

Informationsasymmetri och redovisning till verkligt värde

- en studie av nordiska fastighetsföretag

Abstract

This thesis aims to investigate the information effects of fair value accounting in Nordic real estate companies. As a consequence of the mandatory IFRS adoption in the European Union in 2005, listed Nordic companies are allowed to recognize investment property at fair value in accordance with IAS 40. Theory suggests that fair value accounting should lower information asymmetry. Therefore, this study aims to examine correlation between fair value accounting of investment property and information asymmetry on the stock market. To investigate this, we use bid-ask spread as a proxy for information asymmetry and examine Nordic real estate companies before and after the implementation of IFRS. The statistical model used is multiple linear regression. Findings suggest that recognition of investment property at fair value correlates with lower information asymmetry, as reflected in lower bid-ask spreads.

Keywords: Fair value accounting, information asymmetry, investment property, IAS 40, bid ask spread

Elin Persson, 21982

21982@student.hhs.se

Anders Åqvist, 21984

21984@student.hhs.se

Handledare: Walter Schuster

Framläggning: 31 maj 2012

FÖRORD

Vi vill rikta ett stort och varmt tack till vår handledare Walter Schuster för vägledning och goda synpunkter under arbetets gång. Vidare vill vi tacka våra kurskamrater i handledningsgruppen för konstruktiv feedback vid våra gemensamma handledningsseminarier. Vi vill slutligen även tacka medstudenterna som deltagit vid våra traditionsenliga fredagsluncher för inspirerande samtal och goda idéer. Vi är övertygade om att ni alla har hjälpt oss att höja kvalitén på detta arbete på många olika plan.

Stockholm i maj 2012,

Elin Persson och Anders Åqvist

INNEHÅLL

Förkortningar	1
1 Introduktion	2
1.1 Inledning	2
1.2 Bakgrund	3
1.3 Syfte och frågeställning	5
1.4 Avgränsning	6
1.5 Disposition	6
2 Teoretisk referensram	8
2.1 Redovisningsregler	8
2.2 Informationsasymmetri	12
2.3 Studier och teorier om spread	13
2.4 Marknadseffektivitet	15
2.5 Sambandet mellan redovisning och informationsasymmetri	16
2.6 Räkenskaper kontra tilläggsupplysningar	17
3 Metod	20
3.1 Undersökningsmetod	20
3.2 Urvalsmetod	21
3.3 Variabler	23
3.4 Regressionsmodellen	26
3.5 Hypoteser	27
4 Empiri	28
4.1 Urval av fastighetsföretag	28
4.2 Skillnad i spread	31
4.3 Regressionsresultat	32

5	Analys	34
5.1	Skillnader i spread mellan företagsgrupperna	34
5.2	Tolkning av regressionsresultaten	36
5.3	informationsasymmetri	38
6	Slutsats och diskussion	40
6.1	Reliabilitet	40
6.2	Validitet	41
6.3	Generaliserbarhet	41
7	Käll- och Litteraturförteckning	42
8	Appendix	45

FÖRKORTNINGAR

EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EU	Europeiska unionen
FASB	Financial Accounting Standards Board
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
NYSE	New York Stock Exchange
RR	Redovisningsrådets rekommendation
SFAS	Statements of Financial Accounting Standards

1 INTRODUKTION

Detta inledande avsnitt i vår studie redogör för bakgrunden till varför studieämnet har valts och vilket problemområde som identifierats. Därefter kommer syfte och frågeställning att presenteras följt av en beskrivning av studiens avgränsningar. Kapitlet avslutas med uppsatsens disposition.

1.1 INLEDNING

Dagligen fattar investerare beslut om att köpa eller sälja andelar i olika företag. Besluten föregås ofta av mer eller mindre avancerade analyser för att bedöma företagens värde. Flera parametrar kan ha betydelse för att avgöra detta.

Hos företag med stora tillgångar blir värderingen av dessa tillgångar viktig för bedömningen av hela företags värde. Värdering av tillgångar är vanligtvis inte helt enkel, och utifrån informationen som företagen lämnar ifrån sig i exempelvis årsredovisningen kan det ofta vara mycket svårt att göra en egen värdering.

För börsnoterade företag ändrades värderingsreglerna bland annat för vissa typer av fastigheter i och med införandet av de internationella redovisningsstandarderna IFRS år 2005. Sedan dess får företag ta upp vissa fastighetstyper till verkligt värde i balansräkningen, något som i praktiken ofta blir en uppskattning av fastighetens marknadsvärde, istället för att som tidigare vanligen basera värdena på historiska anskaffningsvärden.

