



Handelshögskolan  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

# Redovisningens värder relevans

– en uppsats om sambandet mellan värderingsreglerna i IAS 40  
och aktiemarknadens värdering av fastighetsbolag

Kandidatuppsats i företagsekonomi  
Extern redovisning och företagsanalys  
HT 2009

Handledare: Jan Marton  
Emmeli Runesson

Författare: Mikael Karlsson  
Magnus Prick

# Sammanfattning

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Extern redovisning och Företagsanalys, Kandidatuppsats, HT 2009**

**Författare:** Mikael Karlsson och Magnus Prick

**Handledare:** Jan Marton och Emmeli Runesson

***Titel: Redovisningens värder relevans – en uppsats om sambandet mellan värderingsreglerna i IAS 40 och aktiemarknadens värdering av fastighetsbolag***

**Bakgrund och problem:** I och med införandet av IAS 40 har svenska bolag fått möjlighet att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Denna redovisningsteknik innebär vid en första anblick en bättre värder relevans. Hur bra denna värder relevans är i praktiken är emellertid intressant att studera.

**Syfte:** Uppsatsens syfte är att undersöka hur redovisningens värder relevans, dvs. kopplingen mellan redovisningen och aktiekursen, påverkas av att förvaltningsfastigheter numera värderas till verkligt värde i enlighet med IAS 40.

**Avgränsningar:** Vår undersökning omfattar endast bolag som varit börsnoterade sedan år 2005 (då IAS 40 blev tillämplig)

**Metod:** Vi har genomfört en kvantitativ studie, där vi med hjälp av en enkel regressionsanalys har undersökt sambandet mellan det egna kapitalet och aktiemarknadens värdering av fastighetsbolag.

**Resultat och slutsatser:** Uppsatsen visar att det råder ett värder relevant samband mellan aktiekursutvecklingen och förändringar i eget kapital då värdering av förvaltningsfastigheter sker till verkligt värde. Vidare visar uppsatsen att värder relevansen är bättre då värdering sker till verkligt värde än när värdering sker till anskaffningsvärde om sambandet studeras under 12 och 24 månader samt att värder relevansen ökar över tiden. Värder relevansen är dock bättre vid värdering till anskaffningsvärde än vid värdering till verkligt värde ifall sambandet studeras över perioder om 3 månader.

**Förslag till fortsatt forskning:** Vi har efter vår undersökning kommit fram till ett antal forskningsförslag. Bl.a. menar vi att det hade varit intressant att genomföra en motsvarande kvalitativ undersökning, en mer omfattande multipel regressionsanalys, samt att mer noggrant granska vissa specifika tidsperioder.

# Innehållsförteckning

<b>1 Inledning</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte	5
1.3 Problemformulering	5
1.3.1 Frågeställning	5
1.3.2 Problemet – är redovisningen relevant?	6
1.4 Avgränsningar	7
<b>2 Teoretisk referensram</b>	<b>8</b>
2.1 Redovisningens syfte	8
2.2 Införandet av IFRS/IAS och dess påverkan på redovisningen	8
2.3 Redovisning av förvaltningsfastigheter - IAS 40	9
2.4 Redovisningens kvalitativa egenskaper	10
2.4.1 Relevans	11
2.4.2 Tillförlitlighet, validitet och verifierbarhet	11
2.4.3 Jämförbarhet	11
2.5 Värder relevans	12
2.6 Tidigare forskning	13
<b>3 Metod</b>	<b>15</b>
3.1 Kvantitativ metod	15
3.1 Urval	15
3.2 Statistisk undersökning	16
3.2.1 Regressionsanalys	16
3.2.2 Variabler	16
3.2.3 Beräkning av korrelationen	17
3.4 Insamling och bearbetning av data	17
3.5 Bortfall	18

3.6 Validitet och reliabilitet.....	18
3.7 Källkritik.....	19
3.8 Metodkritik.....	19
<b>4 Empiri .....</b>	<b>20</b>
4.2 Sambandet mellan eget kapital och aktievärde .....	20
4.4 Förklaringsgraden .....	25
<b>5 Analys .....</b>	<b>28</b>
5.1 Det egna kapitalets värder relevans .....	28
5.2 Resultatet sett utifrån teorin om den effektiva marknaden.....	29
5.3 Den ekonomiska krisen – en reflektion avseende sambandet mellan förändringen i eget kapital och aktiekursutvecklingen.....	30
<b>6 Slutsatser .....</b>	<b>32</b>
6.1 Studiens bidrag.....	32
6.2 Värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde – hönan eller ägget? .....	32
6.3 Förslag till fortsatt forskning.....	33
<b>7 Källförteckning.....</b>	<b>35</b>
<b>Bilagor.....</b>	<b>37</b>
Bilaga 1 – Bolag som ingår i undersökningen.....	37
Bilaga 2 – Bortfall .....	38
Bilaga 3 – Data .....	39
Tidsperiod: 3 månader.....	39
Tidsperiod: 12 månader.....	40
Tidsperiod: 24 månader.....	42

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Enligt IAS 40 skall marknadsnoterade bolag redovisa förvaltningsfastigheter till *verkligt värde* i sin koncernredovisning. Att redovisa fastigheterna till verkligt värde innebär vid en första anblick att redovisningen får en bra relevans för aktiemarknaden. Detta då bolagets finansiella rapporter därigenom kan fungera som utgångspunkt vid värderingen av bolagets tillgångar. En värdering till verkligt värde möter emellertid ett stort antal svårigheter. För det första förutsätter en tillämpning av reglerna att en tillförlitlig värderingsmetod existerar. För det andra öppnar värderingsmetoden upp för subjektiva bedömningar samtidigt som bolagets företrädare av olika skäl kan försöka försköna värderingen av bolagets fastigheter. Det kan antas att aktiemarknaden inte är omedveten om de svårigheter som är förknippade med värdering av tillgångar till verkligt värde. Priset på ett bolags aktier avspeglar därför sannolikt även annan information än den som framgår av ett företags redovisning.

Redovisningens relevans för aktiemarknaden grundas på dess förmåga att tillhandahålla tillförlitlig information till aktiemarknaden. Om aktiemarknaden inte fäster stor vikt vid bolagets redovisning kan det diskuteras huruvida redovisningen överhuvudtaget kan sägas vara relevant ur ett investerarperspektiv. Denna problematik kan kopplas till diskussionen om redovisningens förmåga eller oförmåga att tillhandahålla relevant information överhuvudtaget.

## 1.2 Syfte

Det övergripande syftet med denna uppsats är att *undersöka hur redovisningens värder relevans påverkas av att förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde*. Aktiemarknaden har historiskt i sin bedömning av fastighetsbolag tagit stor hänsyn till uppskattningen av bolagets substansvärde, skillnaden mellan företagets tillgångar och skulder. Det är därför intressant att undersöka hur fastighetsbolagets värdering av förvaltningsfastigheterna korrelerar med bolagets aktiekurser, en värdeförändring av bolagets tillgångar får ju direkt genomslag i beräkningen av substansvärdet.

## 1.3 Problemformulering

### 1.3.1 Frågeställning

I vår uppsats är den huvudsakliga frågeställningen:

*Är värdering till verkligt värde att se som värder relevant och i så fall – är värder relevansen bättre än om värdering till anskaffningsvärde?*

Vi menar att vår frågeställning är såväl viktig som intressant. I nästa avsnitt redovisar vi närmare skälen till detta.

### 1.3.2 Problemet – är redovisningen relevant?

Förvaltningsfastigheterna är naturligtvis fastighetsbolagets i särklass viktigaste tillgång. Det är dessa som skall generera framtida kassaflöden till bolaget i form av löpande avkastning och eventuell försäljningsvinst. Mot bakgrund av detta öppnar värderingsreglerna i IAS 40 upp för grundläggande intressekonflikter mellan fastighetsbolagens företrädare och intressenterna på aktiemarknaden.

Bolagsledningens viktigaste uppgift är att förvärva och förvalta fastigheter som i så hög utsträckning som möjligt genererar framtida kassaflöden till bolaget. Fastigheternas värdeutveckling blir således i vissa avseenden ”ett kvitto” på hur väl bolagsledningen har lyckats med sitt uppdrag. Bolagets företrädare har därför ett intresse av att värderingen av bolagets fastigheter är så gynnsam som möjligt.

Intressenterna på aktiemarknaden har ett delvis annorlunda intresse än bolagets företrädare. Den som överväger en investering kan antas ha ett intresse av att värderingen av bolagets viktigaste tillgångar i så hög grad som möjligt överensstämmer med verkligheten. I det fall som aktiemarknaden misstänker att bolagets redovisning inte till fullo överensstämmer med verkligheten, tvingas enskilda investerare att söka information utanför redovisning. Detta kan i förlängningen innebära att bolagets redovisning får en minskad betydelse för intressenterna på aktiemarknaden.

IAS 40 tillåter självklart inte att ett fastighetsbolags företrädare medvetet förskönar bilden av företaget. Dock innebär de grundläggande svårigheter som alltid är förknippade med värdering till verkligt värde, att det kan befaras att redovisningen har vissa brister avseende dess *värder relevans* för aktiemarknaden. Av detta följer att sambandet, eller bristen på samband, mellan fastighetsbolagets finansiella rapportering och utvecklingen på aktiemarknaden är intressant att studera.

Vi menar att det är ett stort problem om aktiemarknaden i hög utsträckning underkänner bolagens redovisning och istället värderar aktierna mot bakgrund av annan extern information. IAS 40 är i hög grad utformad för att tillgodose aktiemarknadens behov av en korrekt redovisning av förvaltningsfastigheter. Om aktiemarknaden emellertid inte fäster vikt vid fastighetsbolagens bedömningar, för vem värderar bolagen då sina fastigheter? Kan det kanske till och med vara så att utveckling på aktiemarknaden, d.v.s. aktiemarknadens bedömning av bolagets ekonomiska ställning, pressar fram korrigering i redovisningen från bolagens sida? Om svaret på den sistnämnda frågan är ja, menar vi att existensberättigandet för värderingsreglerna i IAS 40 i grunden kan ifrågasättas.

## *1.4 Avgränsningar*

Till följd av de utrymmesbegränsningar som är förknippade med en kandidatuppsats har vi varit tvungna att genomföra vissa avgränsningar av vår studie. Vi kommer uteslutande att undersöka renodlade fastighetsbolag som är börsnoterade på den svenska aktiemarknaden. Eftersom vår uppsats indirekt är baserad på de redovisningsregler som återfinns i IAS 40 kommer vi även att begränsa vår granskning till att omfatta tiden efter år 2005 då standarden blev tillämplig.

Ett företag lämnar under ett räkenskapsår väldigt mycket information till aktiemarknaden. Denna information kommer inte endast till uttryck i form av finansiella rapporter. På samma sätt avspeglar aktiemarknaden väldigt mycket mer information än den som ryms inom bolagets redovisning. Att försöka redovisa och ta hänsyn till all information som potentiellt kan påverka aktiekurserna är naturligtvis orealistiskt inom ramen för en studentuppsats. Vår kanske största avgränsning är därför att vi endast kommer att undersöka hur bolagens värdering av förvaltningsfastigheter påverkar aktiekurserna.

## 2 Teoretisk referensram

I detta avsnitt kommer de teoretiska utgångspunkterna för uppsatsen att presenteras. Dessa teorier utgör, jämte det empiriska materialet, basen för uppsatsens analys och slutsats. För att ge läsare en djupare förståelse för ämnet samt den miljö som redovisningen i allmänhet, och värdering till verklig värdes påverkan på värder relevansen i synnerhet, befinner sig i kommer även fundamentala aspekter av redovisningen att beröras.

