ex. variera från 5 procent till 15 procent och man skall veta att detta har mycket avgörande betydelse för fastighetsbeståndets värde och därmed också avgörande betydelse för företagets substansvärde eftersom det också kan konstateras att förvaltningsfastigheternas värde i balansräkningen uppgår till mellan 83 procent och 99 procent av hela tillgångsmassan i företaget. Den tidsrymd som ingår i kalkylen varierar också mycket, från 5 år till 10 år och man räknar också med olika s.k. vakansgrader för olika företag och olika fastighetsbestånd inom samma företag.

Flera företag uttrycker den bestämda uppfattningen att det faktiskt inte är möjligt att beräkna framtida kassaflöden med någon större säkerhet. Endast en försäljning av en tillgång kan helt klagöra dess värde, säger man. De beräkningar som görs innehåller många osäkerhetsfaktorer. Det kan som exempel avse beräkningar av restvärden och tidpunkten för dess utfall. Det kan gälla inflationsberäkningar, räntenivåer och kostnader och intäkter över huvud taget. De flesta variabelvärden kan av naturliga skäl inte påverkas av företagen själva. Vad man får försöka göra är att förutse dem så väl som möjligt. Att det är många variabler som ingår i beräkningarna behöver dock inte göra beräkningarna sämre, anser man.

Om felen är slumpmässiga bör de ta ut varandra. Om felen däremot är systematiska kan dock värderingen bli felaktig. Systematiska fel är sådana fel där företaget strävar efter att visa företagets ekonomiska situation utifrån vad man anser lämpligt i stället för vad som är rätt. Till sist skall också sägas att det kanske inte är korrekt att hävda att en kalkyl kan bli

felaktig med den spännvidd som är möjlig vid värderingen. Att t.ex. öka fastighetsvärdet med hjälp av ett kalkylerat sänkt avkastningskrav är inge utopi. Så här säger t.ex. Castellum i sin bokslutskommuniké för 2004 på sidan 10: "Avkastningskravet har jämfört med föregående år sänkts med ca 0,3 procentenheter, för att spegla den prisuppgång som kunnat noteras på fastighetsmarknaden." Denna justering innebär för Castellum en ökning av fastigheter-nas värde med ca 400 miljoner kronor och ca 7 kr i ökat substansvärde per aktie.

En kärnfråga som till sist i detta avsnitt kommer att analyseras ytterligare är vad som fastighetsbolagen egentligen avser med begreppet "verkligt värde". Om man konfronterar begreppet med genom tiderna etablerad teori och den betydelse IAS 40 ger detta begrepp kan man finna en viss motstridighet.

Det handlar i det förra fallet om att man beräknar summan av alla nettokassaflöden till nuvärde medan i det senare fallet i första hand handlar om att man skall ta fram "slaktvärden" på fastigheterna på balansdagen. Att beräkna värden genom kalkyler om framtida kassaflöden anges endast som en andrahandsmöjlighet i brist på insikt om en tillgångs försäljningsvärde på balansdagen.

Enligt ekonomisk teori beskrivs en kapitaltillgångs värde som *det diskontade värdet av de framtida betalningsflöden som företagets ägare förväntas erhålla genom sitt ägande*⁸¹ medan IAS 40 föreskriver att *verkligt värde motsvarar det belopp som en tillgång skulle kunna överlätas till. Huvudprincipen är att det verkliga värdet på en förvaltningsfastighet är fastighetens marknadsvärde, dvs. det pris man kan erhålla för fastigheten på balansdagen. Om det inte finns något marknadsvärde att jämföra med på den plats fastigheten är belägen skall man 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 man beräkna fastighetens värde med hjälp av nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar.*

Citaten nedan är hämtade från företagets årsredovisningar och beskriver hur man har värderat sina förvaltningsfastigheter. Man har inte oväntat

⁸¹ Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelsson och Östman, *Redovisningens Roller*, 1993

sagt mycket mera om detta i årsredovisningarna men jag har här "vaskat" fram det som jag ser som kärnan i deras utsagor om värderingen.

Castellum uttrycker på sidan 68 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"En tillgångs värde utgörs enligt vedertagen ekonomisk teori av det diskonterade nuvärdet av de framtida kassaflöden som tillgången förväntas generera".

"Fastighetsbeståndets värde beräknas i denna modell som summan av nuvärde av driftsöverskott minskat med återstående investeringar på igångsatta projekt under de närmaste nio åren samt nuvärdet av bedömt restvärde år 10."

"Av avgörande betydelse för fastighetsbeståndets beräknade värde är avkastningskravet och antagandet beträffande den framtida reala tillväxten, vilka är de tyngst vägande värdedrivande faktorerna i värderingsmodellen."

Hufvudstaden uttrycker på sidan 61 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Värdering av fastighetsbeståndet har skett genom att varje fastighets marknadsvärde bedömts. Bedömningen har skett på basis av en avkastningsvärdering."

Kungsleden uttrycker på sidan 27 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Till grund för ställningstagandet och det interna värdet ligger främst en nuvärdeberäkning med en prognosperiod på fem år och den externa värderingen som jämförelse."

Wallenstam uttrycker på sidan 36 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Wallenstam har en god marknads- och fastighetskännedom genom en aktiv handel med fastigheter. Wallenstam kan därmed internt genomföra en professionell värdering av fastighetsbeståndet.

Det bör dock understrykas att en fastighets verkliga värde är en realitet först då den säljs, varför en värdering alltid är en bedömning."

"Värderingen görs som en avkastningsvärdering vilken innebär att varje enskild fastighets driftsnetto divideras med direktavkastningskravet för den aktuella fastighetens typ och läge."

Capona uttrycker på sidan 38 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Värderingarna har genomförts med erkända och accepterade värderingsmetoder. Värderingsmodellen följer de anvisningar och riktlinjer som anges av Svenskt Fastighetsindex."

"Värdebedömningarna grundar sig på kassaflödesanalyser baserade på prognoser över framtida betalningsströmmar **samt på jämförelser och analyser av genomförda köp av hotellfastigheter** inom respektive delmarknad, så kallad marknadsanalys."

Ljungberggruppen uttrycker på sidan 21 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Marknadsvärderingar baseras på interna kassaflödesberäkningar där samtliga antaganden om hyresnivåer, avkastningskrav, kostnadsnivåer m m stäms av med extern expertis. Det bedömda värdet kommer således att påverkas av de antaganden som görs vid varje värderingstillfälle."

Klövern uttrycker på sidan 29 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Värderingarna baseras på förväntade kassaflöden med en kalkylperiod på i huvudsak fem år."

Heba uttrycker på sidan 30 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Syftet med värderingarna är att **bedöma varje enskilt värderingsobjekts marknadsvärde per bokslutsdagen 31 december 2004. Marknadsvärdet definieras enligt följande: Det värde vid värderingstidpunkten till vilket köpare och säljare är beredda att genomföra en transaktion.** Detta efter det att fastigheten marknadsförts på en öppen marknad och att ingen av parterna agerar utifrån några tvång ställda av

tredje part. Denna definition följer de internationellt vedertagna inom RICS (Royal Institute of Chartered Surveyers). Definitionerna av driftsnetto mm följer rekommendationerna enligt Sveriges Finansanalytikers förening."

"Till huvudmetod för värdebedömningen har s.k. kassaflödeskalkyler använts. Dessa resulterar i nuvärdeberäkningar av framtida driftsnetton, räntebidrag och investeringar."

"Jämförelser och analys har även gjorts av genomförda köp av fastigheter inom respektive delmarknad. Värdebedömningarna har genomförts i enlighet med de riktlinjer och anvisningar som framtagits av Svenskt Fastighetsindex."

Fast Partner uttrycker på sidan 34 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Den interna värderingen bygger på summan av nuvärdena av tio års bedömda betalningsströmmar samt nuvärdet av ett restvärde som beräknas med ett avkastningskrav på mellan 6,5 procent till 12,0 procent eller i genomsnitt 9,7 procent, på det bedömda driftsnettot är tio."

Brinova uttrycker på sidan 56 i sin årsredovisning för 2004 följande:

"Fastighetsvärderingarna är beräkningar, gjorda enligt vedertagna principer, utifrån vissa antaganden."

"Värderingen har baserats på en 6-årig kassaflödesmodell för varje enskild fastighet."

Med utgångspunkt i ovan redovisade citat från bolagens årsredovisningar för 2004, ger dessa en bild av att man i huvudsak värderar enligt undantagsregeln i IAS 40 och att man endast sporadiskt nämner huvudregeln. Hänvisningar till huvudregeln har markerats med fet stil i ovan redovisade citat. Man hänvisar också i huvudsak till etablerade värderingsmetoder från olika institut, både svenska och internationella. Däremot hänvisar man inte till IAS 40 trots att det är detta regelverk som skall användas även vid övergången från gammalt till nytt regelverk. Detta beror givetvis på att man som tilläggsupplysning redan tidigare skall beräkna en fastig-

hets verkliga värde. Här uppkommer dock en frågeställning huruvida dessa metoder att värdera helt överensstämmer med IAS 40? Samtliga undersökta företag hävdar dock att man skall följa det nya regelverket i sin redovisning för framtiden samtidigt som man tycks vara av den uppfattningen att detta regelverk överensstämmer med de metoder som man "alltid tillämpat" och menar möjligen också att en beräkning av alla framtida kassaflöden till nuvärdet bäst beskriver vad försäljningsvärdet är på balansdagen.

3.2

Redovisat eget kapital enligt gamla och nya regelverk i relation till marknadens värdering

Min utgångspunkt för detta moment av min undersökning är ägarteorin, som beskrivs i avsnitt 2.2.2. Denna sätter ägaren i centrum. Teorins främsta innebörd är att redovisningen skall fokuseras på mätning av förmögenheten, medan intäkter och kostnader endast skall ses som en förklaring till förändringen i en enda post i balansräkningen, nämligen det egna kapitalet.

Min uppfattning är också att det är relevant att jämföra det egna kapitalet i bolagen med dess börsvärde. Enligt Runsten⁸² borde goda beskrivningar av företagets värdeskapande påvisa ett nära samband mellan företagets aktiekurs och dess egna kapital. Tillväxten i eget kapital kan enligt Runsten⁸³ förklara en stor del av tillväxten i aktiekursen om man studerar längre tidsperioder. Värder relevanta händelser tycks därför förr eller senare passera genom redovisningssystemet, menar Runsten.