Värdering av fastigheter till verkligt värde är baserat på fler antaganden och bedömningar än vad ett värde som utgår från anskaffningsvärden är, och kan därför sägas vara mindre tillförlitligt och således mer osäkert. Å andra sidan bör ett värde som avspeglar fastighetens aktuella värde visa upp en mer rättvisande bild av företags finansiella ställning, och därför vara mer relevant för exempelvis investerare.

I samband med införandet av IFRS diskuterades de nya reglerna i media och åsikterna går isär. Många menar att de nya reglerna, där redovisning till verkligt värde i räkenskaper är tillåten, ger investerare mer relevant information. Andra menar att det verkliga värdet är så svårt att härleda och verifiera att vinsten av den ökade relevansen i räkenskaper tas ut av den minskade tillförlitligheten som verkligt värde ger upphov till.

Vi kommer i denna studie att undersöka huruvida värdering av vissa typer av fastigheter till verkligt värde i koncernbalansräkningen, innebär att informationsasymmetrin mellan

investerare i de börsnoterade fastighetsföretagen har påverkats. Vår tes är att information om fastigheternas verkliga värden har blivit mer tillgänglig för allmänheten, och att informationsasymmetrin således har minskat.

1.2 BAKGRUND

1.2.1 REDOVISNINGSGREGLER

Det har historiskt sett funnits stora skillnader i redovisningsregler länder emellan. En av de mest uppenbara skillnaderna är att vissa länder präglas av ett starkt borgenärsskydd medan andra länder präglas av en stark aktiemarknad. Redovisningens karaktär skiljer sig åt mellan dessa typer av länder. I de länder som präglas av starkt borgenärsskydd karakteriseras redovisningen av försiktighetsprincipen och skydd av borgenärernas intressen, medan redovisningen i länderna som präglas av starka och spridda aktieägare istället syftar till att ge en rättvisande bild av företagets resultat och finansiella ställning åt investerare, för att dessa skall kunna ta så informerade beslut som möjligt. Det klassiska exemplet på ett land med starkt borgenärsskydd är Tyskland medan ett land med stark aktiemarknad är Storbritannien. (Alexander & Nobes, 2010) De nordiska länderna har historiskt sett legat närmare den tyska redovisningstraditionen, för att under senare decennier förflytta sig allt närmare en aktieägarorienterad redovisning med större fokus på verkliga värden. (Lawrence, 1996)

De nationella redovisningsreglerna i Norden är lika i många hänseenden men det finns även en del skillnader. Dessa skillnader kan bland annat förklaras av historiska olikheter länderna emellan.

Skillnaderna i redovisningen länder emellan skapar komplikationer för rapportering, konsolidering, revision och inte minst tolkning av finansiella rapporter ur ett internationellt perspektiv. I den allt mer globaliserade värld många företag verkar i, i kombination med allt mer integrerade kapitalmarknader världen över, har därför efterfrågan på harmoniserade redovisningsregler ökat. (Lawrence, 1996)

International Accounting Standards Board (hädanefter IASB) är en internationell organisation som arbetar för att kvalitetsförbättra och harmonisera finansiell redovisning. IASB består av 15 ledamöter från olika länder och med olika expertis. Både akademien och näringslivet är representerade. IASB:s syfte är att skapa och marknadsföra redovisningsstandarder som underlättar för användarna av finansiella rapporter, genom att harmonisera nationella redovisningsstandarder. (IASB:s webbplats) IASB:s standarder kallas för *International*

Financial Reporting Standards (hädanefter IFRS). Rapportering enligt IFRS krävs eller tillåts idag i nästan 120 länder världen över. (Alexander & Nobes, 2010)

Börsnoterade företag i samtliga EES-länder skall sedan 2005 redovisa enligt IFRS i sin koncernredovisning. Detta innebär att från och med 2005 redovisar börsnoterade företag i samtliga nordiska länder enligt IFRS i sina koncernräkenskaper. (EU, 2012)

En nyckelfråga inom redovisningen har länge varit hur tillgångar skall värderas. I de nordiska länderna har tidigare historiska anskaffningsvärden getts stor vikt, men i och med en successiv övergång till internationella redovisningsregler har verkligt värde getts större och större betydelse i de finansiella rapporterna för nordiska företag.

Syftet med att ta upp tillgångar till verkligt värde är att redovisningsinformationen skall bli mer relevant och innehålla mer och bättre information för investerare. En av de tillgångar där värderingen har påverkats mycket är förvaltningsfastigheter.