### 2.1 Redovisningens syfte

Syftet med redovisning kan beskrivas utifrån ett antal olika aspekter. Det kriterium som huvudsakligen avgör hur vi väljer att se på redovisningens syfte är vem som är användare av redovisningen. På ett övergripande plan kan redovisningens syfte sägas vara att ge information till dess användare. Hur denna information utformas och vilket syfte information i sig har för dessa användare beror dock på vem som är användare.<sup>1</sup>

De grupper som i litteraturen vanligen betraktas som användare av redovisningen är ägare, borgenärer, leverantör, kunder, konkurrenter, anställda och myndigheter. De olika grupperna tillämpar den information som redovisningen ger på olika sätt och har därför olika behov. Redovisningens syfte är därför inte bara att ge information till dess användare utan även att förmedla denna information på sätt som tillfredställer det behov som dess användare har. Förmågan att uppnå dessa syften kan beskrivas med hjälp av redovisningens kvalitativa egenskaper (se avsnitt 2.4, Redovisningens kvalitativa egenskaper, nedan), vilka mer eller mindre svarar mot de behov som dess olika användare efterfrågar. Syftet bakom en specifik redovisningsbestämmelse beror således på vem informationen riktar sig till och hur informationen är avsedd att användas.<sup>2</sup>

### 2.2 Införandet av IFRS/IAS och dess påverkan på redovisningen

Globaliseringen har inneburit att såväl företag som investerare har fått bättre möjligheter att agera utanför sina nationsgränser, vilket har lett till en efterfrågan av ett harmoniserat regelverk för redovisningen. Detta behov får anses utgöra grundstommen i upprättandet av International Accounting Standards Board's (IASB) regelverk, International Financial Reporting Standards (IFRS) och International Accounting Standards (IAS).<sup>3</sup> Grunden i IASB:s regelverk är dess "Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter". Denna föreställningsram ställer upp visa grundförutsättningar och riktlinjer för hur de övriga bestämmelserna i IFRS/IAS skall utformas. IASB:s regelverk är sedan 2005 en del av EU:s gemensamma bestämmelser på redovisningens område. Syftet bakom denna reform var att

---

<sup>1</sup> Smith, D, *Redovisningens språk*, tredje upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2006

<sup>2</sup> Ibid

<sup>3</sup> Ibid



genom harmonisering av redovisningen skapa en ökad konkurrens och jämförbarhet mellan företag inom unionen.<sup>4</sup>

IFRS/IAS grundar sig i hög utsträckning på den anglosaxiska redovisningstraditionen, medan vi i Sverige historiskt sätt har grundat våra redovisningsbestämmelser på den kontinentala redovisningstraditionen. I den kontinentala traditionen har frågor om värdering av tillgångar och skulder historiskt reglerats med hjälp av lagstiftning. Detta beror på att det har funnits en stark koppling mellan redovisnings- och skattelagstiftningen. Regleringstekniken har då varit att redovisningslagstiftningen har uppställt det högsta värdet som en tillgång får redovisas till medan skattelagstiftningen har uppställt det lägsta tillåtna värdet. Inom detta spann har företagen själva kunnat bedöma värdet på den redovisade tillgången. I regel har företagen dock valt att lägga sig på det lägsta av dessa tillåtna värden eftersom redovisningen legat till grund för beskattning. I den anglosaxiska traditionen har redovisningsbestämmelserna istället strävat efter att bolagets redovisning skall förmedla en rättvisande bild (den engelska benämningen är ”true and fair”) av företaget. Detta innebär att tillgångar som huvudregel skall värderas till verkligt värde. I den anglosaxiska traditionen har det inte, till skillnad från den kontinentala motsvarigheten, funnits en koppling mellan redovisningen och beskattningen. Det har därför inte heller funnits något incitament för företagen att hålla nere värdet på dess tillgångar.<sup>5</sup>

I linje med den anglosaxiska traditionen lägger IFRS/IAS stor vikt vid en korrekt värdering av företagets tillgångar och skulder, vilket innebär att det ofta finns ett utrymme för en värdering till verkligt värde. I svensk redovisning kan det därför anses ha skett en förskjutning från den kontinentala redovisningstraditionen till den anglosaxiska redovisningstraditionen. Detta gäller särskilt de delar av IASB:s bestämmelser som syftar till att ge en rättvisande bild av det företaget.<sup>6</sup>

### *2.3 Redovisning av förvaltningsfastigheter - IAS 40*

I IAS 40 regleras särskilt frågan om hur förvaltningsfastigheter skall hanteras i redovisningen. Införandet av IAS 40 innebar i vissa delar en väsentlig omställning för de svenska bolagen då regelverket medger en värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde.<sup>7</sup> Företagen får själva välja om de vill redovisa tillgångarna till verkligt värde eller avskrivet anskaffningsvärde. I det fall företaget väljer att värdera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde skall denna princip dock tillämpas framöver för samtliga förvaltningsfastigheter. Detta gäller förutsatt att det går att fastställa ett verkligt värde för fastigheten på ett tillförlitligt sätt.<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> IAS-förordningen

<sup>5</sup> Smith, a a

<sup>6</sup> Ibid

<sup>7</sup> IAS 40:30

<sup>8</sup> IAS 40:30, 33 och 53 jämte IAS 16

I Sverige skulle förvaltningsfastigheter tidigare alltid tas upp till sitt anskaffningsvärde med justering för avskrivningar och nedskrivningar. Det fanns även vissa möjligheter för företagen att skriva upp värdet på förvaltningsfastigheterna. En sådan uppskrivning påverkade emellertid inte företagens redovisade resultat varför principen om kongruens, att förändringar av bolagets egna kapital skall avspeglas i bolagets resultat, frångicks.<sup>9</sup> En motsvarande ordning gäller inte vid en tillämpning av de nuvarande bestämmelserna i IAS 40. De företag som väljer att redovisa sina fastigheter till verkligt värde skall låta en förändring av förvaltningsfastigheternas värde avspeglas i resultaträkningen.<sup>10</sup> De nya bestämmelserna innebär således att redovisningen av fastighetstillgångar blir mer i linje med kongruensprincipen.

En förvaltningsfastighets verkliga värde uppgår till det pris som fastigheten skulle inbringa vid en avyttring där både köparen och säljaren har en god kunskap om marknaden samt ett intresse av att transaktionen genomförs. Det verkliga värdet skall alltså motsvaras av ett hypotetiskt nutida marknadsvärde för fastigheten vid slutet av redovisningsperioden. Standarden ställer upp ett antal riktlinjer för hur en sådan värdering bör gå till.<sup>11</sup>

Enligt IAS 40 skall det verkliga värdet återspegla de inkomster som fastigheterna kan förväntas inbringa samt de utbetalningar som är knutna till fastigheten. För att en sådan bedömning skall kunna göras med tillräckligt god validitet och verifierbarhet anses den bästa metoden för bedömningen vara att jämföra med andra likartade fastigheter på en aktiv marknad. Huruvida en fastighet är likartad skall fastslås med hänsyn till fastighetens läge, skick och ingångna hyresavtal. I det fall som en aktiv marknad inte existerar för en viss fastighet får företaget med stöd av en grundlig analys försöka uppskatta det mest sannolika värdet för fastigheten. Vid en sådan analys skall hänsyn tas till priser på fastigheter av annat slag, tidigare priser på fastigheter av samma slag och nuvärdet av de framtida kassaflöden som är förknippade med fastigheten.<sup>12</sup>

## 2.4 Redovisningens kvalitativa egenskaper

De kvalitativa egenskaperna som redovisningen försöker efterleva och som får anses vara av stor betydelse för dess användbarhet är *relevans*, *tillförlitlighet*, *validitet* och *jämförbarhet*. Till detta kan även läggas en kostnads- och nyttoaspekt som ofta förs fram som en viktig sida av redovisningen. Dessa egenskaper kan, som tidigare nämnts, i mer eller mindre grad anses svara mot en viss grupp av användares informationsbehov.<sup>13</sup> De ovan nämnda egenskaperna och betydelsen av dessa kommer även till uttryck i IASB:s föreställningsram.

---

<sup>9</sup> ÅRL 4:3-8

<sup>10</sup> IAS 40:35

<sup>11</sup> IAS 40:36 och 38

<sup>12</sup> IAS 40:40 och 45-47

<sup>13</sup> Smith, a a

### 2.4.1 Relevans

Redovisningen betraktas som relevant om den är användbar som beslutsunderlag. Relevansen kan vidare delas upp i två undergrupper; *prognosrelevans* och *återföringsrelevans*. Med prognosrelevans menas att den information som redovisningen förmedlar skall fungera som beslutsunderlag för upprättande av prognoser, vilka i sin tur kan ligga till grund för investerars beslut. Med återföringsrelevans avses att redovisningen skall fungera som ett medel för att verifiera och kontrollera tidigare upprättade prognoser. Detta för att därefter kunna skapa ett bättre underlag för nästkommande prognoser.<sup>14</sup>

Relevansen är kanske den kvalitativa egenskap i IASB:s föreställningsram som har fått störst genomslagskraft. Det är en allmän utgångspunkt att de bestämmelser som upprättas av IASB är relevanta för beslutsfattande.

### 2.4.2 Tillförlitlighet, validitet och verifierbarhet

Med att redovisningen skall vara tillförlitlig avses att den information som redovisningen ger skall överensstämma med verkligheten.<sup>15</sup> Tillförlitligheten i redovisningen är nära sammankopplad med egenskaperna validitet och verifierbarhet. I IASB:s föreställningsram uttrycks att redovisningen har en tillfredställande validitet om informationen ”på ett korrekt sätt utvisar antingen vad som görs gällande att den utvisar eller vad som rimligen kan antas att den utvisar”. Det finns således en förståelse för att redovisningen inte alla gånger visar eller kan visa den faktiska verkligheten. Företaget skall dock alltid sträva mot att förmedla en korrekt bild av verkligheten och vara tydlig i redovisningen om detta inte är möjligt. Validiteten kan delas in i *fullständighet*, *neutralitet*, och *”substance over form”*. Detta innebär att redovisningen skall ge uttryck för alla väsentliga ekonomiska aspekter och avbilda dessa på bästa tänkbara sätt. Vidare skall den redovisade informationen svara mot den verkliga innebörden av en ekonomisk aspekt och inte förvrängas av den formella juridiska betydelsen.<sup>16</sup>

I likhet med kravet på validitet inbegriper egenskapen tillförlitlighet även ett krav på att den informationen som redovisningen presenterar är verifierbar, att det är möjligt att kontrollera sanningshalten i den information som redovisningen presenterar. Denna egenskap motiveras av att redovisningen är föremål för subjektiva bedömningar och att denna därmed kan vara olika beroende på vem som upprättar redovisningen. Genom att uppställa ett krav på att redovisningen skall vara verifierbar reduceras risken för otillfredsställande olikheter.<sup>17</sup>

### 2.4.3 Jämförbarhet

I litteraturen genomförs ofta en uppdelning av redovisningens jämförbarhet i två skilda undergrupper, *jämförbarhet över tiden* och *jämförbarhet mellan företag*. De två typerna

---

<sup>14</sup> Ibid

<sup>15</sup> Ibid

<sup>16</sup> Ibid

<sup>17</sup> Ibid

skiljer sig i grundläggande avseenden från varandra, varför de krav som ställs på redovisningen för att tillgodose respektive jämförbarhet också skiljer sig åt.<sup>18</sup>

För att jämförbarhet över tiden skall kunna tillgodoses uppställs ett krav på att lika händelser behandlas lika. Samma händelse idag skall alltså ha redovisat på samma sätt igår. Detta förutsätter att de regler som styr redovisningen är konsekventa över tiden, vilket i sig kan vara problematisk då redovisningen, liksom näringslivet i övrigt, befinner sig i en föränderlig värld med ständigt nya krav och behov. Vidare skapar förändringar i penningvärdet problem för jämförbarheten över tiden. Detta problem kan kopplas till penningkonventionen, som innebär att redovisningen skall uttryckas i monetära termer utan hänsyn till inflation eller deflation. Det finns en relativt stor enighet inom litteraturen om att en ordning där redovisningen tar hänsyn till förändringar av penningvärdet inte är önskvärd. I vissa fall har det dock framförts åsikter om att redovisningen bör upprättas på ett sådant sätt att den ger information med hänsyn tagen till den allmänna köpkraften. Redovisningen justeras därmed till förändringar i penningvärdet. Förslagen har dock inte fått genomslag i rådande redovisningspraxis, varför förändringar i penningvärdet fortfarande är en aspekt som försvårar jämförbarheten över tiden.<sup>19</sup>

På samma sätt som jämförbarhet över tiden, grundar sig även jämförbarheten mellan företag på principen att ”lika händelser och tillstånd skall redovisas på samma sätt”. Skälet till detta är exempelvis att en potentiell investerare skall kunna ha möjlighet att jämföra två företag med varandra. Det är då av yttersta vikt att den information som finns att tillgå ger en jämförbar bild av de båda företagen för att investeraren skall kunna fatta ett välgrundat beslut. Här ser vi en tydlig koppling mellan redovisningens jämförbarhet och relevans, då det med relevans avses att informationen skall fungera som underlag för beslut. I de fall ett sådant beslut innebär en jämförelse mellan olika företag krävs det ju att information kan bedömas utifrån samma villkor. Relevansen kan därför i vissa fall sägas vara beroende av jämförbarheten.<sup>20</sup>

## 2.5 Värderrelevans

Ett centralt begrepp inom redovisningen, som är kopplat till dess förmåga att tillhandahålla relevant information, är *värderrelevans*. Den något omstridda termen åsyftar redovisningens förmåga att återspegla ett bolags verkliga värde. Om redovisningen är värderrelevant finns ett samband mellan bolagets redovisade värde och aktiemarknaden bedömning av bolaget.<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> Ibid

<sup>19</sup> Ibid

<sup>20</sup> Ibid

<sup>21</sup> Barth, M, Beaver W och Landsman W, *The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*, Journal of Accounting and Economics 31, 2001

Värderrelevans föreligger således om redovisningen säger oss något om ett företags faktiska värde och därigenom kan fungera som underlag för prognoser om bolagets framtid.<sup>22</sup>

Holthausen och Watts beskriver två sätt att se på värderrelevans, *direct valuation* och *input-to-equity-valuation*. Det förstnämnda perspektivet betraktar värderrelevansen utifrån sambandet mellan bolagets redovisade värde och bolagets värde på aktiemarknaden. Input-to-equity-valuation tar istället sikte på redovisningens möjligheter att påverka aktiemarknaden. Redovisningen värderrelevans bedöms då utifrån dess förmåga att fungera som beslutsunderlag för investerare.<sup>23</sup> I vår uppsats undersöker vi framför allt värderrelevansen ur perspektivet *direct valuation*.