Med den redovisningsmodell som tidigare varit den allena rådande i Sverige har det i det korta perspektivet kunnat förväntas medföra stora skillnader mellan företagets redovisade egna kapital och dess börsvärde och företagets värden har därför möjligen beskrivits bättre genom resultaträkningarna. Med den nya redovisningskonvention som nu gäller, kommer dock rent teoretiskt summan av alla framtida vinster att inrymmas i

⁸² Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelson och Östman, *Redovisningens Roller*, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm 1993, sid 23

⁸³ Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelson och Östman, *Redovisningens Roller*, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm 1993, sid 36

det redovisade egna kapitalet och därmed borde man också kunna förvänta sig bättre överensstämmelse mellan eget kapital och börsvärde. Resultaträkningen borde därmed få en underordnad betydelse som beslutsunderlag för investerare.

Undersökningen som redovisas i detta avsnitt avser två olika tidpunkter och frågeställningen är hur företagens redovisade egna kapital enligt gamla och nya regler överensstämmer med börsvärdet den 31 december 2004 och den 31 mars 2005.

Undersökningen gäller dock inte bara att stämna av börsvärdet mot eget kapital utan också att analysera hur marknaden reagerar inför den information som lämnas av bolagen och hur företagen eventuellt strävar efter att anpassa sin redovisning till börsvärdet.

Castellum (se också bilaga 01)

Castellum är ett av de större börsnoterade fastighetsbolagen i Sverige. Fastighetsbeståndet består främst av kommersiella lokaler i fem regioner i landet. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 19,5 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 41 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 21 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,51 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktionens omsättningshastighet var ca 5,5 gånger högre.

I Castellum utgjordes 99 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 43 miljoner större än ingångsbalanserna år 2005. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 9 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 85,2 procent, vilket innebär att mark-

nadens bedömning av företagets värde är 34,7 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensställelsen 50,5 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensställelsen med börsvärdet mellan 70,8 procent till 99,7 procent.

Redovisningens överensställelse med det genomsnittliga börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 87,6 procent, vilket innebär en förbättrad överensställelse med 2,4 procent.

Redovisningens överensställelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 82,5 procent och på dagen för offentliggjord delårsrapport den 20 april är överensställelsen 73,5 procent. Detta innebär att överensställelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 8,9 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 20 april 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	9 februari 2005	31 mars 2005	20 april 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	4927			
Verkligt eget kapital	8317	8317	7809	7809
Börsvärde	9758	9492	9471	10691
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,98/1,17	1,14	1,21	1,37

Vid fullständig överensställelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 1,98 och med nytt regelverk 1,17. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,14, 1,21 och 1,37.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således, främst beroende på de nya redovisningsreglerna. Kursen var svagt sjunkande under första kvartalet. Trots att eget kapital redovisades till något

lägre värde den 31 mars steg kursen något efter den information som lämnats den 20 april.

Hufvudstaden (se också bilaga 02)

Hufvudstaden förvaltar och hyr ut kontors- och butikslokaler i egna fastigheter i centrala Stockholm och Göteborg. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 15,4 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 206 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 40 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,19 under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktionens omsättningshastighet var ca 14,7 gånger högre.

I Hufvudstaden utgjordes 99 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 612 miljoner större än ingångsbalanserna år 2005. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 28 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 80,7 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 28,8 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 51,9 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 69,6 procent till 91,8 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 70,7 procent, vilket innebär en försämrad överensstämmelse med 10,0 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 71,8 procent av börsvärdet och på dagen för offentliggjord delårsrapport den 2 maj är överensstämmelsen 70,3 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 1,4 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 2 maj 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börser. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	28 februari 2005	31 mars 2005	2 maj 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	5208			
Verkligt eget kapital	8099	8099	7400	7400
Börsvärde	10035	11448	10313	10520
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,93/1,24	1,41	1,39	1,42

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 1,93 och med nytt regelverk 1,24. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,41, 1,39 och 1,42.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således, detta beroende på de nya redovisningsreglerna. Efter övergången har relationen sedan varit konstant.

Kungsleden (se också bilaga 03)

Kungsleden har två huvudsakliga verksamhetsgrenar, fastighetshandel och fastighetsförvaltning. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 14 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 19 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 7,5 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,40 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktiens omsättningshastighet var ca 7 gånger högre.

I Kungsleden utgjordes 91 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december år 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 85,3 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 11,6 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 73,7 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus tio procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 63,4 procent till 107,2 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 77,4 procent, vilket innebär en försämrad överensstämmelse med 7,9 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 68,6 procent och av börsvärdet på dagen för offentliggjord delårsrapport den 19 april är överensstämmelsen 68,9 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har förbättrats med 0,3 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 19 april 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	16 februari 2005	31 mars 2005	19 april 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	3509			
Verkligt eget kapital	4059	4059	4174	4174
Börsvärde	4759	5242	6086	6057
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,36/1,17	1,29	1,46	1,45

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållan-

det 1,36 och med nytt regelverk 1,17. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,29, 1,46 och 1,45.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således beroende på de nya redovisningsreglerna. En svag uppgång redovisades sedan av det verkliga egna kapitalet och även en svag uppgång i börskursen. Relationen mellan eget kapital och börsvärde ökade något under andra kvartalet.

Wallenstam (se också bilaga 04)

Wallenstam bygger, förvaltar och säljer fastigheter i stora delar av Sverige. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 14 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 68 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 4,4 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,06 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktiens omsättningshastighet var ca 47 gånger högre.

I Wallenstam utgjordes 93 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 1.012 miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 1.325 miljoner kronor större än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 22 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 121,4 procent, vilket innebär att marknadsens bedömning av företagets värde är 77,8 procent lägre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 43,9 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 95,8 procent och 147,1 procent.

Redovisningens överensstämmelse med det genomsnittliga börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 107,9 procent, vilket innebär en förbättrad överensstämmelse med 13,5 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 83,1 procent och på dagen för offentliggjord delårsrapport den 11 maj är överensstämmelsen 78,0 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 5,1 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 11 maj 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	22 februari 2005	31 mars 2005	11 maj 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	1723			
Verkligt eget kapital	4766	4766	4730	4730
Börsvärde	3925	4416	5690	6065
Börsvärde/redovisat eget kapital	2,28/0,82	0,93	1,20	1,28

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 2,28 och med nytt regelverk 0,82. Detta förhållande har sedan förändrats till 0,93 1,20 och 1,28.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således beroende på de nya redovisningsreglerna. För Wallenstams del kom verkligt eget kapital vid övergången till nya regler att överstiga börsvärdet. Detta började dock stiga efter lämnad bokslutskommuniké den 22 februari och delårsrapport den 11 maj och relationen förändrades därmed från 0,82 till 1,28.

Capona (se också bilaga 05)

Capona är ett nordiskt hotellfastighetsbolag som äger hotellfastigheter i Sverige, Norge, Danmark och Finland. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 4 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 25 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 4,9 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,20 gånger under året.

I Capona utgjordes 87 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 4 miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 442 miljoner kronor mindre än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 20 januari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 72,0 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 14,5 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 57,5 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 59,3 procent till 84,7 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 70,3 procent, vilket innebär en försämrad överensstämmelse med 1,7 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 74,8 procent och på dagen för offentliggjord delårsrapport den 21 april är överensstämmelsen 74,8 procent. Detta innebär att överens-

stämelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har förändrats med 0,9 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 21 april 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	20 januari 2005	31 mars 2005	21 april 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	1362			
Verkligt eget kapital	1705	1705	1579	1579
Börsvärde	2368	2425	2112	2112
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,74/1,39	1,42	1,34	1,34

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 1,74 och med nytt regelverk 1,39. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,42, 1,34 och 1,34.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således beroende på de nya redovisningsreglerna. Relationen mellan eget kapital och börsvärde har sedan inte förändrats nämnvärt.

Ljungberggruppen (se också bilaga 06)

Ljungberggruppens affärsidé är att förvärva, äga, utveckla och förvalta fastigheter i Stockholmsregionen. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 4,7 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 15,4 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 647.000 styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,04 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas Ericssonaktiens omsättningshastighet som var ca 70 gånger högre.

I Ljungberggruppen utgjordes 93 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet

är 173 miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 133 miljoner kronor mindre än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 28 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 85,8 procent, vilket innebär att marknads bedömning av företagets värde är 44,0 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 41,8 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 70,8 procent och 100,8 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 79,0 procent, vilket innebär en försämrad överensstämmelse med 6,8 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 69,8 procent och av börsvärdet på dagen för offentliggjord delårsrapport den 20 april är överensstämmelsen 71,7 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknads bedömning har förbättrats med 2,5 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 20 april 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	21 februari 2005	31 mars 2005	20 april 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	940			
Verkligt eget kapital	1928	1928	1999	1999
Börsvärde	2247	2440	2887	2787
Börsvärde/redovisat eget kapital	2,39/1,17	1,27	1,44	1,39

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 2,39 och med nytt regelverk 1,17. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,27, 1,44 och 1,39.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således beroende på de nya redovisningsreglerna. Relationen mellan börsvärde och eget kapital har sedan stigit något tack vare svagt stigande börskurs.

Klövern (se också bilaga 07)

Klövern utvecklar och säljer fastigheter utanför storstadsregionerna i Sverige. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 4 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 105,8 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 57,2 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,54 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktiens omsättning var ca 5 gånger högre.

I Klövern utgjordes 91 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 532 miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 439 miljoner kronor större än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 9 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 81,9 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 2,4 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 79,5 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 67,2 procent till 96,6 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 80,3 procent, vilket innebär en försämrad överensstämmelse med 1,7 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 87,2 procent och av börsvärdet på dagen för offentliggjord delårsrapport den 3 maj är överensstämmelsen 79,4 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 7,9 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 3 maj 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	9 februari 2005	31 mars 2005	3 maj 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	1631			
Verkligt eget kapital	1681	1681	1864	1864
Börsvärde	2052	2095	2137	2348
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,26/1,22	1,25	1,15	1,26

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 1,26 och med nytt regelverk 1,22. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,25, 1,15 och 1,26.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet förändrades endast svagt vid övergången från gamla till nya regler. Relationen börsvärde/eget kapital har sedan varierat svagt under något stigande börskurs.

Heba Fastigheter (se också bilaga 08)

Heba förvaltar och hyr ut bostäder företrädesvis i Stockholm. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 2,3 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 14 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 1 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,07 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktiens omsättningshastighet var ca 40 gånger högre.