1.2.2 FASTIGHETER

Begreppet fastighet är i grunden en juridisk benämning av den enhet som mark är indelad i. Byggnader som står på fastigheter är vanligtvis fastighetstillbehör, och är då en del av fastigheten.

När företag som tillämpar IFRS i sin koncernredovisning skall redovisa sina fastigheter måste fastigheterna klassificeras som antingen rörelsefastigheter, lagerfastigheter, förvaltningsfastigheter eller skogsfastigheter. Rörelsefastigheter regleras av standarden IAS 16 och är fastigheter som företaget innehar för egen användning i den löpande verksamheten. Lagerfastigheter är fastigheter som innehas för försäljning inom det kommande året och regleras av IAS 2. Fastigheter som innehas för att inbringa hyresintäkter eller för värdestegring klassificeras som förvaltningsfastigheter enligt IAS 40. Skogsfastigheter är mark som innehas för jord- och skogsbruk. Även fastigheter som inte innehas med äganderätt utan med exempelvis tomträtt klassificeras till någon av dessa fyra kategorier. Se tabell 1 nedan för en sammanfattning av de olika fastighetstyperna och var i IASB:s regelverk bestämmelser för redovisning av dessa fastigheter finns. I denna studie avgränsar vi undersökningen till de fastigheter som omfattas av IAS 40 – förvaltningsfastigheter.

Fastighetens användningsområde	Typ av fastighet	Redovisas enligt
Innehas i syfte att säljas inom ett år	Lagerfastighet	IAS 2 - Varulager
Produktion och tillhandahållande av varor eller tjänster, lagring eller för administrativa ändamål.	Rörelsefastighet	IAS 16 - Materiella anläggningstillgångar
Generera hyresintäkter eller värdestegring eller en kombination av dessa	Förvaltningsfastighet	IAS 40 - Förvaltningsfastigheter
Jord- och/eller skogsbruk	Skogsfastighet	IAS 41 - Jord- och skogsbruk

Tabell 1 – Fastigheter och redovisningsreglering

Då tillgångar hos fastighetsföretagen till stor del utgörs av förvaltningsfastigheter kan skillnader i värderingsprinciper av dessa fastigheter ge upphov till stora skillnader i hur företagens finansiella ställning bedöms. Värdering av lagerfastigheter och rörelsefastigheter är av mindre vikt för de fastighetsförvaltande företagen eftersom dessa tillgångstyper utgör en mindre andel av företagens totala tillgångar.

Karaktäristiskt för företag vars huvudsakliga verksamhet är att äga och förvalta fastigheter är att de har stora tillgångar i förhållande till sin omsättning. En effekt av detta är att de årliga resultat som uppstår från den löpande verksamheten kan vara små i relation till årliga förändringar i tillgångarnas verkliga värden. Av denna anledning kan information om förvaltningsfastigheternas verkliga värden ha stor inverkan på investerares beslut.

1.3 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING

Vi kommer i denna studie att undersöka informationsasymmetrin kring marknadsnoterade fastighetsföretag.

I och med att noterade företag i samtliga nordiska länder sedan 2005 skall följa IASB:s regelverk, har dessa givits möjlighet att i enlighet med IAS 40 redovisa förvaltningsfastigheter till verkliga värden i sina koncernbalansräkningar. Många företag har därefter valt att redovisa verkliga värden i koncernräkenskaperna, vilket enligt flera nationella redovisningsstandarder inte var tillåtligt tidigare. Istället uppmanade många länders normgivare företagen att ta upp

förvaltningsfastigheter till historiska anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar. Verkligt värde fick istället redovisas som tilläggsinformation i räkenskaperna. Således har många företag bytt redovisningsmetod för hur förvaltningsfastigheter skall behandlas i koncernbalansräkningen.

Vårt syfte med denna studie är att undersöka om informationsasymmetrin i fastighetsföretag har förändrats av att fastigheterna tas upp till verkligt värde direkt i koncernredovisningen. Vår hypotes är att informationsasymmetrin har minskat, då förvaltningsfastigheternas verkliga värden bör vara mer relevanta för investerare att ta i beaktande vid värderingen av ett företag, än vad värden baserade på historiska utgifter är. Detta har lett oss till följande frågeställning:

Är informationsasymmetrin lägre hos fastighetsföretagens investerare när företagen redovisar förvaltningsfastigheter till verkligt värde istället för historiska anskaffningsvärden i koncernräkenskaperna?