Beroende på vilken bransch ett företag verkar i kan olika delar av redovisningen ha mer eller mindre betydelse vid bedömningen av redovisningens värderrelevans. För fastighetsbolag ligger det nära till hands att studera det egna kapitalet eftersom värdeskapandet i bolagen framför allt är förknippad med företagets förvaltningsfastigheter, en väsentlig del av företagets tillgångar. Studier har också visat att finansanalytiker tenderar att lyfta fram fastighetsbolagets substansvärde som den faktor som har störst påverkan vid värderingen av företaget. Andra viktiga faktorer är kassaflöde och skuldsättningsgrad.<sup>24</sup>

## 2.6 Tidigare forskning

Det har gjorts en mängd studier angående redovisningens värderrelevans. En studie av detta slag kan dock ha en rad olika infallsvinklar och därmed ge svar på vit skilda frågor beträffande redovisningens värderrelevans. Ett par studier som vi finner värda att föra fram trots att de inte genomförs på samma sätt som föreliggande uppsats är Runsten, *Företagets ekonomiska värdeskapande enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, från 1998 samt Hamberg, Novak och Paananen, *The Impact of IFRS Adoption on Goodwill Recognition on Stock Market Valuation*, från 2007.

I Runstens avhandling studeras sambandet mellan värdet av företagets egna kapital och företagets aktievärde. Studien omfattade 252 börsnoterade under perioden 1967-1993. I studien visar Runsten att det råder en stark korrelation mellan föreändringar i det redovisade egna kapitalet och företagets aktiekurs. Runsten menar dock att det inte är helt klart varför en sådan korrelation faktiskt existerar och betonar att det inte är omöjligt att det rent av är aktiekurserna som styr den information som redovisas.

I Hamberg, Novak och Paananens studie undersöktes hur införandet av IFRS 3, om goodwill, påverkar utvecklingen av företagets aktiekurs. Genom studien försökte författarna finna ett

---

<sup>22</sup> Francis, J, Schipper, K, *Have Financial Statements Lost Their Relevance?*, Journal of Accounting Research, 1999

<sup>23</sup> Holthausen, R., W., Watts, R. L., *The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting*, Journal of Accounting and Economics, 2001

<sup>24</sup> Olbert, L, *Värdering av aktier, finansanalytikers värderingsfaktorer och informationskällor*, Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan vid Lunds universitet, Lund, 1992

samband mellan de nya reglerna om redovisningen av goodwill och aktiekursutvecklingen. Författarna drar slutsatsen att de nya reglerna ökat redovisningens värder relevans.

Det har genomförts få studier som har haft som avsikt att jämföra korrelationen mellan aktiekurser och eget kapital när tillgångar redovisats till verkligt värde respektive anskaffningsvärde. Ett par studier av detta slag har dock genomförts där de studerade företagen utgjorts av svenska börsnoterade fastighetsbolag.

Bengtsson studerade i *Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40*, från 2008, korrelationen mellan svenska fastighetsbolags egna kapital och börsvärde före respektive efter införandet av IAS 40. Bengtsson kom fram till att korrelation mellan eget kapital och aktievärde är då förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde än när de värderas till avskrivet anskaffningsvärde. Han konstaterar vidare att det råder ett beroendeförhållande mellan den information som redovisningen ger och utvecklingen på aktiekursen på kort sikt och att det då är aktiekursen som är beroende av den redovisade informationen. Bengtsson betonar dock att reaktionerna inte nödvändigtvis skall ses som en direkt konsekvens av införandet av IAS 40 utan endast att dessa samband kan urskiljas.

Slutligen vill vi framhålla en kandidatuppsats, Jernsand och Johansson, *Marknadsvärdering av tillgångar*, från 2003. I denna korrelationsstudie försökte författarna besvara frågan huruvida värdering till avskrivet anskaffningsvärde eller verkligt värde är att betrakta som mest värder relevant. I studien kommer författarna fram till att det råder bättre korrelation mellan anskaffningsvärde och aktiekursen än mellan verkligt värde och aktiekursen. De kommer till slutsatsen anskaffningsvärde således utgör ett bättre beslutsunderlag för investerare. Notera att denna studie genomfördes före införandet av IAS 40 varför de studerade företagen inte hade hunnit tillämpa en värdering till verkligt värde i sin redovisning. Författarna var därför tvungna att skatta ett verkligt värde.

## 3 Metod

### 3.1 Kvantitativ metod

För att kunna besvara vår frågeställning och uppnå syftet med vår uppsats har vi valt att genomföra en kvantitativ studie. En kvantitativ undersökning har sin utgångspunkt i kvantifierbar data, d.v.s. data som kan uttryckas i siffror. Metoden grundar sig på en positivistisk ansats. Denna innebär att forskaren förutsätts ha en förmåga att förhålla sig objektiv i sin undersökning. Han eller hon har därigenom en förmåga att särskilja fakta från värderingar.<sup>25</sup>

För att försöka efterlikna den faktiska situation som investerare befinner sig i har vi samlat in information på samma villkor som övriga aktörer på aktiemarknaden. Detta förhållningssätt har bl.a. fått följd att de väsentliga delarna av materialet har samlats in via bolagens offentliga finansiella rapporter. En investerare är vanligtvis på samma sätt begränsad i sin datainsamling då börsrättsliga regler ofta förhindrar selektiv informationsgivning från bolagens sida.

### 3.1 Urval

Samtliga fastighetsbolag som är noterade på NASDAQ OMX Stockholm ingår i vår undersökning. Med ”fastighetsbolag” avser vi renodlade fastighetsbolag, företag vars verksamhet i princip uteslutande går ut på att förvärva, förvalta och hyra ut fastigheter. Denna begränsning motiveras av att värderingsreglernas betydelse för aktiemarknaden blir lättare att undersöka om bolaget inte har någon annan, jämförelsestörande, verksamhet. Eftersom vår undersökning har ett direkt samband med regelverket i IAS 40 består vårt urval dessutom endast av fastighetsbolag som har varit noterade efter år 2005 då regelverket trädde ikraft.

I vårt arbete med att bestämma vilka bolag som skall omfattas av undersökningen har tagit hjälp av Börsens egen indelning av de noterade bolag samt företagens beskrivning av sig själva. Sammantaget ingår 16 bolag i vår undersökning.<sup>26</sup> Vår förhoppning är att en undersökning som omfattar hela populationen har goda förutsättningar att ge tillförlitliga resultat.

---

<sup>25</sup> Arbnor, I och Bjerke, B, *Företagsekonomisk metodlära*, Lund, 2004

<sup>26</sup> En sammanställning av de bolag som ingår i undersökningen återfinns i Bilaga 1

## 3.2 Statistisk undersökning

### 3.2.1 Regressionsanalys

Vi har bearbetat det insamlade materialet med hjälp av en enkel linjär regressionsanalys. Vid en sådan analys studeras hur en oberoende variabel påverkar en beroende variabel. Med andra ord granskas sambandet – korrelationen – mellan två variabler.

I vår undersökning har vi försökt studera hur värderingen av förvaltningsfastigheter till verkligt värde *påverkar* aktiemarknadens värdering av fastighetsbolagen. Den beroende variabeln måste således vara sammankopplad med aktiemarknaden, samtidigt som den oberoende variabeln måste vara knuten till redovisningen av förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Av detta följer att vår analysmodell vilar på ett mycket viktigt antagande – att utvecklingen på aktiemarknaden påverkas av bolagens redovisning.

### 3.2.2 Variabler

Vi har i denna studie använt oss av en beroende variabel och två oberoende variabler:

Variabel	Beroende	Oberoende
1 Förändring av aktiekursen	•	
2 Förändring av eget kapital		•
3 Förändring av justerat eget kapital		•

Vi har valt *förändring av aktiekursen* som beroende variabel. Detta då utvecklingen av aktiekurserna får antas spegla marknadens syn på bolagen. I det fall som ett undersökt bolag har flera aktieslag har vi genomgående valt det aktieslag som har haft högst omsättning över tid.

*Förändring av eget kapital* är den första oberoende variabeln. Det egna kapitalet är intressant i detta sammanhang då en värdeförändring av bolagets tillgångar ytterst påverkar balansräkningen och därigenom det egna kapitalet. Att aktiemarknadens historiskt har tagit stor hänsyn till uppskattningen av bolagens substansvärde i sin bedömning av fastighetsbolag försvarar att vi i vår regressionsanalys undersöker korrelationen mellan det redovisade egna kapitalet och aktiekursen.

För att närmare försöka förstå värderingsreglernas relativa betydelse för aktiemarknaden har vi även en andra oberoende variabel, *förändring av justerat eget kapital*<sup>27</sup>. Det egna kapitalet har i detta fall korrigerats för att motsvara en redovisning av fastigheterna till anskaffningsvärdet<sup>28</sup>, d.v.s. alternativet till värdering till verkligt värde. I beräkningen av detta värde har vi varit tvungna att reducera de förändringar av det egna kapitalet som kan härledas till värdeförändringar av fastigheterna. Detta innebär att vi, utöver den redovisade

---

<sup>27</sup> Termen *justerat eget kapital* används i detta arbete uteslutande i den bemärkelse som redovisas i detta avsnitt. Påpekandet är nödvändigt då termen har en annan betydelse i den ekonomiska litteraturen.

<sup>28</sup> Av praktiska skäl har vi antagit att avskrivningarna uppgår till 0 kr per år



värdeförändringen, har tagit hänsyn till förändringar av latent skatteskulder<sup>29</sup>. Sammantaget har effekterna av värdering till verkligt värde helt exkluderas vid beräkningen av justerat eget kapital. Värdet av det justerade egna kapitalet år 2009 har således inte påverkats av att bolaget ifråga har redovisat fastigheterna till verkligt värde tidigare år.

### 3.2.3 Beräkning av korrelationen

I vår regressionsanalys har vi ställt förändringen av aktiekurserna under en viss tidsperiod mot motsvarande förändring av det egna kapitalet eller justerade egna kapitalet. Exempel:

<b>Observation X</b>		<b>Beroende variabel</b>	<b>Oberoende variabel</b>
<b>Företag</b>	<b>Tidsperiod</b>	<b>Förändring aktiekurs (%)</b>	<b>Förändring eget kapital (%)</b>
Hufvudstaden	2005 Q1-Q2	5	3

De tidsperioder som vi har använt oss av är 3, 12 och 24 månader. Vi har valt använda oss av ett antal olika tidsrymder då det kan vara intressant att studera om sambandet mellan variablerna blir starkare om ett längre tidsperspektiv används. Oavsett tidsrymd har vi genomfört mätningar varje kvartal. Detta har inneburit att vi har fått ett större antal observationer avseende sambandet på 3 månaders sikt, då antalet möjliga mättillfällen är varit större. Exempel (samband på 24 månaders sikt):

<b>Observation 1</b>		<b>Beroende variabel</b>	<b>Oberoende variabel</b>
<b>Företag</b>	<b>Tidsperiod</b>	<b>Förändring aktiekurs (%)</b>	<b>Förändring eget kapital (%)</b>
Wallenstam	2005 Q1-2007 Q1	20	30
<b>Observation 2</b>			
<b>Företag</b>	<b>Tidsperiod</b>	<b>Förändring aktiekurs (%)</b>	<b>Förändring eget kapital (%)</b>
Wallenstam	2005 Q2-2007 Q2	18	30

Vår undersökning sträcker sig från första kvartalet 2005 till tredje kvartalet 2009. Av praktiska skäl påbörjar vi mätningarna kvartalet efter det att bolaget har börjar använda sig av värdering till verkligt värde. Vidare har ett antal bolag börsnoterats efter 2005, vilket i sig har inneburit en begränsning av antalet möjliga observationer. I kombination med ett visst bortfall har detta sammantaget inneburit att vi inte har kunnat genomföra ett lika stort antal observationer för varje företag.<sup>30</sup> Vi har sammantaget hämtat in 238 observationer på 3 månaders sikt, 189 observationer på 12 månaders sikt och 126 observationer på 24 månaders sikt.

### 3.4 Insamling och bearbetning av data

I vetenskapliga sammanhang upprätthålls ofta en åtskillnad mellan primär- och sekundärdata. Det som framför allt skiljer dem åt är att sekundärdata *inte*, till skillnad från primärdata, har

<sup>29</sup> Vi har använt den skattesats som varit gällande vid tiden för redovisningen (28 %, år 2005-2008, och 26,3 %, år 2009)

<sup>30</sup> I Bilaga 3 återfinns samtliga observationer

upprättas i syfte att användas i den vetenskapliga studien ifråga. Vi har i vår uppsats uteslutande använt oss av sekundärdata.<sup>31</sup>

Uppgifter om historiska aktiekurser har vi hämtat från databasen Datastream. För att få information om bolagens redovisning har vi tagit del av företagets kvartals- och årsrapporter. Vi har hanterat data och utfört beräkningar i datorprogrammen SPSS och Microsoft Office Excel.

I vårt arbete med referensramen och analysen har vi använt oss av vetenskaplig litteratur och artiklar. Dessa har vi funnit genom sökningar i Göteborgs universitetsbiblioteks databas, Gunda. I vissa fall har vi även använt oss av sökmotorn Google för att finna uppslag till informationskällor.

### *3.5 Bortfall*

Vi har tyvärr i vår datainsamling varit tvungna att konstatera ett visst bortfall<sup>32</sup>. I samtliga fall gäller det bolag som inte har hållit alla rapporter tillgängliga på sin hemsida (vilket är i strid med Börsens regelverk). Vi tror dock inte, mot bakgrund av det relativt stora antalet observationer, att bortfallet får någon avgörande betydelse för vår studie.