I Heba Fastigheter utgjordes 99 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 97 miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 149 miljoner kronor större än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 24 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 74,6 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 62,6 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 12,0 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 64,9 procent till 84,3 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 81,1 procent, vilket innebär en förbättrad överensstämmelse med 6,5 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 81,5 procent och av börsvärdet på dagen för offentliggjord delårsrapport den 10 maj är överensstämmelsen 80,8 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 0,7 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 10 maj 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	24 februari 2005	31 mars 2005	10 maj 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	206			
Verkligt eget kapital	1283	1283	1290	1290
Börsvärde	1720	1582	1582	1596
Börsvärde/redovisat eget kapital	8,35/1,34	1,23	1,23	1,24

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 8,35 och med nytt regelverk 1,34. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,23, 1,23 och 1,24.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade mycket, från 8,35 till 1,34. Sedan har relationen börsvärde/eget kapital hållits konstant beroende på såväl lika eget kapital enligt de två kvartalsrapporterna som konstant börsvärde. Tack vare den stora justeringen 8,35/1,34 skulle man kanske kunna förvänta ett stigande börsvärde efter denna information, men så har inte skett.

Fast Partner (se också bilaga 09)

Fast Partners inriktar sig främst på förvaltning av kommersiella fastigheter och projektfastigheter i Stockholmsområdet. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari år 2005 till ca 3 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 51 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 8,7 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,17 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktiens omsättningshastighet var ca 17 gånger högre.

I Fast Partner utgjordes 91 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 79

miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 151 miljoner kronor större än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 24 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 91,5 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 15,3 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 76,2 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 67,3 procent till 115,6 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 82,8 procent, vilket innebär en försämrad överensstämmelse med 8,7 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 88,7 procent och av börsvärdet på dagen för offentliggjord delårsrapport den 21 april är överensstämmelsen 87,0 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 1,7 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 21 april 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börserna. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	24 februari 2005	31 mars 2005	21 april 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	742			
Verkligt eget kapital	891	891	936	936
Börsvärde	974	1076	1056	1076
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,31/1,09	1,21	1,13	1,15

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 1,31 och med nytt regelverk 1,09. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,21, 1,13 och 1,15.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet minskade således något beroende på de nya redovisningsreglerna. Inga större förändringar har sedan skett.

Brinova (se också bilaga 10)

Brinova utvecklar och förädlar fastighetsbestånd samt förvaltar dessa tills dess att tillfället är det rätta att sälja. Fastighetsbeståndet består av en kombination av bostäder och kommersiella lokaler. Fastighetsbeståndets värde uppgick den 1 januari 2005 till ca 2 miljarder kronor.

Bolagets utestående aktier uppgår till ca 8,5 miljoner i antal. Antalet omsatta aktier under år 2004 uppgick till ca 4,4 miljoner styck, vilket innebär att omsättningshastigheten för aktierna uppgick till 0,52 gånger under året. Som jämförelse kan nämnas att Ericssonaktiens omsättning var ca 5 gånger högre.

I Brinova utgjordes 83 procent av företagets tillgångsmassa den 31 december 2004 av förvaltningsfastigheter. Ingångsbalanserna för år 2005 överensstämmer inte helt med de preliminära värden som framtagits i bokslutet år 2004. De preliminära siffrorna för det egna kapitalet är 43 miljoner kronor större än ingångsbalanserna år 2005. Dessutom var de preliminära siffrorna för verkligt värde på tillgångarna 214 miljoner kronor mindre än ingångsbalanserna. Vid analysen har de preliminära siffrorna använts eftersom det var dessa som utgjorde den information som marknaden hade att ta ställning till i bokslutskommunikén som lämnades den 15 februari år 2005.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 december är med tillämpning av de nya reglerna 89,5 procent, vilket innebär att marknadens bedömning av företagets värde är 0,6 procent högre än det värde som bolaget kommit fram till genom sin redovisning. Med tillämpning av de gamla reglerna är överensstämmelsen 88,9 procent.

Vid en angiven osäkerhet av maximalt plus/minus 10 procent i värderingen av fastigheterna varierar överensstämmelsen med börsvärdet mellan 67,5 procent till 115,5 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet på dagen för offentliggjord bokslutskommuniké är enligt de nya reglerna 97,4 procent, vilket innebär en förbättrad överensstämmelse med 7,9 procent.

Redovisningens överensstämmelse med börsvärdet den 31 mars år 2005 är 93,1 procent och av börsvärdet på dagen för offentliggjord delårsrapport den 18 maj är överensstämmelsen 79,7 procent. Detta innebär att överensstämmelsen mellan delårsbokslut och marknadens bedömning har försämrats med 13,4 procent.

I nedanstående tabell visas hur situationen ser ut under tiden den 31 december 2004 till den 18 maj 2005 med avseende på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess kursutveckling på börsen. Här redovisas värdena i miljoner kronor.

	31 dec 2004	15 februari 2005	31 mars 2005	18 maj 2005
Redovisat eget kapital gamla regler	584			
Verkligt eget kapital	588	588	545	545
Börsvärde	657	604	631	737
Börsvärde/redovisat eget kapital	1,13/1,12	1,03	1,16	1,35

Vid fullständig överensstämmelse mellan börsvärde och företagets redovisning skall förhållandet vara 1,0. Med gammalt regelverk var förhållandet 1,13 och med nytt regelverk 1,12. Detta förhållande har sedan förändrats till 1,03, 1,16 och 1,35.

Differensen mellan börsvärdet och det egna kapitalet förändrades inte alls. Relationen kom sedan att stiga något beroende på svagt stigande börskurs och ett något lägre redovisat kapital den 31 mars.

Statistisk sammanställning av företagens värden enligt årsredovisningarna och företagens värde på börsen

Avslutningsvis görs några sammanställningar av analysen i detta avsnitt i tabellform. Den första tabellen, tabell 3A, sammanfattar hur bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004 förhåller sig till börsvärdet

vid samma tidpunkt. Dessutom visas hur en felmarginal på 10 procent i den ena eller andra riktningen vid värderingen av fastigheterna kommer att förändra förhållandet till börsvärdet.

Den andra tabellen, tabell 3B, visar det verkliga egna kapitalets överensstämmelse den 31 december 2004 jämfört med börsvärdet vid dagens slut efter offentliggjord bokslutskommuniké.

Den tredje tabellen, tabell 3C, visar det verkliga egna kapitalets överensstämmelse den 31 mars 2005 jämfört med börsvärdet vid slutet av den dag som delårsrapporterna offentliggjorts.

Analysen innefattar flera frågeställningar. Den första gäller hur redovisat eget kapital enligt gammalt regelsystem förhåller sig den 31 december 2004 till företagets börsvärde samma dag. Här kan konstateras att medianvärdet för det redovisade egna kapitalet uppgår till 54,7 procent av börsvärdet.

Den andra frågeställningen avser hur verkligt eget kapital enligt tilläggsupplysningar förhåller sig till börsvärdet vid årets slut. Här kan konstateras att medianvärdet uppgår till 85,3 procent, dvs. att relationen har väsentligen förbättrats genom en omräkning av eget kapital från redovisat eget kapital till verkligt eget kapital.

Tabell 3A

Bolag	Alt 1	Alt 2	Minus 10 %	Plus 10 %
Castellum	50,5	85,2	70,8	99,7
Hufvudstaden	51,9	80,7	69,6	91,8
Kungsleden	73,7	85,3	63,4	107,2
Wallenstam	43,9	121,4	95,8	147,1
Capona	57,5	72,0	59,3	84,7
Ljungberggr.	41,8	85,8	70,8	100,8
Klövern	79,5	81,9	67,2	96,6
Heba	12,0	74,6	64,9	84,3
Fastpartner	76,2	91,5	67,3	115,6
Brinova	88,9	89,5	67,5	111,5
Medianvärde	54,7	85,3	67,4	100,3

Tabellen visar det egna kapitalets överensstämmelse med börsvärdet den 31 december 2004. Alternativ 1 avser bokfört eget kapital och alternativ 2 verkligt eget kapital enligt tilläggsupplysning

Tabell 3B

Bolag	% 31 dec	% efter kommuniké	Bättre + Sämre -
Castellum	85,2	87,6	+2,4
Hufvudstaden	80,7	70,7	-10,0
Kungsleden	85,3	77,4	-7,9
Wallenstam	121,4	107,9	+13,5
Capona	72,0	70,3	-1,7
Ljungberggruppen	85,8	79,0	-6,8
Klövern	81,9	80,3	-1,6
Heba	74,6	81,1	+6,5
Fastpartner	91,5	82,8	-8,7
Brinova	89,5	97,4	+7,9
Medianvärde	85,3	80,7	-1,7

Tabellen visar det verkliga egna kapitalets överensstämmelse den 31 december 2004 i förhållande till börsvärdet vid dagens slut efter offentliggjord bokslutskommuniké

Tabell 3C

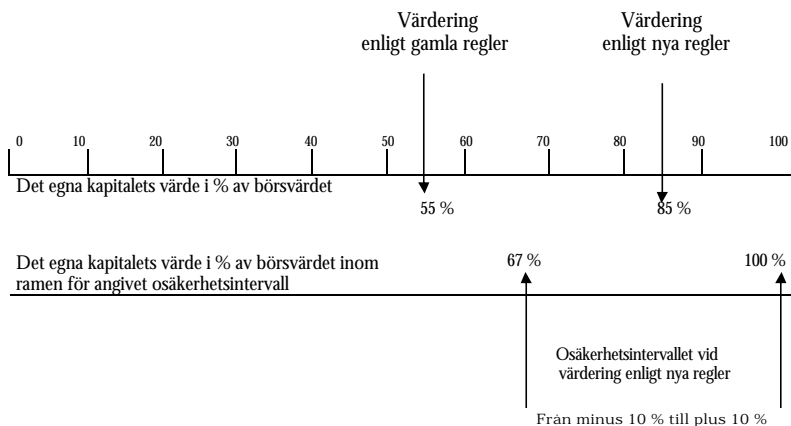
Bolag	% 31 mar	% efter delårsrapport	Bättre + Sämre -
Castellum	82,5	73,5	-9,0
Hufvudstaden	71,8	70,3	-1,5
Kungsleden	68,6	68,9	0,3
Wallenstam	83,1	78,0	-5,1
Capona	74,8	74,8	0,0
Ljungberggruppen	69,2	71,7	2,5
Klövern	87,2	79,4	-7,8
Heba	81,5	80,8	-0,7
Fastpartner	88,7	87,0	-1,7
Brinova	93,1	79,5	-13,6
Medianvärde	82,0	76,4	-1,6

Tabellen visar det verkliga egna kapitalets överensstämmelse den 31 mars 2005 i förhållande till börsvärdet vid slutet av den dag som delårsrapporterna offentliggjorts

Samtliga företag har i årsredovisningarna för år 2004 konstaterat att värdering till verkligt värde är en osäker bedömning och att eventuella felvärderingar kan uppgå till 10 procent i den ena eller andra riktningen. Det verkliga medianvärdet torde, som framgår av tabell 3A, därför kunna befinna sig mellan 67,4 procent och 100,3 procent av börsvärdet. Situationen visas också med hjälp av nedanstående bild. Vad man kan se är att även nedre gränsen för osäkerhet i bedömningen ligger ca 12 procent över det förhållande som konstaterats vid redovisning enligt gammalt regelverk och att den övre gränsen nästan helt överensstämmer med marknadens bedömning.