### *3.6 Validitet och reliabilitet*

Bjerke menar att en undersöknings *validitet* omfattar två frågeställningar. För det första, vad är det som studien mäter? För det andra, avspeglar resultatet verkligheten? Med andra ord måste en studie med hög validitet undersöka vad den avser att undersöka, samt grunda sina resultat på trovärdiga källor.<sup>33</sup>

All data som används i vår uppsats härstammar från mycket trovärdiga källor. Vi har hämtat information om företagets redovisning direkt från bolagens finansiella rapporter, samt använt oss av den väl betrodda databasen Datastream. Det är givetvis möjligt att resultatet kan bli missvisande till följd av tryckfel i bolagens rapporter eller liknande, men vi bedömer denna risk som mycket liten.

Några enstaka observationer i vår studie har ett värde som ligger relativt långt ifrån övriga observationer. Det är möjligt att föra en diskussion kring huruvida dessa extremvärden skulle ha rensats bort från materialet då dessa riskerar att påverka resultatet av regressionsanalysen missvisande mycket. Eftersom vi har haft ambitionen att genomföra en totalstudie menar vi dock att verkligheten skall betraktas så som den ”är”. Läsaren måste dock vara uppmärksam på denna aspekt.

---

<sup>31</sup> Arbnor, I och Bjerke, B, a a

<sup>32</sup> Bortfallet redovisas i Bilaga 2

<sup>33</sup> Arbnor, I och Bjerke, B, a a

En studies reliabilitet är hög om den ger samma resultat vid upprepning av undersökningen.<sup>34</sup> Vi har i vår datainsamling genomgående kontrollerat att det insamlade materialet är korrekt återgivet. Detta har bl.a. skett genom att samtliga observationer har granskats ytterligare en gång, samt genom att ett stickprov motsvarande uppskattningsvis en tiondel av observationerna har genomförts. Vidare har vi i så hög utsträckning som möjligt försökt noggrant redovisa våra antaganden och analysmodeller för läsaren. Vår samlade bedömning är därför att vår uppsats har en hög reliabilitet.

### *3.7 Källkritik*

En grundläggande förutsättning för vår studies genomförande har varit en omfattande användning av sekundärdata, data som inte har upprättats i syfte att användas i vår uppsats. Något praktiskt genomförbart alternativ till användning av bolagens finansiella rapporter och databaser för insamling av information har dock knappast existerat. Det kan även argumenteras för att det fyller en särskild funktion att vi använder den information som övriga investerare är hänvisad till.

I övrigt har vi strävat efter att använda oss av vetenskapligt material med hög trovärdighet och relevans. Vår förhoppning är därför att vår uppsats vilar på en tillfredställande teoretisk grund.

### *3.8 Metodkritik*

Det sägs att Mark Twain kategoriserade lögnen i tre huvudtyper: ”lögn, förbannad lögn och statistik”. Citatet fångar vad vi menar är ett grundläggande problem med den statistiska undersökningen, nämligen att såväl författaren som läsaren riskerar att förblindas av siffrornas självklara logik. Det är viktigt att ha i åtanke att vår undersökning grundar sig på ett antal antaganden, bl.a. att aktiemarknaden påverkas av redovisningen. Även om vi i vår studie kan finna matematiska samband kan dessa samband inte utan vidare föras över till verkligheten. Ett exempel är att vi i vår regressionsanalys antar att aktiekursen, den beroende variabeln, påverkas av det egna kapitalet, den oberoende variabeln. Ett konstaterat samband utesluter dock inte att det istället är aktiekursen som påverkar det egna kapitalet, att den oberoende variabeln i själva verket är beroende. En viss försiktighet är således påkallad vid tolkning av statistiskt material.

En annan aspekt av vår undersökning som kan kritiseras är det faktum att vi har valt att genomföra en enkel regressionsanalys. Det kan argumenteras för att en multipel regressionsanalys, som tar hänsyn till flera olika oberoende variabler, hade varit att föredra. Detta då aktiemarknaden rimligtvis styrs av en mängd olika faktorer. Självklart ligger det något i denna kritik men vi menar att det relativt starka sambandet mellan substansvärde och aktiekurs, som gäller för fastighetsbolag, innebär att en enkel regressionsanalys är ändamålsenlig.

---

<sup>34</sup> Ibid

## 4 Empiri

Vi har valt att genomföra vår studie med hjälp av en *regressionsanalys*. I en sådan analys studeras korrelationen mellan en oberoende variabel och en beroende variabel. I denna uppsats utgörs den beroende variabeln av aktiekursen och de oberoende variablerna av eget kapital respektive justerat eget kapital. Sammanfattningsvis skall vi således studera sambandet mellan redovisningen av förvaltningsfastigheter och aktiemarknadens bedömning av fastighetsbolagen. Vår studie omfattar en granskning av korrelationen på 3, 12 och 24 månaders sikt.<sup>35</sup>

### 4.2 Sambandet mellan eget kapital och aktievärde

En korrelationskoefficient visar hur starkt ett *linjärt samband* är mellan två variabler, X och Y, och kan uppgå till ett tal mellan -1 och 1. Om korrelationskoefficienten är positiv innebär detta att en ökning av X även medför en ökning av Y och tvärtom. Är korrelationskoefficienten negativ medför istället en ökning av X en minskning av Y. Om det saknas ett linjärt samband mellan två variabler, eller om detta samband inte är linjärt, uppgår r till 0.

Matematiskt definieras korrelationskoefficienten för sambandet mellan den oberoende variabeln X och den beroende variabeln Y som:

$$r = \frac{\sum (x - \bar{X})(y - \bar{Y})}{(n - 1) s_x s_y}$$

Där

$r$  = korrelationskoefficienten

$\bar{X}$  = medelvärdet för X

$\bar{Y}$  = medelvärdet för Y

$n$  = antalet observationer

$s_x$  = standardavvikelse för X

$s_y$  = standardavvikelse för Y

Efter vår insamling av data har vi kunnat fastställa följande korrelationskoefficienter:

Oberoende variabel	3 månader (n = 238)		12 månader (n = 189)		24 månader (n = 126)	
	r	Signifikans	r	Signifikans	r	Signifikans
<b>Eget kapital</b>	0,372	0,000	0,594	0,000	0,681	0,000
<b>Justerat eget kapital</b>	0,375	0,000	0,538	0,000	0,612	0,000

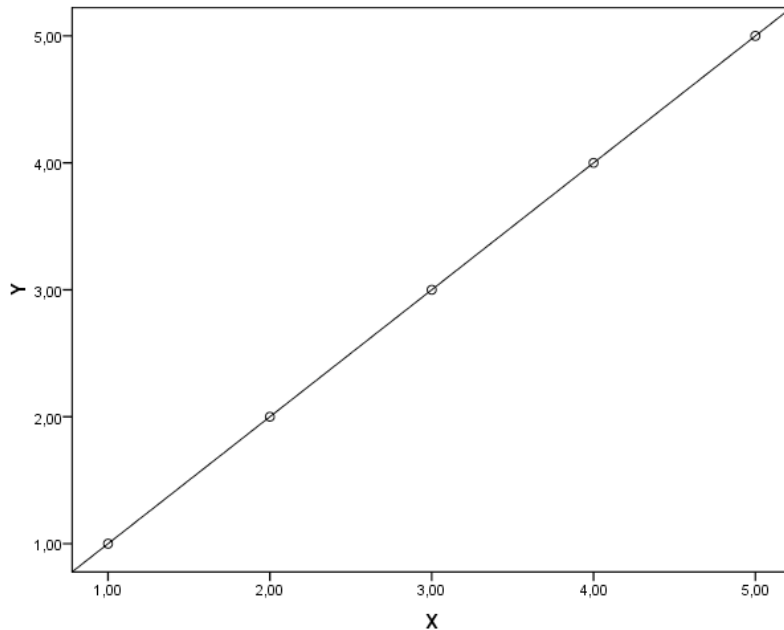
Det kan således konstateras att det finns ett *positivt* samband mellan utvecklingen av det egna kapitalet och aktiekursen. Detta gäller oavsett om aktiekursen ställs mot ett justerat eller

---

<sup>35</sup> I avsnitt 2, Metod, återfinns en mer detaljerad beskrivning av hur vår undersökning har genomförts.

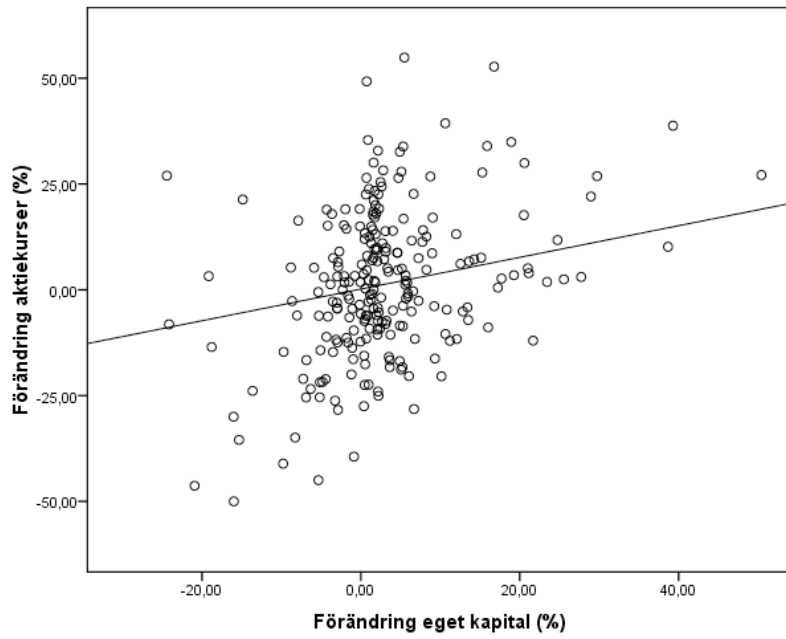
ojusterat eget kapital. Vidare är signifikansen i samtliga fall 0,000, vilket innebär att risken för att det inte finns något mätbart samband alls mellan variablerna är obefintlig.

Även om det finns ett visst samband mellan variablerna uppgår denna korrelation inte till 100 %. En sådan perfekt korrelation hade inneburit att samtliga observationerna i ett spridningsdiagram hade befunnit sig på regressionslinjen, linjen som anger det förväntade sambandet mellan variablerna, se exemplet nedan.

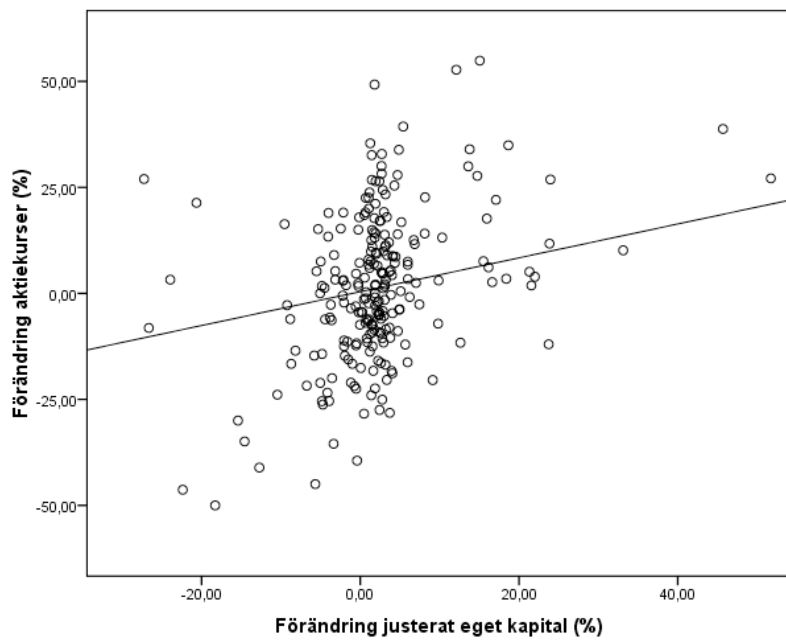


**Figur 1. Exempel,  $r = 1$**

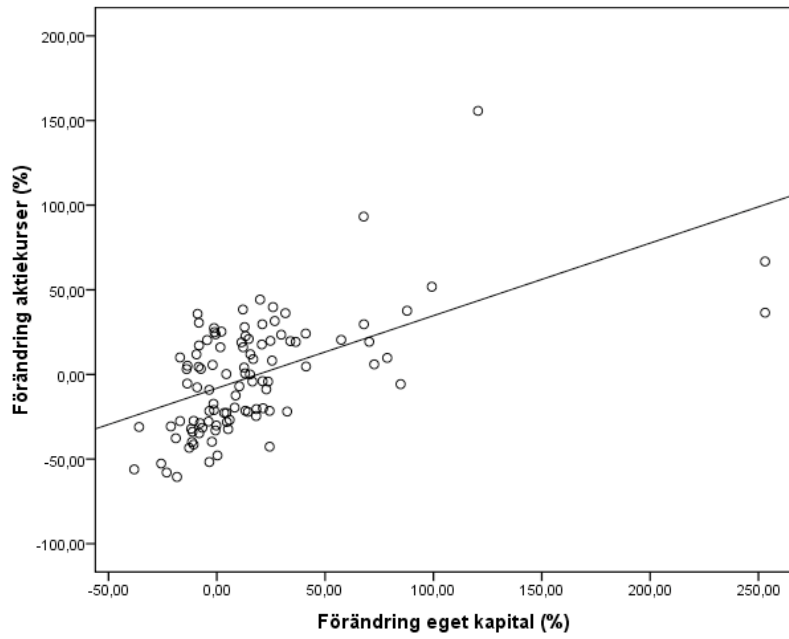
I det verkliga livet uppgår naturligtvis korrelationskoefficienter mycket sällan till exakt -1 eller 1. Istället är det ofta tvärtom så att ett flertal observationer har ett betydande avstånd till regressionslinjen. I det fall som en enskild observation lyfts ut från materialet och ställs mot det motsvarande, förväntade, värdet på regressionslinjen kan normalt en diskrepans mellan dessa två värden konstateras. Denna skillnad benämns residual. Att de observationer som vi har samlat in har en betydande spridning, en residualspridning, i förhållande till regressionslinjen kan illustreras med hjälp av spridningsdiagram, se nedan.



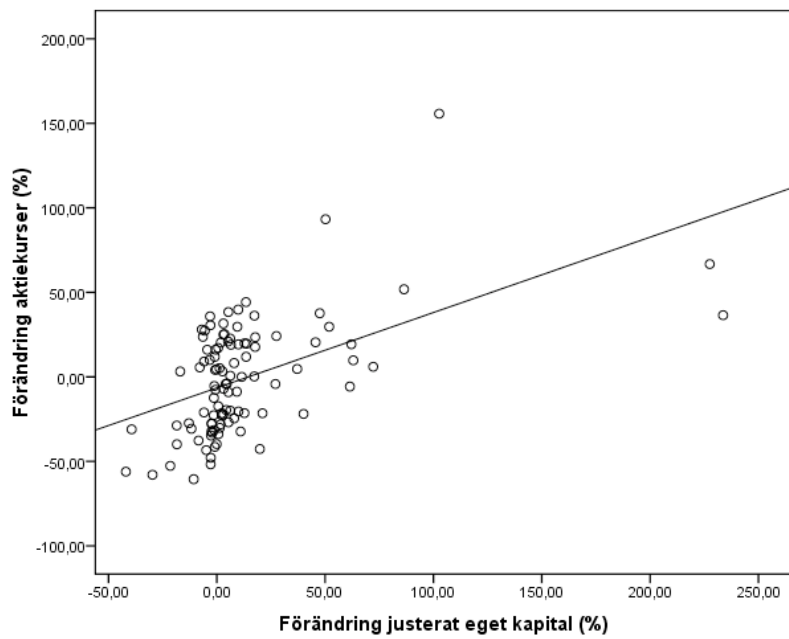
**Figur 2. Korrelation mellan eget kapital och aktiekurser, 3 månaders sikt**



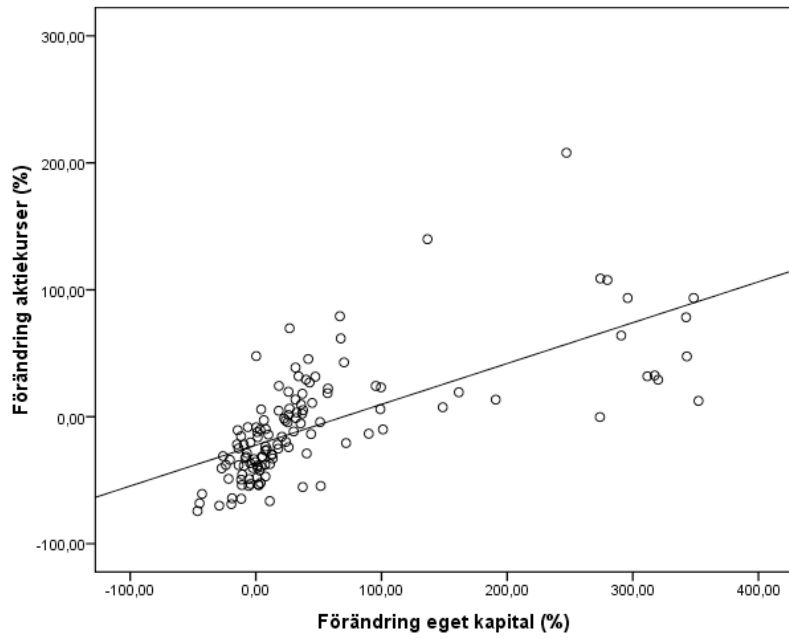
**Figur 3. Korrelation mellan justerat eget kapital och aktiekurser, 3 månaders sikt**



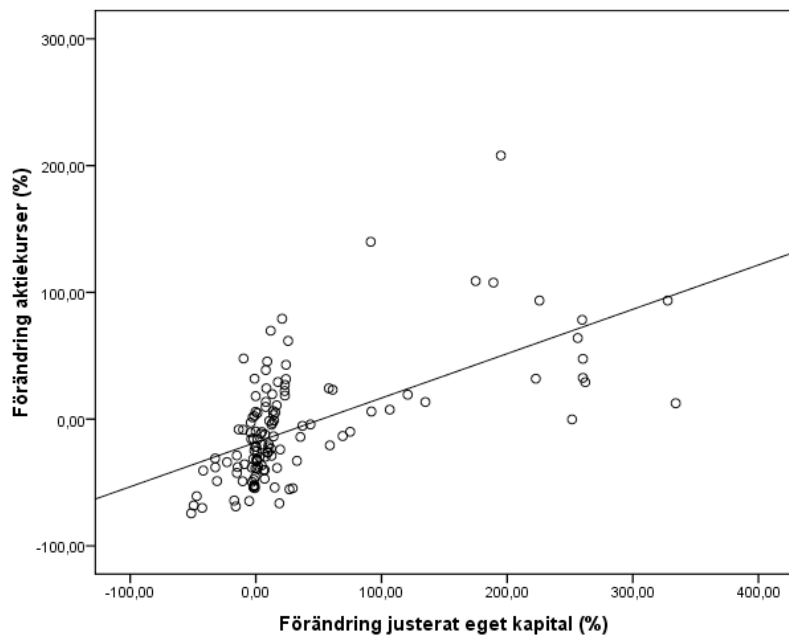
**Figur 4. Korrelation mellan eget kapital och aktiekurser, 12 månaders sikt**



**Figur 5. Korrelation mellan justerat eget kapital och aktiekurser, 12 månaders sikt**



**Figur 6. Korrelation mellan eget kapital och aktiekurser, 24 månaders sikt**



**Figur 7. Korrelation mellan justerat eget kapital och aktiekurser, 24 månaders sikt**



## 4.4 Förklaringsgraden

När en korrelation mellan två variabler har fastställts är det av intresse att undersöka *hur stor del* av förändringen av den beroende variabeln som kan förklaras av en förändring av den oberoende variabeln. Denna förklaringsgrad betecknas determinationskoefficienten och beräknas genom en kvadrering av korrelationskoefficienten. Det matematiska uttrycket för determinationskoefficient är således  $r^2$ .

Förklaringsgraden uppgår till ett tal mellan 0 och 1. Om  $r^2$  uppgår till exempelvis 0,3 innebär detta att 30 % av förändringen av den beroende variabeln kan förklaras av en förändring av den oberoende variabeln. De resterande 70 % är hänförliga till andra, inte sällan okända eller svårdefinierade, variabler.

Vi har i denna studie kunnat bestämma följande determinationskoefficienter:

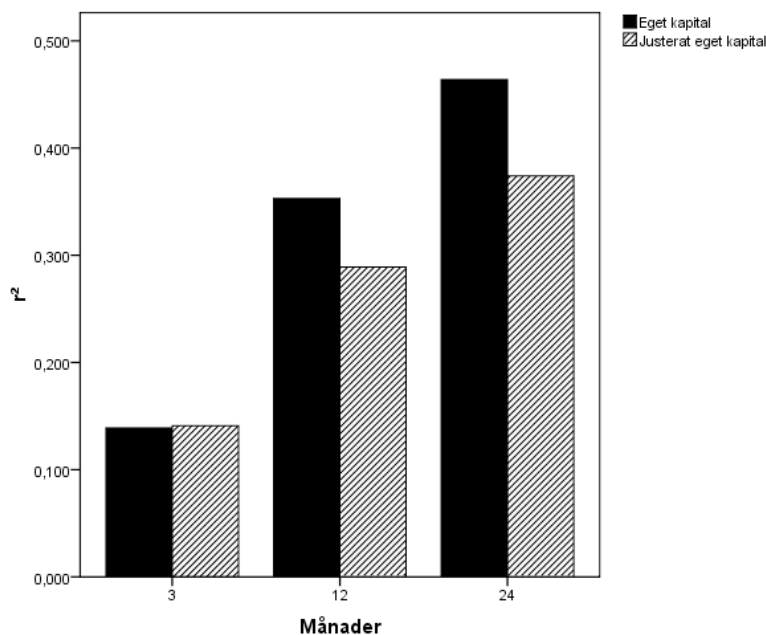
	<b>3 månader (n = 238)</b>	<b>12 månader (n = 189)</b>	<b>24 månader (n = 126)</b>
Oberoende variabel	$r^2$	$r^2$	$r^2$
<b>Eget kapital</b>	0,139	0,353	0,464
<b>Justerat eget kapital</b>	0,141	0,289	0,374

Det kan således fastslås<sup>36</sup> att förändringar av det egna kapitalet påverkar aktiekurserna. Detta gäller oavsett om den oberoende variabeln utgörs av det justerade eller ojusterade egna kapitalet. Motsatsvis framgår det emellertid även att andra, inte undersökta, variabler har mycket stor betydelse för aktiekursernas utveckling. Detta gäller i alla fall på 3, 12 och 24 månaders sikt. Exempelvis uppgår  $r^2$  till 0,353 avseende korrelationen mellan eget kapital och aktiekurserna på 12 månaders sikt. Nästan 65 % av aktiekursernas samlade utveckling på 12 månaders sikt kan alltså förklaras av andra variabler än förändringar av det egna kapitalet.

En intressant iakttagelse är att förklaringsgraden tenderar att öka i takt med observationsperioden förlängs.

---

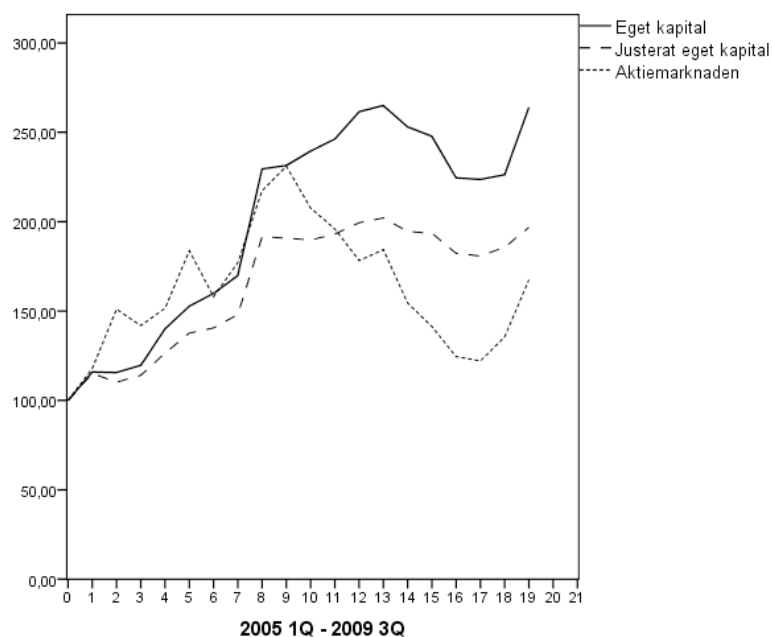
<sup>36</sup> Huruvida det överhuvudtaget kan slås fast att ett samband mellan det, justerade eller ojusterade, egna kapitalet och aktiekurserna kan givetvis per definition ifrågasättas. En djupare problematisering av denna fråga återfinns i avsnitt 5, Analys.



**Figur 8. Determinationskoefficienten på 3, 6 och 24 månaders sikt**

Om denna trend håller i sig kan det tänkas att en ännu högre grad av aktiekursernas utveckling på längre sikt kan förklaras av det egna kapitalets utveckling. Då IAS 40 endast har varit tillämplig sedan 2005 har vi inte haft möjligheter att undersöka om denna trend håller i sig. Ämnet hade dock varit intressant att undersöka, se avsnitt 5 Analys nedan.

Slutligen kan det vara av intresse att i ett linjediagram illustrera den samlade utvecklingen av det egna kapitalet och det justerade egna kapitalet, samt utvecklingen på aktiemarknaden. Det är då möjligt att med blotta ögat bilda sig en uppfattning om korrelationen mellan variablerna.



**Figur 9. Den utvecklingen av det egna kapitalet, det justerade egna kapitalet och aktiekurserna, från 1:a kvartalet 2005 till 3:e kvartalet 2009**

En intressant iakttagelse är att det vid årsskiftet 2007 (Q9 i figuren) tycks ske en förskjutning mot ett negativt samband mellan aktiekurserna och det egna kapitalet. Detta bör ha fått väsentlig inverkan på vår tidigare beräkning av korrelationskoefficienten. Då det ligger utanför ramen för vår uppsats har vi dock inte studerat specifika tidsperioder närmare, med facit i hand kan det dock konstateras att en sådan undersökning hade varit intressant.