Det tredje steget i analysen är att jämföra det verkliga egna kapitalet per den siste december 2004 med börsvärdet vid slutet av dagen för offentliggörandet av bokslutskommunikéerna. Frågeställningen är huruvida den lämnade informationen förändrade förhållandet mellan verkligt eget kapital och börsvärdet. Undersökningen visar, som framgår av tabell 3B, att den tidigare uppnådda överensstämmelsen om 85,3 procent försämrades till 80,7 procent. Om man ser till överensstämmelsen för varje enskilt företag förbättrades överensstämmelsen i fyra fall medan den försämrades i övriga sex fall. Förändringarna kan dock betraktas som små, i vilken riktning de än gått. Detta bör tolkas som att marknaden i stort sett var nöjda med de värden som redovisades. De var i stort sett som man förväntat sig, kanske något bättre.

Det fjärde steget i analysen är att analysera hur förhållandet ser ut mellan eget kapital den 31 mars 2005 och börsvärdet för samma dag. Frågeställningen är om det går att antyda huruvida företaget anpassat sitt kvartalsbokslut till det då rådande börsvärdet. Vad som kan konstateras är att överensstämmelsen mellan i räkenskaperna redovisade värden och börsvärdet nu uppgår till 82,0 procent, således mycket nära det värde som uppnåddes vid offentliggörandet av bokslutskommunikén. Skulle företagen haft föresatsen att anpassa redovisningen till börsvärdet hade man lätt kunnat göra detta ända upp till 100 procent eftersom ju börskursen var känd vid det tillfälle delårsboksluten upprättades. Det kan därför inte finnas anledning till misstanke om en sådan anpassning.



Företagets värdering av eget kapital i relation till börsens värdering vid övergången från gamla till nya regler den 31 december år 2004

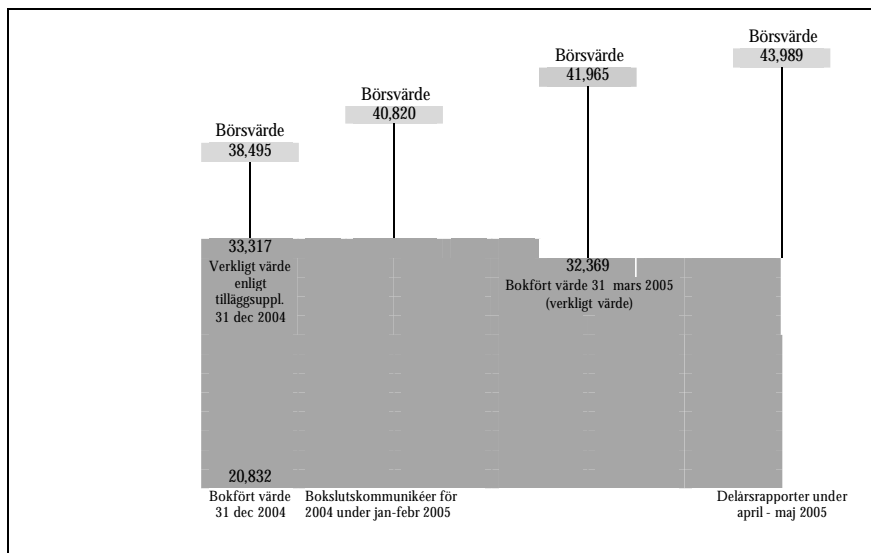
Till sist görs också en sammanställning över bolagens samlade börsvärde i miljarder kronor vilket jämförs med det av företagen redovisade egna kapitalet för första och andra kvartalet 2005. Av tabellen nedan framgår att det trots regeländringen den 1 januari 2005 finns en skillnad mellan redovisat eget kapital och företagets värde på börsen. Denna skillnad har också för de undersökta företagen totalt sett ökat med ca 6 miljarder kronor medan det redovisade egna kapitalet minskat med ca 1 miljard kronor. Den förändrade differens som finns mellan redovisat eget kapital och börsvärde beror således till största delen på kursuppgången under perioden.

Den 31 december 2004 uppgick det samlade redovisade egna kapitalet i de 10 undersökta företagen till 20,8 miljarder kronor. Vid värdering av fastigheterna till verkligt värde uppgick det egna kapitalet till 33,3 miljarder kronor medan börsvärdet uppgick till 38,5 miljarder kronor.

Direkt efter lämnade bokslutskommunikéer uppgick det samlade börsvärdet till 40,8 miljarder kronor. Den 31 mars 2005 görs företagets redovisning enligt det nya regelverket. Detta innebär att det verkliga egna kapitalet nu också är redovisat eget kapital. Detta uppgick denna dag till 32,3 miljarder medan börsvärdet var 41,9 miljarder kronor. Direkt efter

lämnade delårsrapporter för januari - mars 2005 uppgick det samlade börsvärdet till 43,9 miljarder kronor.

Det går därför att konstatera att övergången till det nya regelverket den 1 januari 2005 har medfört en "uppskrivning" av det egna kapitalet i de undersökta företagen med 12,5 miljarder kronor och differensen mellan redovisningens värden och börsvärdet minskade därmed med detta belopp. Trots "uppskrivningen" finns en differens mellan redovisat eget kapital och börsvärde uppgående till 5,2 miljarder kronor. Efter offentliggörandet av bokslutskommunikéerna för 2004 ökade denna differens med ytterligare 2,3 miljarder kronor.



Eget kapital enligt gamla och nya regler samt företagens samlade börsvärde vid olika tidpunkter

Kvoten mellan börsvärde och eget kapital uppgick därmed vid de analyserade tillfällena till 1,17 / 1,23 / 1,30 och 1,36. Dessa tal är väsentligen lägre än för aktiemarknaden generellt, ungefär bara hälften. En svag ökning av differensen kan dock konstateras mellan årets början och maj månad 2005.

3.3

Företagens information och dess kurspåverkande effekter

Analysen i detta avsnitt avser kurssvängningar under dagen mellan högsta och lägsta noterade värde på aktien. En analys har gjorts av de kurssvängningar som förekommit på dagen för offentliggörandet av bokslutskommunikéer och delårsrapporter i fastighetsbolagen. Samma värden har också jämförts med en kontrollgrupp för att man på detta sätt skall kunna relatera värdena i fastighetsbolagen till värden i allmänhet.

Tabellen 3D beskriver kurssvängningarna (standardavvikelsen i procent av dagens genomsnittskurs) i de 10 fastighetsbolagen samt i en kontrollgrupp. Den första kolumnen "Bokslutskommuniké" beskriver hur kurssvängningarna ser ut under de dagar bolagen offentliggjort sina bokslutskommunikéer för år 2004. Den andra kolumnen "Hela 1:a kvartalet" beskriver situation för hela första kvartalet. Den tredje kolumnen "delårsrapport" avser förhållandet vid offentliggörandet av företagets delårsrapporter för perioden januari-mars år 2005 och som lämnats under månaderna april-maj. I de två kolumnerna längst till höger har en sammanställning gjorts för kurssvängningarna sammantaget för bokslutskommunikéer och delårsrapporter och dessutom för de totala kurssvängningarna under hela första halvåret. En beskrivning av situationen i varje enskilt bolag finns i bilaga 11 och 12.

Tabell 3D

Bolag	Bokslutskommuniké	Hela 1:a kvartalet	Delårsrapport	Hela 2:a kvartal	Båda rapportdagarna	Första halvåret
Fastighetsbolag	2,83	1,52	1,79	2,00	2,42	1,70
Kontrollgrupp	4,42	1,78	3,21	1,80	3,60	1,82

Tabellen visar kursrörelser (volatiliteten) i fastighetsbolagen och i en kontrollgrupp

Kurssvängningarna vid dagen för offentliggörandet av bokslutskommunikéer i fastighetsbolagen var något större än svängningarna i samma bolag för första kvartalet år 2005, nämligen 2,83 procent mot 1,52 procent. Kurssvängningarna mellan högsta och lägsta dagsvärde vid dagen för offentliggörandet av bokslutskommunikéerna för år 2004 var större i kontrollgruppen än i fastighetsbolagen, nämligen 4,42 procent mot 2,83 pro-

cent. Kontrollgruppens svängningar för hela första kvartalet uppgick till 1,78 och var därför något större än svängningarna i fastighetsbolagen för samma tidsperiod.

Tolkningen av dessa siffror är att även om fastighetsbolagens kursrörelser var större vid dagarna för informationen om företagets ekonomi för år 2004 än för hela kvartalet, så vara dessa ändå små i förhållande till vad företag i kontrollgruppen utvisade för samma tidsperiod. Den information som lämnades av fastighetsbolagen, bl.a. jämförande balans- och resultaträkningar enligt det nya regelverket IAS 40, synes därför inte ha skapat någon osäkerhet i bedömningen av kursen och därmed inte heller några kurssvängningar.

Starka kursrörelser vid lämnad information till marknaden anses bero på osäkerhet om informationens innebörd eller bero på att det finns kort-siktiga placerare i aktien vilka inte i lika hög grad intresserar sig för företagets information utan grundar i stället sina beslut på förväntade kursrörelser i sig.

Kurssvängningarna i fastighetsbolagen vid dagen för avlämnande av delårsrapporter för första kvartalet år 2005 var mycket små, mindre än för andra kvartalet i sin helhet. Vid en jämförelse med bokslutskommunikéerna kan dock konstateras att kurssvängningarna var något större vid detta tillfälle än vid delårsrapporterna. Även kontrollgruppen hade mindre kursrörelser vid delårsrapporterna och för hela andra kvartalet.

Tolkningen av dessa siffror är att andra kvartalet var "något lugnare" både vad det gäller fastighetsbolagen och kontrollgruppen och att de lägre svängningarna i fastighetsbolagen under andra kvartalet, i jämförelse med första kvartalet inte kan tas som indikation på att informationen i bokslutskommunikéerna var särskilt mycket mera oroande eller osäker.

Kurssvängningarna i fastighetsbolagen var på rapportdagarna totalt sett endast något mer påtaglig än för första halvåret i sin helhet, 2,42 procent mot 1,70 procent. I kontrollgruppen var dessa värden 3,60 procent mot 1,82 procent. Här kan man således se att kurssvängningarna i fastighetsbolagen både på rapportdagarna och för hela första halvåret varit lägre än i kontrollgruppen.

Tolkningen av detta är att fastighetsbranschen inte är lika volatil som kontrollgruppen och att det inte tycks finnas kortsiktiga placerare som påverkat kursrörelserna i någon nämnvärd grad.

Det synes genom undersökningen också vara ett faktum att de nya regelverken, som genomgående bidragit till väsentligen högre redovisade värden i bolagen, inte haft någon påverkan på aktiekursen under de dagar som informationen lämnats.

Ett undantag är dock Heba där regeländringen förändrade relationen mellan börsvärde och eget kapital från 5,83 till 1,34. Kurssvängningarna den dag detta offentliggjordes uppgick till 5,22 procent, vilket var nästan dubbelt så mycket som genomsnittet för de 10 fastighetsbolagen. Trots kursrörelserna under dagen avvek den slutliga kursen denna dag med mindre än 1 procent från föregående dag. I fallet Heba kan man således urskilja en reaktion från marknaden i samband med offentliggörandet av bokslutskommunikén och det är inte uteslutet att denna reaktion var en konsekvens av den starka "uppskrivningen" av det egna kapitalet. Att sedan kursuppgången uteblev kan tänkas bero på att informationen till sist inte betraktades som något uppseendeväckande eller nytt. Viss oro tycks dock informationen ha bidragit till under dagen.

3.4

Analys av annan information än den som lämnas av bolagen själva

Den information som redovisade effekterna av det nya regelverket synes inte ha haft någon kurspåverkande effekt. Det finns istället annan information som synes påverka börskursen i mycket högre grad än företagets egen information.

Vad jag sett är att t.ex. uppfattningar eller påståenden som görs av från företaget utomstående kan få mycket mera avgörande påverkan på förhållandet mellan företagets egna kapital och dess börsvärde, åtminstone på kort sikt. Ett gott exempel på kurspåverkande information från utomstående som helt överskuggade företagets egen information är några händelser som inträffade den 10-11 augusti 2005.

Dagarna före dessa datum och på den förstnämnda dagens morgon inträffade några händelser som troligen haft en avgörande betydelse för kursutvecklingen i fastighetsbolagen just dessa dagar. 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 man 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 Reserves i USA meddelat fortsatt stadig 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 man konstaterade att fastighetsindex stigit med 92 procent och att den höga kursen på fastighetsaktier nu var svår att motivera. Strax före klockan 11 hade Kungsleden backat med drygt 7 procent samt Klöver och Brinova med 6 procent. Nyhetsbyrån Direkt förmedlade under dagen följande information till marknaden:

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 Fabege, 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 fundamentalnyhet i artikeln, men investerare får kanske upp ögon för bland annat räntehöjningen, nu snart 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 Faberge, 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 offentliggör halvårsrapporten för januari – juni 2005 under dagen 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 börsvärde 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.

Vid dagens slut var kursfallet i de tio bolag som behandlats i denna uppsats följande:

Bolag	Procent
Brinova	-4,96
Capona	-2,78
Castellum	-4,52
Fastpartner	+1,40
Heba	-2,04
Hufvudstaden	-3,00
Kungsleden	-5,41
Klövern	-5,71
Ljungberggruppen	-2,27
Wallenstam	-4,90
Genomsnitt	-3,42

OMX-indexet blev denna dag +1,30 procent och SAX-indexet blev 1,12 procent samtidigt som kursen i fastighetsbolaget sjönk med 3,42 procent. Just den 10 augusti lämnade Wallenstam sin halvårsrapport för perioden januari-juni 2005 till marknaden och uppvisade bl.a. nästan dubblad vinst. Aktien föll trots detta med hela 4,9 procent. Min tolkning av detta är att ryktet om eventuell höjd ränta och framför allt Dagens Industris kommentarer till detta hade en helt avgörande betydelse för kursutvecklingen och för Wallenstams del helt överskuggade den mycket positiva rapporten de offentliggjorde.

Även den 11 augusti var börskursen under kraftig nedgång. Under denna dags förmiddag offentliggjordes också halvårsrapporten januari-juni 2005 för Heba. Resultatet var ca 15 procent bättre än jämförelseperioden men detta kunde inte få kursfallet att avstanna under dagen. Kursen föll med hela 7,29 procent vid jämförelse mot föregående dag. Nyhetsbyrån Waymaker och nyhetsbyrån Direkt fömedlade under dagen följande information till marknaden:

Klockan 11.36 den 11 augusti 2005

HALVÅRSRAPPORT I JANUARI - 30 JUNI 2005

HEBA Fastighets AB (publ) ökade under perioden januari - juni 2005 hyresintäkterna till 102,8 (100,7) Mkr. Resultatet efter finansiella poster uppgick till 32,1 (27,9) Mkr. Vinst vid fastighetsförsäljning ingår med 1,4 (0) Mkr. Resultatet efter skatt uppgick till 23,2 (20,2) Mkr, vilket motsvarar 1,69 (1,47) kr per aktie.

Det egna kapitalet var 1 272,5 (1 162,3) Mkr motsvarande en synlig soliditet om 55,2 (53,3) %. Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapitalet uppgick till 2,4 (22,3) Mkr. För 2005 förväntas ett något förbättrat resultat jämfört med föregående år, exklusive jämförelsestörande poster och värdeförändringar, innebärande en viss uppräknings av tidigare prognos. I övrigt hänvisas till bifogad halvårsrapport.

Stockholm den 11 augusti 2005 HEBA Fastighets AB (publ) Nils Hedberg V D

Klockan 12.54 den 11 augusti 2005

BÖRSEN: FASTIGHETSAKTIERNA I SOPNEDKASTET

STOCKHOLM (Direkt) Det höga oljepriset satte återigen press på börserna runt om i Europa på torsdagen och Stockholm var inget undantag. Omkring klockan 12.50 noterades OMXS ned 0,4 procent på 871,1. Omsättningen uppgick till knappt 4,4 miljarder kronor.

Säljtrycket på fastighetsaktier var stenhårt i takt med att marknaden fortsatte slakten på sektorn. Fastighetsbolagen stod som spön i backen på förlorarlistan. "Uppenbarligen har det varit väldigt mycket spekulativa pengar inne i fastighetsbolagen", säger en mäklarchef till Nyhetsbyrån Direkt. Det fortsatta raset i sektorn förklarar han med kombinationen av Dagens Industris artikel i onsdags om en vändning uppåt i räntetrenden, samt SBAB:s räntehöjning för lån på längre löptider.

SBAB höjde räntorna med 0,10-0,25 procent i tisdags för lån på löptider mellan ett och tio år. Fastighetsdirektörerna i Brinova, Fabega, Castellum, Wallenstam och Kungsleden fick finna sig i att samsas i mörkret i börSENS sopnedkast med bolag som Gamers Paradise och Opcon. Brinova B var ned -7,8 procent, Fabega -9,2 procent och Castellum -7,7 procent.

Hebas resultat efter skatt ökade till 23,2 miljoner kronor för första halvåret (20,2). Bolaget höjer prognosen för 2005 och räknar nu med ett bättre resultat jämfört med i fjol, exklusive jämförelsestörande poster. Detta till trots kördes Heba på porten och B-aktien sjönk 6,6 procent.

Michael Wallin 08-736 59 93 Nyhetsbyrån Direkt

Kursutvecklingen i de tio bolagen var vid dagens slut den 11 augusti som följer:

Bolag	Procent
Brinova	-5,22
Capona	-1,90
Castellum	-5,88
Fastpartner	-8,62
Heba	-7,29
Hufvudstaden	-3,10
Kungleden	-4,29
Klövern	-1,89
Ljungberggruppen	-6,51
Wallenstam	-6,19
Genomsnitt	-5,09

OMX-indexet blev denna dag -0,54 procent och SAX-indexet -0,53 procent. För börsen i sin helhet under den 10-11 augusti kunde således en svag uppgång konstateras medan de tio fastighetsbolagen föll med 8-9 procent.

Den 12 augusti avstannade nedgången i aktiekursen som vid dagens slut låg på genomsnitt -0,13 procent. Wallenstamaktien återhämtade sig något, plus 2,47 procent, kanske som en konsekvens av den fina delårsrapporten.

Kapitel 4

Slutsatser

Värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av företagens fastigheter

Redovisat eget kapital enligt gamla regler och nya regler i relation till marknadens värdering

Företagens information och dess kurspåverkande effekter

Analys av annan information än den som lämnas av företagen själva

Förslag till fortsatt forskning

4

Slutsatser

Slutsatserna av den gjorda undersökningen kommer att struktureras upp på så sätt att "värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av företagens fastigheter" redovisas i avsnitt 4.1, "redovisat eget kapital enligt gamla regler och nya regler i relation till marknadens värdering" i avsnitt 4.2, "företagens information och dess kurspåverkande effekter" i avsnitt 4.3 och slutligen "analys av annan information än den som lämnas av företagen själva" i avsnitt 4.4.

4.1

Värderingsmetoder och osäkerhetsfaktorer vid värdering av företagens fastigheter

Anskaffningskostnadsprincipen som värderingsmetod i balansräkningen är möjlig även med det nya regelverket IAS 40. Denna metod kommer dock att överges av de i denna uppsats undersökta företagen. Samtliga tio företag berättar i sina årsredovisningar för år 2004 att man från år 2005 kommer att använda sig av möjligheten att redovisa sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde även i balansräkningen. Alla företagen berättar i årsredovisningarna att man kommer att använda sig av kassaflödesbaserade värderingsmodeller. Man ser problem med detta och då gäller det inte modelltänkandet utan i stället de svårigheter som kommer att finnas med att tilldela de variabler som ingår i modellen objektiva värden. Här har bolagen påvisat många olika uppfattningar. Avkastningskravet kan t.ex. variera från 5 – 15 procent och osäkerhetsfaktorerna vad det gäller framtida räntenivåer är betydande, understrycker man. Detta har också medfört att samtliga bolag särskilt angivit att det verkliga värdet på fastigheterna kan befinna sig mellan tio procent under och tio procent över det framräknade värdet.