## 5 Analys

### 5.1 Det egna kapitalets värder relevans

I studiens empiriavsnitt har det visats att det råder ett samband mellan eget kapital och aktiekursen såväl när förvaltningsfastigheter har värderats till verkligt värde som när värdering har skett till ett justerat anskaffningsvärde. Med detta sagt kan en koppling göras till vad detta säger oss om de båda måttens värder relevans. Med värder relevans syftas i denna del till direct valuation så som den uttrycks av Holthaus och Watts.

Inledningsvis kan konstateras att studien visar att eget kapital är värder relevant såväl när värdering har skett till verkligt värde som när värdering sker till justerat anskaffningsvärde. Vi har funnit att det råder en skillnad i graden av värder relevans mellan de olika måtten över tiden vilket för oss in på uppsatsens övergripande frågeställning:

*Är värdering till verkligt värde att se som mer värder relevant än värdering till anskaffningsvärde?*

Under den korta tidsintervallen, tre månader, visar studien att det råder ett större samband mellan eget kapital och aktiekursutveckling vid värdering till justerat anskaffningsvärdet än vid värdering till verkligt värde. Anskaffningsvärdet ger oss ett samband på 14,1 % medan sambandet vid värdering till verkligt värde uppgår till 13,9 %. Detta visar oss att en värdering till anskaffningsvärde är mer värder relevant än värdering till verkligt värde på kort sikt.

Det samband som går att urskilja under en 12 månaders period, som vi valt att benämna medellång sikt, visar att det råder ett bättre samband mellan förändringen i eget kapital och aktiekursutvecklingen vid värdering till verkligt värde än vid värdering till anskaffningsvärde. Sambandet vid värdering till verkligt värde är då 35,3 % jämfört med 28,9 % som är sambandet vid värdering till justerat anskaffningsvärde. På medellång sikt visar vår studie alltså att redovisningen har en högre värder relevans då förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde än när värdering görs till anskaffningsvärde. Skillnaden mellan värder relevansen då eget kapital då värdering av förvaltningsfastigheter görs till verkligt värde respektive anskaffningsvärde uppgår till 6,4 procentenheter.

På lång sikt, 24 månader, visar vår studie att sambandet mellan eget kapital i vid värdering till verkligt värde i förhållande aktiekursutvecklingen fortsätter att öka. Sambandet vid värdering till verkligt värde uppgår på lång sikt till 46,4 % medan det vid justerat anskaffningsvärde uppgår till 37,4 %. Värder relevansen fortsätter att öka för båda måtten mellan perioderna halvlång och lång sikt även om den avtar i förhållande till utvecklingen mellan perioderna kort och halvlång sikt. Vi kan också se att avståndet mellan värder relevansen för de båda måtten ökar på lång sikt då det skiljer 9 procentenheter mellan de båda måtten på lång sikt.

Vi kan sammanfattningsvis konstatera att värder relevansen för eget kapital blir högre med tiden både när värdering sker till verkligt värde och anskaffningsvärde. Värdering till verkligt

värde har dock en högre värder relevans på medellång sikt och skillnaden ökar på lång sikt. Vidare kan konstateras att ökningen i värder relevansen börjar avta mellan perioden medellång och lång sikt jämfört med ökning mellan kort och lång sikt samt att skillnaden i värder relevans mellan de båda måtten är större på lång sikt än på medellång sikt.

## *5.2 Resultatet sett utifrån teorin om den effektiva marknaden*

Som visats i det tidigare avsnittet ökar redovisningens värder relevans över tiden då vi utgår ifrån förändringar i eget kapital vid värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Detta samband över tiden menar vi kan kopplas till teorin om den effektiva marknaden förutsatt antagandet att redovisningen är oberoende aktiekursutvecklingen och inte vice versa.

Som framgår av vår referensram kan informationseffektivitet delas upp i tre kategorier svag, halvstark och stark. Enligt vår mening kan sambandet mellan förändringar i eget kapital och aktiekursutvecklingen under kort sikt i viss utsträckning anses svara mot det tillstånd som råder vid den svaga informationseffektiviteten dvs. då prissättningen på aktier inte emanerar från den tillgängliga informationen utan sätts utifrån kunskap om tidigare aktiekurser. En koppling av detta slag kan dock inte göras på ett tillfredställande sätt utifrån det resultat som föreliggande uppsats presenterar. Detta eftersom korrelationen på kort sikt utgår från förändringen i aktiekursen och eget kapital under samma tidsspann. Det går därför inte att påvisa i vilken utsträckning den redovisade förändringen i eget kapital ligger till grund för aktieutvecklingen under kort tid, varför det på det stora hela utifrån vårt resultat inte går att säga något om när den svaga informationseffektiviteten inträffar.

Vi menar dock att det utifrån denna studie går att analysera informationseffektivitetens halvstarka och starka nivå i förhållande till förändringen i sambandet mellan aktiekursutvecklingen och eget kapital på kort till medellång sikt och medellång till lång sikt. Studien visar att det sker ett ökat samband mellan de redovisade förändringarna i eget kapital och aktiekursutvecklingen över tiden, såväl mellan den korta och halvlånga tiden som mellan den halvlånga som den långa tiden. Vi ser dock att denna ökning avtar under den långa tiden. Detta menar vi ger stöd för att aktiekursen under perioden 3-24 månader inte fullt ut har reflekterat den information som redovisningen tillhandahåller och att vi således under denna tid skulle befinna oss i den halvstarka nivån av informationseffektivitet. Vi ställer oss här frågande till om detta verkligen kan vara fallet? Är marknaden så pass ineffektiv att den fortfarande 24 månader efter redovisade rapporter inte har stabiliserats till den redovisade informationen. Detta skulle innebära att det under denna period skulle finnas utrymme för investerare att göra ekonomisk vinst genom köp och försäljning av aktier grundat på 24 månader gammal redovisning, vilket vi ställer oss mycket frågande till. Vi menar snarare att detta ger stöd för att de subjektiva bedömningarna vid värdering av förvaltningsfastigheter faktiskt är beroende av företagets aktieutveckling i stort och att det därmed kan ifrågasättas ifall den variabel som är oberoende i vår studie, eget kapital, verkligen är oberoende i

förhållande till aktiekursutvecklingen och inte vice versa. Denna problematik behandlas vidare i avsnitt 6.2.

### *5.3 Den ekonomiska krisen – en reflektion avseende sambandet mellan förändringen i eget kapital och aktiekursutvecklingen*

Vi ämnar här ge en reflekterande bild av vår studie med utgångspunkt i den ekonomiska krisen som inleddes år 2008 och därmed varit en påverkande faktor för såväl aktiekursutveckling som för värderingen av förvaltningsfastigheter under det studerade tidsintervallet. Krisen medförde en generell nedgång på aktiemarknaden i stort. Vidare medförde krisen att fastighetsbolagen började värdera ner sina fastigheter för första gången sedan införandet av IAS 40. Denna företeelse har vi funnit vara av särskilt intresse eftersom den öppnar upp för en problematisering av det presenterade resultatet. I det diagram som visas i figur 9 ges en illustrativ bild av sambandet mellan förändringarna i eget kapital och aktiekursutvecklingen under perioden för den rådande ekonomiska krisen som vi ännu inte sett slutet på. Det skall dock betonas att denna del av analysen inte svarar direkt mot det primära resultatet av vår empiri, eftersom denna del i huvudsak inte vilar på den gjorda regressionsanalysen.

Till att börja med kan konstateras att fastighetsbolagen från och med införandet av IAS 40 år 2005 till och med år 2008, då den ekonomiska krisen var ett faktum, konsekvent värderade upp sina fastigheter (se figur 9). Det första året efter införandet av IAS 40 karakteriserades av att företagen var sparsamma med att värdera upp sina fastigheter. Under år 2006 kan vi se att de undersökta bolagen i större utsträckning valt att värdera upp sina fastighetsbestånd. Uppvärderingen av fastighetsbestånden fortsatte under år 2007 om än i något mindre utsträckning än under år 2006. Under år 2008 skedde de allra största nervärderingarna av samtliga undersökta företags fastighetsbestånd. Denna trend kom att plana ut under mitten av år 2009 då värderingen, sett för samtliga undersökta bolag, låg på en relativt sett oföränderlig nivå. Under det tredje kvartalet 2009 kom företagen återigen att genomföra uppvärderingar av sina fastighetsbestånd.

Aktiemarknaden och där inkluderade aktier för börsnoterade fastighetsbolag hade en stadig uppgång under perioden år 2005 till år 2007. I början av år 2007, året före den ekonomiska krisen blev påtaglig, kunde vi se en negativ ökning i aktiekursen för de bolag som studerats. Denna nedgång fortsatte till och med sista kvartalet år 2008 för att sedan stiga under år 2009.

Av figur 9 kan vi utläsa att det vid första kvartalet år 2007 sker ett tydligt minskat samband mellan företagens egna kapital och aktiekursen. Det egna kapitalet för de undersökta bolagen stiger mellan perioden 2007 första kvartalet och 2008 första kvartalet, samtidigt som aktiekurserna under denna period sjönk. Detta visar att det råder ett negativt samband mellan det egna kapitalet för denna period. Ses detta i relation till att vi får positiva korrelationskoefficienter för samtliga studerade perioder i vår regressionsanalys medför dessa negativa samband således att även det samband som vår determinationskoefficient ger oss

beträffande sambandet mellan förändringar i eget kapital och aktiekursutveckling minskar. Detta föranleder vidare att de observationer som görs mellan perioden år 2007 första kvartalet och 2008 första kvartalet minskar värder relevansen för eget kapital vid värdering till verkligt värde. Under perioden 2007 första kvartalet och 2008 första kvartalet torde rent av utvecklingen i justerat eget kapital visa ett högre samband i förhållande till aktiekursutvecklingen förutsatt att sambandet över hela den undersökta perioden, 2005-2009 tredje kvartalet, totalt sett är positivt. Det kan således konstateras att denna period får stor inverkan på vår studie. Här kan avslutningsvis tilläggas att det efter första kvartalet 2008 föreligger ett starkt samband mellan eget kapital vid värdering till verkligt värde och aktiekursutvecklingen, vilket indikerar på att det inte är den ekonomiska krisen per se som är anledningen till det föreliggande sambandet.

## 6 Slutsatser

### 6.1 *Studiens bidrag*

Syftet med föreliggande uppsats har varit att genom en studie av korrelationen mellan förändringen i eget kapital och aktiekursutveckling påvisa i vilken utsträckning värdering till verkligt värde av förvaltningsfastigheter har bidragit till att öka redovisningens värder relevans.

Det har klargjorts att eget kapital såväl vid värdering till verkligt som till anskaffningsvärde är att se som värder relevant. I uppsatsen inledande skede fanns endast intentionen att studera sambandet mellan förändringen i eget kapital och aktiekursutveckling kvartalsvis. Detta gav oss ett resultat som i viss mån var otillfredsställande då det visade att värdering till verkligt värde hade sämre värder relevans än värdering till anskaffningsvärde. Detta låg förvisso i linje med den studie som genomförts av studenterna Jernsand och Johansson men stod i strid med det resultat som presenterats i Bengtssons avhandling och får anses ha legat utanför IAS 40:s intentioner. Vi valde därför att även studera sambandet mellan förändringar i eget kapital och aktiekursen på längre sikt och här menar vi att vår studie kan tillföra ett bidrag till forskningen. Sett över en längre tidsperiod har vi sett att sambandet mellan förändringar i eget kapital och aktiekursen då förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde ökar i förhållande till sambandet då värdering sker till anskaffningsvärde på längre sikt. Detta resultat visar tydligt att det råder en högre värder relevans på längre sikt i det fall förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde och med detta kan det huvudsakliga syftet med uppsatsen sägas vara uppfyllt. Vad som kanske är av större intresse i detta skede är vad denna information egentligen säger oss och vilken nytta den medför. Går det att gå längre än att endast konstatera sambandet mellan förändringen i eget kapital vid värdering till verkligt värde och aktiekursutvecklingen? Vi menar att det går att dra andra slutsatser eller i vart fall uppställa hypoteser med stöd i föreliggande studie. Det bör dock betonas att dessa inte prövas empiriskt i studien varför det endast kan bli fråga om hypotetiska diskussioner gjorda utifrån specifika antaganden. Ett område som vi anser vara av intresse att här föra fram är det värder relevanta samband som studien presenterar kopplat till relevansen för investerares beslut, vilket vi närmare berör i nästa avsnitt.

### 6.2 *Värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde – hönan eller ägget?*

Denna uppsats gör inte anspråk på att förklara redovisningens värder relevans utifrån input-to-equity-valuation. Studien ger oss därför inga direkta svar på redovisningens betydelse för beslutsfattande, utan visar endast det värder relevanta sambandet som råder mellan förändringar i eget kapital och aktiekursutvecklingen inom ramen för direct valuation. Det resultat som studien presenterar ger dock upphov till ytterligare frågor kopplat till just frågan om redovisningens värder relevans vid investerare beslut, men frågan är inte för den sakens skull irrelevant i detta sammanhang.



Det finns här anledning att ställa sig frågande till om det egna kapitalet i realiteten utgör den oberoende variabeln i förhållande till aktiekursen. Denna fråga har även problematiserats av Runsten som ställer sig frågande till ifall det är redovisningen som styr aktiekursutvecklingen eller om det rent av är aktiekursutvecklingen som styr redovisningen. Det är uppenbart att en sådan ordning blir mera trolig i de fall värdering sker till verkligt värde istället för till anskaffningsvärde. Detta eftersom värderingen grundar sig på företagets subjektiva bedömningar där utrymme finns att uppskatta det verkliga värdet i förhållande till företagets aktiekurs. Betonas bör dock att en sådan ordning inte varit intentionerna bakom IAS 40.