Vid sina värderingar hänvisar bolagen i huvudsak till sedan redan tidigare etablerade värderingsmetoder som tagits fram av olika institut, både svenska och internationella. Däremot hänvisar man i mycket ringa omfattning till IAS 40 och de möjliga metoder som där anges. IAS 40 föreskriver att man skall värdera och redovisa till marknadsvärden, vilket man också definierar som fastighetens möjliga försäljningsvärde på bokslutsdagen. Om detta värde inte går att beräkna får man utnyttja metoden

att räkna fram värdet via budgeterade resultaträkningar som diskonteras till nuvärdet, dvs. man beräknar alla framtida nettokassaflöden till nuvärdet. Det är denna "nödlösning" som företagen hänvisar till i allt väsentligt. Om man menar att det är genom detta förfaringsätt man kommer fram till försäljningsvärdet på bokslutsdagen går inte att uttyda genom årsredovisningarna.

4.2

Redovisat eget kapital enligt gamla regler och nya regler i relation till marknadens värdering

Det nya regelverket IAS 40 med möjligheten att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde även i balansräkningen bidrar till väsentligen bättre överensstämmelse mellan företagens redovisade egna kapital och företagens värde på börsen. Den övre delen av värderingsintervallet sammanfaller nästan med börsvärdet medan det nedre intervallet ligger 12 procent ovanför det värde som en redovisning av fastigheterna med utgångspunkt i anskaffningsvärdet skulle ge upphov till. Anpassningen till börsvärdet den 31 december år 2004 var ca 85 procent, dvs. det redovisade egna kapitalet uppgick till 85 procent av börsvärdet denna dag. Om man inverterar värdet får man en kvot börsvärde/redovisat eget kapital uppgående till 1,17. Efter bokslutskommunikéerna steg denna kvot till 1,23 och i samband med kvartalsboksluten var kvoten 1,30. Efter offentliggörandet av delårsrapporterna steg kvoten ytterligare till 1,36. Det kan konstateras att dessa värden ligger på ungefär hälften av vad som gäller för börsbolagens A-lista i genomsnitt.

Man kan med utgångspunkt i undersökningen konstatera att marknadens bedömning av företagens värde ligger en bit ovanför företagens värderingar och man kan tolka detta som att företagen tillämpar försiktighet inom ramen för verkligt värde medan marknaden avstår från denna försiktighet. Vid den "oförsiktiga" bedömningen att fastigheternas verkliga värde är tio procent högre än vad man redovisat, kommer dock börsens bedömning i början av januari 2005 att stå i fullständig samklang med företagens egna bedömningar.

Vidare kan konstateras att, om det varit så att företagen haft en strävan att anpassa det redovisade egna kapitalet till börsvärdet, vore det relativt enkelt att genomföra detta med det nya regelverkets hjälp. Någon sådan

tendens går dock inte att finna. Trots en stigande börskurs under första kvartalet 2005 har företagen i kvartalsboksluten den 31 mars redovisat något lägre värden för fastigheter och eget kapital än vad som var fallet den 31 december 2004 samtidigt som marknadens värdering stigit något.

4.3

Företagens information och dess kurspåverkande effekter

Kursrörelserna vid offentliggörandet av bokslutskommunikéer var små och endast något större än ett genomsnitt över första halvåret. Den information som lämnades av fastighetsbolagen med bl.a. jämförande information i balans- och resultaträkningsform enligt det nya regelverket synes inte ha haft någon betydelse för marknadens bedömning. Stora kursrörelser under dagen i båda riktningarna kan ses som ett uttryck för marknadens oro och osäkerhet inför den lämnade informationen. Någon sådan oro eller osäkerhet har inte kunnat märkas i fastighetsbolagen.

Informationen i kvartalsrapporterna för januari-mars 2005 har inte heller haft någon påverkan på aktiekursen. Kursuppgången under andra kvartalet har dock varit omfattande, men det är troligen andra faktorer än kvartalsrapporterna som bidragit till detta. Det man fick veta i rapporterna var vad man hade förväntat sig. Fastighetsbolagen tycks också ha mindre kursrörelser än andra bolag, särskilt vid rapporteringsdagarna.

4.4

Analys av annan information än den som lämnas av företagen själva

Den 10-11 augusti 2005 blev ett utmärkt tillfälle att analysera förhållandet mellan sådan information som lämnades av bolagen själva och sådan information som lämnats från utomstående informationskällor. Dessa två dagar föll kursen i fastighetsbolagen med cirka 10 procent under det att två av bolagen offentliggjorde sina halvårsrapporter. Det ena av bolagen kunde redovisa en vinstfördubbling och det andra ett vinstförbättring på ca 15 procent. Trots detta föll dessa bolags aktier i samma omfattning som övriga av de undersökta fastighetsbolagen.

Den kraftiga nedgång i börskurs som inträffade i de undersökta bolagen synes till avgörande del bero på de artiklar som publicerades av Dagens

Industri. I artikeln den 10 augusti var budskapet att fastighetsaktierna var alldeles för högt värderade, medan artikeln den 11 augusti hade budskapet att det var dags att "kasta fastighetsaktierna i sopnedkastet", möjligen på grund av det av artikeln föregående dag framkallade "raset".

Vad vi ser här är att tidningsartiklar sannolikt uppfattas som mer trovärdig information än den som lämnas av företagen själva och om det är så blir det svårt att hävda att företagens redovisning kan ha någon avgörande betydelse som beslutsunderlag för investerare. Den information företagen lämnade i bokslutskommunikéerna var antingen redan känd och/eller förväntad. Även de uppgifter som Dagens Industri delgav marknaden var kända. Alla visste ju att kursen stigit under våren 2005. Ändå kom tidningsartiklarna att sänka kursen med ca 10 procent på två dagar. Man bör dock vid denna analys beakta hotet om höjd ränta dagarna före tidningsartiklarna.

4.5

Förslag till fortsatt forskning

I min uppsats har jag behandlat frågan om redovisningen i förhållande till börsvärdet och vilken effekt nya regler kan få på förhållandet mellan redovisat eget kapital i ett företag och dess värde på marknaden. Jag har också, även om översiktligt, bedömt med vilken kraft rapporten påverkar detta börsvärde och konstaterade att tidningsartiklar av ekonomijournalister spelar mycket större roll för kursutvecklingen på kort sikt än företagens kvartalsrapportering.

Det finns enligt min uppfattning tre viktiga intressenter i frågan om redovisningens regelverk. Dessa intressenter är redovisarna, marknaden och revisorerna. Dessa grupper kan ha olika uppfattningar om vad som är bra och inte bra med de nya regelverken och i ett internationellt perspektiv kan man förvänta sig att det också finns motstridiga intressen inom dessa grupper.

Dessa intressesättningar kan ha sin grund i olika uppfattningar om vilket syfte man skall ha med redovisningen. I en sådan atmosfär kan man också fundera över begreppet verkligt värde och om detta begrepps substans. Hur tydligt eller väl klarlagd är innebörden i begreppet och hur

uppfattar man det skrivna ordet i olika situationer och sammanhang bl.a. utifrån skilda kulturella uppfattningar om redovisning?

I fallet förvaltningsfastigheter kan man fundera över begreppen marknadsvärde och verkligt värde ytterligare. I företagens årsredovisningar har inte gjorts några djupare analyser av begreppen utan man har endast hävdats att man nu följer IAS/IFRS för att så skall det vara. Därutöver hänvisar man till att man vid värderingarna följer regler som skapats av bl.a. Svenskt Fastighetsindex och några andra värderingsinstitut, regelverk som utarbetats långt före det att IAS 40 framtagits.

Det är därför, enligt min mening, av särskilt intresse att fördjupa sig ytterligare i dessa begrepp och framförallt ta upp detta med praktikens folk. Hur ser deras tolkning ut och vad har de för uppfattningar om det nya regelverket IAS 40 och vilka icke avsedda konsekvenser kan det nya sättet att redovisa få? En sådan effekt är den s.k. bubblan. Det är många som fattat misstanke om att det nya sättet att redovisa kommer att skapa nya bubblor på aktiemarknaden.

Eftersom den nu föreliggande uppsatsen "Verkligt värde i balansräkningen" begränsat sig till just effekterna på balansräkningen och det egna kapitalet kan en breddning av problemet till att omfatta även resultaträkningen vara av intresse. Det nya regelverket för förvaltningsfastigheter innebär att resultaträkningen kommer att innehålla både realiserade och orealiserade transaktioner (holding gains).

Vad anser redovisarna, marknaden och revisorer i Sverige om det nya sättet att redovisa förvaltningsfastigheter i balansräkningen och vilka konsekvenser anser dessa intressenter att reglerna kan få? Innebär de nya regelverken ett ökat förtroende för redovisningens rapporter? Detta är också sådana frågeställningar som borde vara av intresse att utforska djupare. Här kan man tänka sig två vägar att gå. Antingen kan man göra fenomenografiska studier genom intervjuer med redovisningens olika aktörer eller kan man analysera förändringar i börshandeln och dess reaktioner på lämnad information på kort och lång sikt.