Denna uppsats söker inte utvärdera ifall värdering till verkligt värde är bättre än värdering till anskaffningsvärde när det kommer till underlag för beslutsfattande. Det har dock slagit oss under uppsatsens gång vilken betydelse verkligt värde har för investerares beslutsfattande. Påverkas aktiekursen av den information som redovisningen presenterar eller är det redovisningen som påverkas av förändringar i aktiekursen? Eftersom det är upp till företaget att göra en subjektiv bedömning av värdet av fastigheterna är det inte omöjligt att så faktiskt är fallet. Detta samband betonades även av Runsten vilket är mycket intressant att lyfta fram. I det fall värdering av fastigheterna faktiskt styrs av börskursen menar vi att redovisningen kan sägas uppföras av rent kosmetiska skäl där dess betydelse som underlag för investerares beslut i viss mån går förlorad. Ser vi detta jämte det faktum att det huvudsakliga syftet bakom värdering till verkligt värde ligger i att skapa bättre beslutsunderlag för investerare kan detta syfte komma att urholkas. Detta då en ordning där redovisningen är beroende av aktiekursen och inte vice versa torde få en lägre trovärdighet och är per definition att se som mindre relevant för beslutsfattande. För att investerare skall kunna tillgodogöra sig redovisningen i dess bedömningar förutsätts ju att de tillförs information som för dem tidigare varit okänd eller i vart fall osäker. Är redovisningen en direkt spegelbild av gårdagens aktiekurs ger redovisningen snarare en trygget, i vår mening en ogrundad sådan, om att företagets uppfattning om dess värde är det samma som det värde aktiemarknaden anser. Huruvida denna ordning råder kan dock inte besvaras inom ramen för denna uppsats. Problematiken kan här närmast vara att se som en diskussion i likhet med vad som kom först – *hönan eller ägget?* Med detta inte sagt att det är en högst aktuell frågeställning och i vår mening av yttersta vikt att få klarhet i.

### *6.3 Förslag till fortsatt forskning*

Som visats med denna uppsats är det otvetydigt att eget kapital vid värdering har högre värder relevans på lång sikt än på kort sikt. Det går därför inte att komma ifrån att en studie av detta slag med fördel bör omfatta ett så långt tidsintervall som möjligt för att ge en heltäckande bild av värdering till verkligt värdes bidrag till redovisningens värder relevans. Ett längre tidsintervall har inte varit möjligt att studera i denna uppsats med beaktade av IAS 40:s ungdom och det begränsade observationer vi hade fått ifall vi studerat sambandet på tre, fyra eller fem år. En fortsatt studie av detta slag skulle således med fördel kunna göras inom den

kommande tioårsperioden för att ge en heltäckande bild över tiden av värdering till verkligt värdes bidrag till redovisningens värder relevans.

Denna studie har främst med beaktande av dess omfattning endast innefattat en enkel regressionsanalys med en oberoende variabel. En mer omfattande studie, förslagsvis inom ramen för en doktorsavhandling, vore det av intresse att även föra in ytterligare oberoende variabler för att ge en enhetlig bild av de värder relevanta faktorerna i redovisningen för fastighetsbolag. I en sådan skulle ett par av de redovisningsmått som presenteras i Olberts studie exempelvis substansvärde, kassaflöde och skuldsättningsgrad kunna utgöra de oberoende variablerna i den multipla regressionsanalysen. Med fördel utförs en sådan studie under ett längre tidsintervall än denna uppsats för att påvisa skillnaden i värder relevans över såväl kort som lång sikt, vilket som uppmärksam i denna studie skiljer sig åt.

Som påtalats i uppsatsen råder det en osäkerhet beträffande värder relevansen av eget kapital då värdering av förvaltningsfastigheter sker till verkligt värde sett ur input-to-equity-valuation. Det är enligt vår mening av stort intresse att det utreds huruvida sambandet mellan eget kapital vid värdering av fastigheter till verkligt värde och aktiekursutvecklingen beror på att det ger aktieinvesterarna ett bättre beslutsunderlag till att fatta beslut och att det därmed är redovisningen som är att se som den oberoende variabeln i förhållande till aktiekursen eller om det rent av är så att redovisningen är beroende i förhållande till aktiekursen. En sådan studie skulle lämpligen utföras genom en kvalitativstudie där såväl investerare som personer som utför värderingen av förvaltningsfastigheter intervjuas för att därmed kunna urskilja i vilken mån värderingen av förvaltningsfastigheter styr investerarb beslut respektive i vilken omfattning utvecklingen av aktiekursen påverkar värderingen av förvaltningsfastigheter.

En avslutande aspekt som vi anser vara av intresse att mer fristående studera vidare är det samband som råder mellan företagets redovisade egna kapital och aktiekursutvecklingen under den period som är att hänföra till den ekonomiska krisen, 2008-20xx. Vi har i denna uppsats kunnat påvisa att det under denna tidsperiod förekommit anmärkningsvärda samband mellan förändringar i redovisat eget kapital då värdering gjorts till verkligt värde och aktiekursutveckling. En regressionsanalys av liknande slag som vi har använt oss av skulle kunna utföras för denna period för att bedöma värder relevansen av eget kapital då förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde under den ekonomiska krisen. En sådan studie kan dock inte göras i dagsläget då den ekonomiska krisen i skrivandets stund fortfarande får anses vara en realitet. Det skulle även vara intressant att söka redogöra för de faktorer som varit avgörande för det rådande sambandet under denna tidsperiod.

## 7 Källförteckning

### Litteratur och artiklar

Arbnor, I och Bjerke, B, *Företagsekonomisk metodlära*, Lund, 2004

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

Francis, J., Schipper, K., *Have Financial Statements Lost Their Relevance?*, Journal of Accounting Research, 1999

Hamberg, M., Novak, J., Paananen, M., *The Impact of IFRS Adoption on Goodwill Redcognition an Stock Market Valuation*, European Accounting Review, 2007

Holthausen, R., W., Watts, R. L., *The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting*, Journal of Accounting and Economics, 2001

Skogsvik, S., Redovisningsmått, värder relevans och informationseffektivitet, Ekonomiska forskningsinstitutet vid handelshögskolan i Stockholm, Stockholm, 2002

Smith, D., *Redovisningens språk*, Studentlitteratur, Lund, 2006

### Avhandlingar och uppsatser

Bengtsson, B, *Redovisningens värder relevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40*, Åbo Akademi förlag, Åbo, 2008

Jernsand E-M., Johansson, L., *Marknadsvärdering av tillgångar – blir redovisningen mer användbar för aktieinvesteraren* Göteborgs universitet, Göteborg, 2003

Olbert. L., *Värdering av aktier, finansanalytikers värderingsfaktorer och informationskällor*, Företagsekonomiska institutionen Ekonomihögskolan vid Lunds universitet, Lund, 192

Runsten, M., *Företagets ekonomiska enligt redovisningen respektive aktiemarknaden*, Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm, 1993

### Kvartalsrapporter

*Atrium Ljunberg* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Balder* – 2005 Q2, 2006 Q2-Q3, 2007 Q1-Q3, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q2

*Brinova* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Castellum* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Catena* – 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Corem Property Group* – 2007 Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Dagon* – 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Diös Fastigheter* – 2005 Q3-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Fabege* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Heba* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q2-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1 och Q3

*Hufvudstaden* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Klövern* – 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

*Sagax* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4 2009, Q1-Q3

*Wallenstam* – 2005 Q1-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4 2009, Q1-Q3

*Wihlborgs fastigheter* – 2005 Q2-Q4, 2006 Q1-Q4, 2007 Q1-Q4, 2008 Q1-Q4, 2009 Q1-Q3

# Bilagor

## *Bilaga 1 – Bolag som ingår i undersökningen*

Följande bolag ingår i studien:

- Atrium Ljungberg B
- Balder B
- Brinova B
- Castellum
- Catena
- Corem Property Group
- Dagon
- Diös Fastigheter
- Fabege
- Heba B
- Hufvudstaden
- Klöver
- Kungsleden
- Sagax
- Wallenstam
- Wahlborgs Fastigheter

## *Bilaga 2 – Bortfall*

Vi har inte fått tillgång till följande kvartalsrapporter:

**Balder**      2005 Q1 och Q3-Q4  
                  2006 Q1 och Q4

**Heba**         2006 Q1  
                  2009 Q2

Observera att en saknad rapport vanligtvis innebär att ett antal observationer faller bort. Detta då vi har mätt *förändringen* från ett kvartal till ett annat.

## Bilaga 3 – Data

Tidsperiod: 3 månader

-7.89	-9.54	16.34	-5.29	-4.43	-6.13
2.07	2.61	-9.44	-1.45	1.01	-6.53
17.25	5.09	0.51	-15.34	-3.36	-35.48
1.73	1.95	9.62	5.09	4.69	27.92
3.64	-1.0	-16.63	-5.9	-5.51	5.21
1.51	1.78	17.73	3.14	3.37	8.98
230.93	219.53	58.82	5.06	4.04	-18.87
1.41	1.72	6.96	6.39	6.85	11.63
2.93	-0.1	7.2	-2.97	0.13	-4.38
2.21	2.77	-25.06	-18.79	-8.17	-13.51
11.2	5.67	-12.07	3.08	3.07	13.85
1.07	1.4	12.55	17.71	16.63	2.65
-2.97	-2.11	3.14	5.93	6.23	-0.86
-2.89	0.47	-28.38	6.69	3.72	-28.18
-3.65	-0.13	17.92	2.68	1.53	-7.59
0.12	1.17	6.0	12.07	12.62	-11.64
-2.94	-2.04	-12.45	1.3	1.07	-2.33
2.02	2.91	9.91	-4.34	-2.05	-11.11
19.26	18.39	3.45	-3.12	-0.46	-11.79
13.51	9.81	-7.14	-5.15	-0.75	-21.86
16.02	4.74	-8.89	1.59	2.39	-4.4
-0.05	1.88	1.82	-1.62	0.46	-1.36
-5.1	-4.81	-14.29	1.74	3.18	23.35
-16.03	-15.4	-30.0	24.75	23.85	11.74
-1.49	-1.79	1.9	4.72	2.4	26.44
6.64	8.16	22.66	1.6	1.85	0.0
21.13	22.0	3.92	5.29	4.97	-3.75
15.29	14.75	27.72	3.1	3.68	-8.08
2.15	1.39	-24.03	2.1	1.44	-7.27
21.02	21.32	5.1	2.13	2.08	-4.25
15.89	13.78	33.98	-9.72	-5.8	-14.68
-1.47	-2.06	-2.17	-0.9	1.23	-9.6
0.43	-0.03	-7.41	-13.63	-10.45	-23.89
0.53	0.07	-17.6	1.94	3.35	18.02
-8.03	-8.82	-6.07	1.97	2.07	9.36
-3.83	-4.5	1.29	2.15	2.71	32.88
-24.16	-26.64	-8.16	5.37	5.18	16.79
-4.44	-5.04	-21.11	-24.43	-27.25	26.97
-16.0	-18.28	-50.0	5.23	3.95	-18.29
1.62	1.9	21.13	15.13	15.51	7.58
4.02	4.71	13.95	7.82	8.12	14.1
39.29	45.7	38.78	-4.82	-6.75	-21.77
4.9	1.44	32.61	2.19	1.05	22.57
2.4	2.48	-9.17	8.24	6.74	12.57
6.57	3.87	-0.35	-3.49	-4.98	7.52
-2.14	-2.46	15.28	-6.86	-8.7	-16.62
4.9	3.22	-8.47	0.74	-0.53	4.65
1.83	1.83	13.13	3.52	2.24	-15.87
8.97	4.44	8.63	1.59	1.31	7.55
-2.72	-3.3	9.04	-5.35	-5.67	-44.98
4.89	3.18	-16.83	-3.01	-0.57	-3.06
1.67	1.92	2.11	-7.26	-1.18	-21.05
6.05	3.34	-20.41	-4.15	-3.62	-6.33
-4.31	-4.0	18.96	2.24	2.98	-5.34
0.37	2.43	-27.5	0.73	1.8	49.25
-2.05	-0.25	1.72	13.41	2.84	-4.16
-4.66	-2.19	2.97	0.62	0.69	22.53
-6.91	-4.83	-25.43	9.23	4.9	-3.87
0.47	3.61	12.03	1.01	1.16	23.82
1.6	2.67	30.05	9.04	2.45	17.07
8.25	2.89	4.74	0.56	0.68	-6.94
14.27	4.35	7.18	1.81	-4.83	1.75
12.0	10.32	13.15	0.84	1.09	-6.12
0.0	-3.83	-5.7	5.28	1.78	-8.59
4.65	2.78	4.65	0.55	0.73	0.29
4.03	2.38	-4.89	-1.81	-1.63	-11.37
1.39	1.85	-0.93	0.67	0.9	-11.54

-2.9	2.16	6.52	7.26	7.45	-2.61
0.61	0.78	-6.12	10.62	5.41	39.35
-1.96	-2.14	19.05	59.2	59.61	23.36
6.8	2.93	-11.6	10.14	9.13	-20.44
1.31	1.49	14.93	2.71	1.52	11.01
28.96	17.09	22.05	29.74	23.96	26.86
-19.16	-23.94	3.23	7.25	5.99	7.49
10.81	4.06	-4.69	27.73	9.87	3.03
1.1	1.55	-9.18	5.69	2.2	-2.06
10.64	3.78	-10.47	21.68	23.74	-12.01
-2.11	-3.16	3.23	12.53	16.16	6.14
-1.61	1.54	-12.5	-0.97	2.61	-16.4
-2.98	0.26	-4.46	-2.31	-5.06	0.0
-0.77	3.21	3.27	-20.94	-22.37	-46.31
-6.33	-4.14	-23.44	-2.86	3.84	5.44
-1.82	1.71	14.42	5.47	15.06	54.89
1.5	1.94	14.15	2.48	4.3	25.44
0.48	-0.53	-22.5	0.49	-4.05	13.39
4.58	4.05	8.76	-1.09	-0.19	-4.46
50.43	51.74	27.12	25.55	7.02	2.47
7.75	3.21	11.33	1.58	0.52	18.5
3.63	1.64	-18.26	3.72	0.82	-10.63
6.36	2.38	-5.13	3.15	1.36	9.87
5.95	3.08	-1.54	20.58	13.61	29.95
1.15	0.7	-1.18	2.06	1.07	6.74
-5.18	-3.92	-25.4	0.95	-0.26	2.33
-5.37	-2.21	-0.53	0.4	-1.51	-15.58
-8.66	-3.72	-2.67	3.21	1.48	-7.31
-1.09	1.21	-13.74	-0.17	-1.17	-3.53
-0.16	0.67	19.11	-0.05	-0.54	-12.26
1.73	2.55	17.11	-3.5	-1.95	-14.71
18.93	18.66	34.93	0.97	1.86	-22.41
8.75	1.47	26.77	0.34	0.56	3.7
5.63	6.0	3.38	-0.11	-0.25	15.0
38.67	33.13	10.16	0.89	1.26	35.4
5.32	4.86	33.86	2.55	2.35	-1.85
9.32	5.96	-16.26	5.65	3.1	2.16
5.15	2.66	5.01	2.81	2.69	28.23
20.51	15.95	17.64	5.58	2.89	1.23
1.83	1.08	20.0	4.6	4.13	8.74
-8.28	-14.57	-34.92	13.63	5.99	6.73
3.45	3.99	4.28	3.35	3.68	5.08
-3.54	-9.22	-2.79	-1.19	-3.56	-20.0
0.79	1.04	7.99	5.85	3.09	1.67
-9.79	-12.72	-41.09	12.84	2.3	-5.12
0.95	1.88	-2.84	2.62	2.84	24.41
-14.87	-20.64	21.35	-3.25	-4.71	-26.22
-0.88	-0.4	-39.44	2.09	2.78	-10.59
1.29	3.13	11.01	-8.82	-3.15	5.26
0.7	1.94	26.45	1.96	2.61	-6.0
23.44	21.56	1.86	-4.18	-5.31	15.16
16.77	12.1	52.74	2.28	2.98	19.17

### Tidsperiod: 12 månader

12.14	-0.55	16.08	8.22	4.33	-19.6
25.48	7.96	8.14	-0.24	1.37	-30.18
253.04	227.51	66.73	-12.74	-4.88	-43.38
253.07	233.69	36.46	-9.4	-0.97	11.86
18.23	10.0	-20.5	33.93	13.78	19.68
5.89	5.37	-26.9	10.39	3.07	-7.02
-9.1	-0.64	-7.67	-1.55	0.66	-17.33
-4.48	1.86	20.28	-16.96	-2.34	-27.59
72.65	72.19	5.98	-13.66	-1.19	-5.38
41.17	37.08	4.65	-13.58	1.27	5.12
15.3	11.48	0.0	4.38	17.27	0.22
-10.69	-12.89	-27.41	24.38	19.87	-42.73
-35.89	-39.34	-31.07	5.21	10.98	-32.33
-38.14	-41.99	-56.12	-10.71	-0.93	-41.43
23.67	27.04	-4.23	-3.55	5.33	-9.11
12.04	5.32	38.36	15.5	13.5	11.86
11.41	6.49	18.95	13.19	12.69	-21.45
13.24	6.15	22.66	-6.71	-1.25	-31.52
13.04	6.2	0.6	-21.23	-11.74	-30.72



-8.29	-2.97	30.53	-41.45	-45.63	-63.31
-1.29	-5.55	27.35	-15.15	-17.2	-45.56
20.75	17.68	17.69	12.04	7.16	-4.5
1.61	-4.43	16.05	13.91	7.07	29.67
-1.98	-7.89	5.61	13.22	6.11	11.45
-1.32	-5.93	-21.05	10.02	5.09	-26.3
-3.46	-2.85	-51.75	3.56	3.57	-29.91
-18.4	-10.67	-60.56	-10.31	-4.05	-9.67
-8.45	-0.16	4.47	-12.66	-3.79	-12.5
25.91	9.88	39.77	38.53	13.9	19.78
20.98	9.45	29.67	21.94	11.63	6.2
12.57	-0.76	4.07	4.55	2.42	-7.44
8.68	-1.36	-12.43	-19.88	-4.99	-43.93
4.64	1.76	-28.13	-17.49	-3.44	-18.84
-3.43	2.18	-21.6	-11.92	2.22	-25.09
-1.08	3.04	25.0	-4.39	10.54	-3.33
14.73	5.19	20.95	11.51	13.2	-29.11
12.8	-6.96	28.0	-10.96	-2.2	-40.16
16.79	-5.88	9.06	-8.16	1.61	-35.0
21.33	6.2	-20.0	39.76	35.58	35.98
3.39	2.31	-22.74	12.61	12.43	-17.96
-11.27	0.72	-33.91	-2.94	1.13	-30.36
-7.38	2.58	3.27	-21.08	-12.82	-43.79
70.33	62.1	19.29	-11.03	-4.37	-11.2
78.65	62.97	9.75	24.34	21.06	-21.54
18.12	8.02	-24.55	13.52	8.74	23.15
-3.83	-2.47	-27.8	-0.57	-6.43	23.69
-18.93	-8.44	-37.7	-6.26	-11.77	-21.07
-8.23	0.61	17.11	0.27	-2.81	-47.91
67.77	50.16	93.25	-13.51	-6.1	-54.72
67.87	51.86	29.67	-11.85	-2.48	-32.14
41.04	27.49	24.13	21.05	9.46	70.74
16.43	4.12	-4.2	12.76	-0.7	37.25
-7.75	-18.51	-28.77	8.69	-1.41	-18.75
-11.46	-18.44	-39.92	4.81	1.96	-23.72
-23.15	-29.71	-57.94	-3.49	2.14	-16.24
-13.93	-16.91	3.15	36.8	19.7	47.62
120.58	102.65	155.69	17.04	-5.94	38.01
99.22	86.39	51.82	0.2	-16.58	-20.0
57.4	45.56	20.44	7.73	3.63	-26.56
87.82	47.53	37.6	-7.27	1.75	-10.89
84.84	61.4	-5.76	-11.46	0.89	-13.57
32.46	40.03	-21.92	75.66	65.62	25.81
-25.71	-21.47	-52.67	25.83	10.71	-15.0
-16.99	-3.26	10.0	8.09	2.12	-31.14
26.74	3.02	31.55	-17.1	-8.9	-28.63
36.44	9.93	19.23	-14.64	-4.07	-0.53
31.66	17.34	36.2	68.64	56.8	27.65
24.73	12.8	19.82	45.88	32.26	38.47
4.43	-1.48	-22.76	18.34	2.78	-3.53
-0.61	-2.19	-33.08	-6.81	-18.48	-20.84
-2.28	-0.1	-39.78	-9.27	-16.75	-35.52
2.1	3.46	25.29	-21.85	-28.7	-25.0
19.96	13.44	44.2	-13.72	-16.95	-20.74
29.71	17.73	23.46	108.06	97.26	33.19
22.84	9.25	-8.79	133.64	119.2	38.21
21.11	4.59	-4.0	82.53	46.55	55.96
14.38	3.02	-22.13	76.15	47.27	-4.56
-8.17	-2.69	-34.72	43.31	50.74	-23.53
-8.89	-3.11	35.79	-13.93	-12.15	-52.35
24.34	21.06	-21.54	-20.88	-11.94	-12.31
-0.57	-6.43	23.69	30.82	8.25	3.67
0.27	-2.81	-47.91	31.04	16.7	51.21
-11.85	-2.48	-32.14	28.14	16.09	55.95
26.17	8.85	-16.81	6.76	0.76	-14.54
254.15	228.26	70.88	3.4	-1.76	-33.77
250.63	230.46	114.38	-2.77	-1.83	-43.98
18.63	10.35	-24.45	-2.34	0.18	-21.08
11.45	7.79	-23.51	17.61	11.5	30.16
-8.25	-0.41	-1.96	29.03	16.61	50.66
-9.07	-0.56	-21.62	21.39	10.35	-2.44
225.88	221.26	-11.82	21.98	5.45	-18.91
65.18	60.6	36.63	18.58	3.34	-11.46
38.79	35.16	27.55	-7.58	-2.47	-13.61
-8.5	-10.66	-29.89	-9.05	-3.3	1.88
-32.56	-36.07	-28.0			

## Tidsperiod: 24 månader

295.9	225.72	93.54	17.79	0.99	-25.2
342.4	259.71	78.34	4.89	0.7	-31.94
343.03	260.27	47.57	4.95	0.8	-31.34
320.14	262.23	29.1	3.51	4.85	-10.16
317.41	260.27	32.55	33.99	-1.0	31.9
290.79	256.21	63.97	37.08	-0.15	18.1
273.86	251.62	-0.24	36.87	-1.19	2.4
8.85	9.9	-25.93	26.09	-2.52	1.36
7.47	9.3	-26.59	20.75	-3.71	-15.75
1.34	7.18	-40.05	-7.09	-15.12	-28.71
1.15	7.33	-12.07	7.65	6.97	-47.13
348.43	327.76	93.55	-4.62	4.56	-36.52
352.29	334.21	12.47	-4.24	4.95	-20.22
99.06	91.97	5.98	101.2	75.09	-10.0
51.13	43.47	-4.21	89.87	69.13	-13.36
26.07	19.41	-24.03	71.81	58.95	-20.76
-6.4	-13.6	-8.16	4.32	0.86	-39.33
-26.09	-32.37	-31.07	-4.24	-1.1	-52.99
-46.43	-51.43	-74.28	-7.73	-2.03	-31.5
-44.75	-49.46	-68.15	-11.75	-1.88	-15.44
-42.78	-47.07	-60.8	136.63	91.43	139.89
-20.72	-22.93	-33.98	99.58	61.17	23.14
26.87	11.8	69.71	95.45	58.12	24.22
26.84	13.71	6.43	35.96	7.82	9.61
25.94	13.09	19.65	30.11	3.89	-11.58
25.32	12.52	-4.43	7.38	-14.43	-37.8
22.54	10.74	-1.38	3.09	-15.08	-42.45
17.25	9.9	-21.89	-27.17	-41.87	-40.63
12.78	7.66	-29.76	-29.11	-42.73	-70.04
-1.33	0.83	-33.42	-21.71	-30.86	-48.89
-5.57	-0.77	-54.47	-23.79	-32.23	-38.03
-9.55	-0.35	-38.67	247.2	194.98	207.95
-9.62	0.38	-21.89	279.77	189.09	107.72
44.83	16.65	10.86	274.18	174.97	108.91
31.86	14.53	-1.06	311.57	222.81	31.91
-2.3	6.07	-40.45	190.93	134.93	13.5
-8.33	0.65	-32.68	161.58	120.91	19.27
-13.74	-1.11	-24.88	148.79	106.58	7.44
-14.99	-0.53	-21.78	51.61	29.37	-54.53
11.06	18.76	-66.45	37.32	26.74	-55.39
2.41	15.02	-53.92	13.39	32.73	-32.94
1.47	16.89	-38.49	9.95	35.46	-14.11
35.65	37.12	-5.3	66.87	20.89	79.17
7.75	12.08	-23.39	67.64	25.67	61.68
-11.13	-1.98	-53.89	70.18	24.01	42.86
-10.84	-0.54	-45.58	39.9	17.59	29.22
-13.65	-3.28	-38.16	37.5	15.6	5.2
-14.44	-4.18	-10.61	32.5	14.05	3.29
0.3	-9.74	47.78	23.96	10.33	-19.82
23.63	13.27	-2.95	3.8	-1.08	-52.13
18.35	8.4	24.29	2.05	-1.58	-53.49
6.41	-4.06	-2.8	0.98	-1.57	-47.73
0.27	-10.1	-8.38	1.48	1.19	-16.15
-0.3	-9.06	-35.57	42.78	23.04	26.98
-5.37	-10.51	-49.04	47.36	23.93	31.54
-18.92	-17.15	-64.26	57.39	22.96	22.16
-19.48	-15.97	-68.86	57.08	23.13	18.52
-11.61	-5.22	-64.65	43.95	14.04	-13.62
-11.62	-3.0	-49.59	40.5	12.56	-28.97
41.73	9.04	45.45	12.74	2.85	-29.95
31.57	7.92	38.72	11.21	1.78	-37.33
31.47	7.97	13.55	7.85	-0.07	-9.79
18.18	1.25	4.69	4.21	-0.18	5.74