Bilaga 01

Bolag: Castellum

Antal aktier: 41.000.000

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	14.852
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	14.741
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	99
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	19.550
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	19.550
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	0
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	19.549

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	4.927
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	8.317
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	8.035
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	282
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	7.809

Börsvärde

Den 31 december 2004	9758
Dagen för bokslutskommuniké	9492
Den 31 mars 2005	9471
Dagen för delårsrapport	10691

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	50,5
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	85,2
Verkligt värde / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	87,6
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	82,5
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	73,5

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	1408
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	70,8
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	99,7

Bilaga 02

Bolag: Hufvudstaden

Antal aktier: 206.265.933

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	10.479
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	10.337
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	99
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	15.421
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	15.421
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	0
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	15.159

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	5.208
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	8.099
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	7.487
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	612
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	7.400

Börsvärde

Den 31 december 2004	10035
Dagen för bokslutskommuniké	11448
Den 31 mars 2005	10313
Dagen för delårsrapport	10520

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	51,9
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	80,7
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	70,7
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	71,8
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	70,3

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	1110
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	69,6
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	91,8

Bilaga 03

Bolag: Kungsleden

Antal aktier: 18.958.620

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	13.679
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	12.463
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	91
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	14.473
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	14.473
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	0
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	16.795

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	3.509
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	4.059
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	4.059
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	0
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	4.174

Börsvärde

Den 31 december 2004	4759
Dagen för bokslutskommuniké	5242
Den 31 mars 2005	6086
Dagen för delårsrapport	6057

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	73,7
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	85,3
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	77,4
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	68,6
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	68,9

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	1042
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	63,4
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	107,2

Bilaga 04

Bolag: Wallenstam

Antal aktier: 68.142.361

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	10.289
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	9.572
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	93
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	13.970
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	12.645
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	1.325
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	19.549

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	1.723
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	4.766
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	3.754
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	1.012
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	4.730

Börsvärde

Den 31 december 2004	3925
Dagen för bokslutskommuniké	4416
Den 31 mars 2005	5.690
Dagen för delårsrapport	6.065

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	43,9
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	121,4
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	107,9
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	83,1
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	78,0

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	1006
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	95,8
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	147,1

Bilaga 05

Bolag: Capona

Antal aktier: 24.995.946

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	4.166
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	3.616
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	87
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	4.172
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	4.614
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	442
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	4.530

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	1.362
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	1.705
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	1.701
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	4
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	1.579

Börsvärde

Den 31 december 2004	2368
Dagen för bokslutskommuniké	2425
Den 31 mars 2005	2112
Dagen för delårsrapport	2112

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	57,5
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	72,0
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	70,3
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	74,8
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	74,7

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	300
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	59,3
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	84,7

Bilaga 06

Bolag: Ljungberggruppen

Antal aktier: 15.441.000

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	3.553
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	3.318
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	93
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	4.690
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	4.823
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	133
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	4.690

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	940
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	1.928
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	1.755
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	173
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	1.999

Börsvärde

Den 31 december 2004	2247
Dagen för bokslutskommuniké	2440
Den 31 mars 2005	2887
Dagen för delårsrapport	2787

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	41,8
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	85,8
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	79,0
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	69,2
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	71,7

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	338
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	70,8
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	100,8

Bilaga 07

Bolag: Klöverm

Antal aktier: 105.785.881

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	4.534
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	4.123
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	91
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	4.193
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	3.661
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	532
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	5.489

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	1.631
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	1.681
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	1.242
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	439
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	1.864

Börsvärde

Den 31 december 2004	2052
Dagen för bokslutskommuniké	2095
Den 31 mars 2005	2137
Dagen för delårsrapport	2348

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	79,5
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	81,9
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	80,3
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	87,2
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké och dagen efter	79,4

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	302
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	67,2
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	96,6

Bilaga 08

Bolag: Heba

Antal aktier: 13.760.000

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	835
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	824
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	99
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	2.321
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	2.172
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	149
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	2.333

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	206
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	1.283
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	1.186
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	97
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	1.290

Börsvärde

Den 31 december 2004	1720
Dagen för bokslutskommuniké	1582
Den 31 mars 2005	1582
Dagen för delårsrapport	1596

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	12,0
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	74,6
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	81,1
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	81,5
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	80,8

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	167
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	64,9
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	84,3

Bilaga 09

Bolag: Fast Partner

Antal aktier: 51.000.000

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	3.363
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	3.063
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	91
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	3.270
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	3.119
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	151
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	3.489

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	742
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	891
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	812
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	79
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	936

Börsvärde

Den 31 december 2004	974
Dagen för bokslutskommuniké	1076
Den 31 mars 2005	1056
Dagen för delårsrapport	1076

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	76,2
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	91,5
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	82,8
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	88,7
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	87,0

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	235
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	67,3
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	115,6

Bilaga 10

Bolag: Brinova

Antal aktier: 8.475.594

Tillgångar

Bokfört värde för tillgångar den 31 december 2004	2.003
Varav förvaltningsfastigheter till bokfört värde	1.669
Procentuell andel förvaltningsfastigheter	83
Verkligt värde för tillgångar den 31 december 2004 enligt tilläggsupplysningar	2.009
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 1 januari 2005	2.223
"Fel värdering" i tilläggsupplysningar december 2004	214
Bokfört värde för tillgångar till verkligt värde den 31 mars 2005	2.030

Det egna kapitalet

Bokfört värde för eget kapital den 31 december 2004	584
Verkligt värde för eget kapital den 31 december 2004	588
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 1 januari 2005	545
"Fel värdering" i tilläggsupplysning den 31 december 2004	43
Bokfört värde för eget kapital (nu verkligt värde) den 31 mars 2005	588

Börsvärde

Den 31 december 2004	657
Dagen för bokslutskommuniké	604
Den 31 mars 2005	631
Dagen för delårsrapport	737

Substansvärden i förhållande till marknadens värdering

Bokfört värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	88,9
Verkligt värde / börsvärde den 31 december 2004 i procent	89,5
Verkligt värde / genomsnittligt börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	97,4
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde den 31 mars 2005	93,1
Bokfört värde (nu verkligt värde) / börsvärde på dagen för bokslutskommuniké	79,7

Osäkerhetsmarginal

Plus / minus 10 procent osäkerhet påverkar det egna kapitalet med	145
Nedre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	67,5
Övre gräns för förhållandet mellan verkligt värde och börsvärde den 31 december 2004	111,5

Bilaga 11

Bolag	Boksluts-kommuniké	Hela 1:a kvartalet	Delårsrapport	Hela 2:a kvartalet	Båda rapport-dagarna	Hela första halvåret
Castellum	0,86	1,63	1,54	2,30	1,20	1,99
Hufvudstad	2,65	1,61	1,80	2,10	2,22	1,87
Kungsleden	2,53	1,40	3,29	2,30	2,28	1,84
Wallenstam	2,47	2,81	6,57	3,29	4,55	1,84
Capona	5,67	1,45	1,78	1,21	3,72	1,33
Ljungberg	3,01	0,62	1,39	0,76	2,20	0,69
Klövern	3,03	1,13	1,35	1,90	2,19	1,55
Heba	5,22	0,77	0,00	0,89	2,61	0,83
Fast P	3,14	1,58	5,21	1,22	4,18	1,39
Brinova	0,35	0,99	5,46	3,39	2,19	2,38
Medel	2,89	1,47	3,02	1,95	2,88	1,61
Median	2,83	1,52	1,79	2,00	2,42	1,70

Procentuella kursrörelser i fastighetsbolagen under dagarna för lämnad information

Bilaga 12

Bolag	Vid boksluts-kommunikén	Första kvartalet	Vid delårs-rapporten	Andra kvartalet	Totalt rapportdagarna	Första halvåret
Castellum	0	-2,94	1,17	37,66	1,17	34,72
Hufvudstad	2,41	2,77	-2,20	16,00	0,21	18,77
Kungsleden	-0,18	27,89	2,73	28,04	2,55	55,93
Wallenstam	2,05	44,97	3,49	16,77	5,54	61,74
Capona	4,58	-10,82	0,60	21,89	5,18	11,07
Ljungberg	1,70	28,52	-1,10	15,51	0,60	44,03
Klövern	3,13	4,12	0,91	26,24	4,04	30,36
Heba	-0,86	-4,80	0,87	9,24	0,01	4,44
Fast P	1,06	8,38	4,46	16,91	5,52	25,29
Brinova	0,35	-3,87	-3,33	58,39	-2,98	54,52
Medel	1,42	9,42	0,76	24,67	2,18	34,09
Median	1,42	4,12	0,87	21,89	2,29	26,01

Procentuell kursuppgång eller kursnedgång (-) i fastighetsbolagen de dagar informationen lämnades

Bilaga 13

Bolag	Vid boksluts-kommuniké n	Första kvartalet	Vid delårsrapport	Andra kvartalet	Totalt rapport-dagarna	Första halvåret
ABB	7,52	1,86	1,36	1,79	4,44	1,82
Beijer	1,18	1,01	0,00	1,04	0,59	1,02
Cardo	6,15	1,38	4,96	1,52	5,55	1,45
Ericsson	3,96	2,48	3,24	1,79	3,60	2,12
Gunnebo	4,42	1,78	13,28	2,64	8,85	2,21
Nokia	9,72	1,87	6,17	1,71	7,94	1,78
S Match	2,42	1,42	2,98	1,55	2,70	1,49
Scribona	12,88	2,58	3,21	1,80	8,04	2,20
Skandia	4,92	1,98	0,75	1,87	2,83	1,98
Skanska	4,09	1,76	2,06	1,68	3,07	1,72
SKF	3,02	1,75	2,76	2,02	2,89	1,84
SSAB	5,36	1,56	7,37	1,80	6,36	1,68
Telia	2,82	1,67	2,77	1,85	2,79	1,76
Trelleborg	9,43	1,83	7,02	1,99	8,22	1,91
WM Data	1,92	2,30	4,55	2,27	3,23	2,28
Medel	5,32	1,82	4,17	1,82	4,74	1,82
Median	4,42	1,78	3,21	1,80	3,60	1,82

Kontrollgruppens procentuella kursrörelser de dagar dessa företag lämnade bokslutskommunikéer och delårsbokslut

Litteraturförteckning

Referensramen

Abrahamsson Bengt, Varför finns organisationer, Norstedts, Stockholm, 1986

AICPA, *Objectives of Financial Statements*

Alexander, David & Nobes Christopher, *Financial Accounting, An International Introduction*, Prentice Hall, England, 2001

Alvesson, Mats & Deetz, Stanley, *Kritisk samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, 2000

Alvesson, Mats & Sköldberg, Kaj, *Tolkning och reflektion. Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, 1994

American Accounting Association, *A Statement of Basic Accounting Theory*, 1966

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

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

Baxter W T, *Accounting Values*, i Parker, R H, Harcourt, G C & Whittington G, *Readings in the Concept and Measurement of Income*, Philip Allan, Antony Rowe Ltd, 1969

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

Beasley M S, Carcello J V, m.fl., *Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms*, Accounting Horizons 14 (4): 441-454, 2000

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

Beaver, W H & Demski, J S, *The nature of income measurement*, The Accounting Review, 1979

Björnsson, G., Kihlbom, U., Tersman, F., Ullholm, A., *Argumentationsanalys*, Natur och Kultur, 2003

Blomberg, Jesper, *Finansmarknadens aktörer - ett organizational finance perspektiv*, Liber, 2004

Blomer, Carrie, *The IASC-US Comparison Project: A Report on the Similarities and Differences between IASC Standards and U.S. GAAP*, Financial Accounting Standards Board, Norwalk, 1999

Brennan N & Mc Grath M, *Financial Statements Fraud: Incidents, Methods and Motives*, Paper på Annual Congress of European Accounting Association, Copenhagen, April 2002

Brunsson, Nils & Jacobsson, Bengt, *Standardisering*, Nerenius & Santérus Förlag, Stockholm, 1998

Brunsson, Nils & Olsson, Johan, P., *Makten att reformera*, Stockholm, Carlssons, 1991

Bryman, Alan, *Samhällsvetenskapliga metoder*, Liber Ekonomi, 2002

Burell, Gibson & Morgan, Gareth, *Sociological Paradigms and Organisational Analysis*, Biddles Ltd., Great Britain, 1988

- Busse von Colbe W, *Relationship between financial accounting research, standards setting and practice in Germany*, European Accounting Review, 1992
- Campbell m.fl. *Have individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk*, The Journal of Finance, vol. LVI nr 1
- Carlsson, Leif, *Framväxten av intern redovisning i Sverige 1900-1945*, Uppsala Universitet, Företagsekonomiska Institutionen, 2001
- Chambers, R J, *Accounting Evaluation and Economic Behavior*, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, NJ, 1966
- Choi, Frederic D.S. & Mueller Gerhard G., *International Accounting*, Prentice-Hall, International Editions, New Jersey, 1984
- Copeland, Koller & Murrin", *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Inc. Wiley, 1996
- De Bondt & Thaler, *Does the Stock Market Overreact?* The Journal of Finance, nr 3, 1986
- Directorate-General XV, *Prudence and Matching*, Accounting Advisory Forum, Internal Market and Financial Services, , 1995
- Easton, P., Harris, T & Ohlson, J.A., *Aggregata Accounting Earnings can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Return Intervals*, Columbia University, 1991
- Edenhammar Hans & Hägg Ingemund, *Makten över redovisningen*, SNS Förlag / FAR, 1997
- Edwards, Edgar O. & Bell, Philip W., *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, London, 1972
- Edwards, Edgar O. & Bell, Philip W., *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, London, 1972
- Elling Jens O, *Tradition och förvirring präglar balansräkningen*, Handelshögskolan i Köpenhamn
- Elliot & Schroth, *How Companies Lie*", Nicholas Brealey Publishing, 2002
- Evans, Thomas G, *Accounting Theory-Contemporary Accounting Issues*, Thomson, South-Western
- Far, *Internationell Redovisningsstandard i Sverige – IAS med SIC -tolkningar*, Far Förlag, 2003
- FASB s hemsida, <http://www.fasb.org>
- Financial Accounting Standards Board, *Brev från Edmund Jenkins, Chairman, 5 juni, 2000*
- Fisher, I, *The economics of accountancy*, The American Economic Review nr 20, 1930
- Fisher, I, *Income and capital*, Macmillan, New York, 1930
- Forsgårdh, L-E & Herten, K., *Information, förväntningar och aktiekurser - En studie av den svenska aktiemarknaden*, EFI, Stockholm, 1975
- Fraser L M, *Economic Thought and Language*
- Gill, R, *Discourse Analysis: Practical Implementation*, 1996 i J.T. Ricardson, *Handbook of Qualitative Research Methods for Psychology and the Social Sciences*

- Goldberg L, *Concept of depreciation*, i Baxter, W.T. & Davidson, S., *Studies in Accounting Theory*, Sweet & Maxwell, London, 1962
- Grandell Axel, *Redovisningens utvecklingshistoria*, Tidskrifts AB Företagsekonomi, Göteborg, 1972
- Gröjer, J E, *Grundläggande redovisningsteori*, Studentlitteratur, femte upplagan
- Gyllenram, C-G & Ugrina, Tony, *En aktiespekulants psykologi* Liber, 2004
- Harvey, Mike & Keer, Fred, *Financial Accounting Theory and Standards*, Prentice Hall International, London, 1983
- Henderson / Peirson / Brown, *Financial Accounting Theory. Its Nature and Development*. Second edition
- Hendriksen, Eldon S, *Accounting Theory*, Fourth Edition, Homewood, Illinois, 1982
- Hendriksen, Eldon S. & Van Breda, Michael F., *Accounting Theory*, Fifth Edition, Richard D. Irwin. Inc., 1992
- Hicks, J R, *Income, Value and Capital*, Clarendon Press, 2 nd edition, Oxford, 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
- Hirschman, A.O., *Exit, Voice and Loyalty, Response to decline in firms, organizations and states*, Cambridge, Mass., 1970
- Häg, Claes, *Värdering av aktier*, Studentlitteratur, Lund, 1989
- IASC s / IASB s hemsida <http://www.iasb.org>
- Ijiri Y, *Foundations of Accounting Measurement*, Englewood Cliffs N J, Prentice Hall, 1967
- Ijiri Y, *Foundations of Accounting Measurement*, Englewood Cliffs N J, Prentice Hall, 1967
- International Accounting Standards Committee, *Shaping IASC for the Future. A Discussion Paper issued for comment by the Strategy Working Party of the International Accounting Standards Committee*, December, 1998
- Johannesson, Kurt, *Retorik eller konsten att övertyga*, Norstedts Förlag AB, Stockholm, 1991
- Johansson, Roine, *Nyinstitutionalismen inom organisationsanalysen*, Studentlitteratur, 2002
- Jönsson Sten, FE-rapport nr 1990:302
- Jönsson, Sten, *Eliten och normerna, Drivkrafter i utvecklingen av redovisningspraxis*, Doxa Ekonomi, Lund, 1985
- Jönsson, Sten, Tidskriften Balans nr 2, 1980
- Kieso, Weygant, Warfield, *Intermediate Accounting*, JohnWiley & Sons, New York, 2001
- Kohler, E.L. *A Dictionary for Accountants*, New York, Prentice Hall, 1952
- Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet*, Ekerlids Förlag, Falun, 1998
- Lee T A, *Enterprise Income: Survival or Decline and Fall?* Accounting and Business research, 1974

- Liedman Sven Eric, *Mellan det triviala och det ousägliga*, Daidalos, Göteborg, 1998
- Lindahl, E., *The concept of income*, Economic Essays in Honour of Gustav Cassel, Allen and Unwin, London, 1933
- Littleton, A.C., *Structure of Accounting Theory*, American Accounting Association, 1953
- Lukes, Steven, *Power*, New York University Press, 1986-11
- Lyon David, *Postmodernitet*, Studentlitteratur, Lund, 1998
- Macintosh, Norman, *Accounting, Accountants and Accountability: Poststructuralists Positions*, Bokförlaget Bas, Göteborg, 2000
- MacNeal, *The Nation, New York, October 7-14, 1939*. Finns också återgiven i Baxter & Davidson, *Studies in Accounting Theory*, Sweet & Maxwell, London, 1962
- Meyer 1994, i Agneta Gustafsons rapport *Resurser och normer - en studie av ideella föreningar*, 2005
- Moonitz, Maurice, *Accounting Research Study nr 1, 2 och 3*, 1961
- Mueller, Gernon, Meek, *Accounting an international Perspective*, Irwin, Homewood, Boston, 1991
- Nobes, Christopher, *Comparative International Accounting*, Fourth Edition, Prentice Hall International, 1995
- Norberg, Peter, *Finansvärldens människor*, Studentlitteratur, 2005
- Parker, R H, Harcourt, G C & Whittington G, *Readings in the Concept and Measurement of Income*, Philip Allan, Antony Rowe Ltd, 1969
- Paton, W.A. & Littleton, A.C., American Accounting Association, 1940
- Powell W W, & Di Maggio P J *The New Institutionalism in organiszational analysis*, The University of Chicago Press 1991
- Runsten, Mikael, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, i Samuelsson och Östman, *Redovisningens Roller*, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm 1993
- Ryan, Bob, Scapens Robert W, Theobald, Michael, *Research Metod and Methodology in Finance and Accounting*, Harcourt Brace & Company, London, 1992
- Ryan, Bob, Scapens Robert W, Theobald, Michael, *Research Metod and Methodology in Finance and Accounting*, Harcourt Brace & Company, London, 1993
- Samuelsson, Lars A & Östman, Lars, *Redovisningens roller*, EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm, 1993
- Sandelin, Trautwein, Wundrak, *Det ekonomiska tänkandets historia*, SNS Förlag, 1995
- Sanders, Hatfield & Moore, *A Statement of Accounting Principles*", American Accounting Association, 1938
- Sandin, Alf, *Statlig Redovisning i förändring. Från Gustaf Vasa till nutid*, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 1991
- Shiller, Robert J, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New Jersey, 2000
- Solomons, D., *Economic and accounting concepts of income*, i Parker, R H, Harcourt, G C &

Spatis, C.T., *Using published data to identify factors associated with falsified financial statements*, Paper på Annual Congress of European Accounting Association, Munich, 2000

Statements of Financial Accounting Concepts, Nr. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information

Tamm Hallström, Kristina, *Kampen för auktoritet - standardiseringsorganisationer i arbete*, EFI, Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, 2000

Tidskriften Balans nr 2, 1980, artikel av Sten Jönsson

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

Wahlström, Gunnar, *Nya förutsättningar för reglering av extern redovisning - en praxisundersökning mot bakgrund av finansiella instrument*, Parajett AB, 2000

Watts, Ross L & Zimmerman, Jerold L, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall International Editions, New Jersey, 1986

Watts, Ross L & Zimmerman, Jerold L, *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

Empiri

Bokslutskommuniké 2004, Wahlborgs
 Bokslutskommuniké 2004, Castellum
 Bokslutskommuniké 2004, Hufvudstaden
 Bokslutskommuniké 2004, Kungsleden
 Bokslutskommuniké 2004, Wallenstam
 Bokslutskommuniké 2004, Capona
 Bokslutskommuniké 2004, Ljungberggruppen
 Bokslutskommuniké 2004, Klöver
 Bokslutskommuniké 2004, Heba
 Bokslutskommuniké 2004, Fastpartners
 Bokslutskommuniké 2004, Brinova

Delårsbokslut januari - mars 2005, Castellum
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Hufvudstaden
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Kungsleden
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Wallenstam
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Capona
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Ljungberggruppen
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Klöver
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Heba
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Fastpartners
 Delårsbokslut januari - mars 2005, Brinova