1.4 AVGRÄNSNING

Vi har valt att avgränsa studien till fastighetsföretag noterade på de nordiska börserna. Vi ser anledning till att studien bör sträcka sig utanför den svenska marknaden för att få ett större urval. Vi tror också att det före införandet av IFRS rådde en mer homogen redovisningspraxis i Norden än om man tittar på ett större geografiskt område, varför studien blir mer fokuserad på hur just denna förändring av redovisningsregler har påverkat informationsasymmetrin.

Studien berör endast de fastigheter som faller inom definitionen för förvaltningsfastigheter inom IAS 40. Vi kommer alltså inte att behandla övriga typer av fastigheter i företag, såsom rörelsefastigheter, lagerfastigheter eller skogsfastigheter.¹

1.5 DISPOSITION

I studiens första kapitel ges en bakgrundsbeskrivning till det valda ämnet. Därefter redogörs för studiens syfte, frågeställning och avgränsningar. I kapitel två förklaras den teoretiska bakgrund som ligger till grund för vår undersökning. Kapitlet behandlar de nationella redovisningsreglerna samt de redovisningsregler som gäller efter införandet av IFRS. Därefter behandlas informationsasymmetri, teori kring hur marknaden behandlar information

¹ Noteras bör att IASB:s definition av förvaltningsfastigheter inte stämmer fullständigt överens med exempelvis den svenska normgivaren Redovisningsrådets definition. Exempelvis har vissa fastighetsföretag enligt tidigare regler klassificerat delar av sitt innehav av fastigheter som omsättningstillgångar, och definierat dem som lagerfastigheter enligt Redovisningsrådets definition, medan de med IASB:s definition kategoriserats som förvaltningsfastigheter. Då avgränsningen utgörs av IASB:s definition kommer företag som dessa att ingå i studien.

(marknadseffektivitet) samt sambandet mellan redovisning och informationsasymmetri. I det tredje kapitlet redogör vi för den undersökningsmetodik som används i studien genom förklaring av den statistiska modell och de kontrollvariabler som används. I fjärde kapitlet presenteras data som har samlats in samt resultat från de test som genomförts. I efterföljande kapitel analyseras de resultat som presenterats i empirin för att i det sjätte och avslutande kapitlet bli föremål för en slutsats följt av en allmän diskussion kring studien.

2 TEORETISK REFERENSRAM

I detta kapitel redogör vi för den teori som ligger till grund för vår undersökning. Kapitlet inleds med en kort beskrivning av de nationella redovisningsreglerna i Norden följt av en redogörelse av reglerna i den internationella bestämmelse vi undersöker, IAS 40. Därefter går vi in på tidigare forskning inom de områden som vår undersökning berör och angränsar till.

2.1 REDOVISNINGSGREGLER

2.1.1 NATIONELLA REDOVISNINGSGREGLER

2.1.1.1 SVERIGE

Innan obligatoriet för svenska börsnoterade företag att redovisa i enlighet med IASB:s regelverk IFRS i sin koncernredovisning rekommenderades de att upprätta sin redovisning i linje med Redovisningsrådets rekommendationer. (Axelman, et al., 2005) Redovisning av förvaltnings-fastigheter reglerades av Redovisningsrådets rekommendation nummer 24 (hädanefter RR 24). Denna trädde i kraft den 1 januari 2003, och syftade till att de svenska reglerna skulle närma sig regelverket uppställt av IASB. RR 24 föreskriver att förvaltningsfastigheter skall värderas utifrån historiska anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar, samt att uppgifter om verkligt värde också ska presenteras i tilläggsinformation. (RR 24) I de fall anskaffningsvärdet av en fastighet med avdrag för avskrivningar ger ett värde som är väsentligt högre än det verkliga värdet krävs nedskrivning av det bokförda värdet. På samma sätt finns möjlighet till uppskrivning om det bokförda värdet är väsentligt lägre än det verkliga värdet. Detta förutsätter dock att det högre eller lägre värdet anses vara bestående över tid. (Svensk författning: Årsredovisningslagen 4 kap 6 §)

2.1.1.2 NORGE

Även i Norge har historiska anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar varit huvudmetoden för hur förvaltningsfastigheter skall redovisas. Hur anläggningstillgångar skall tas upp i räkenskaperna regleras av norsk lag, där det framgår att anläggningstillgångar skall värderas utifrån anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar baserade på tillgångens förväntade livslängd. Om tillgångens verkliga värde understiger värdet som annars skulle ha tagits upp i balansräkningen krävs nedskrivning av tillgången i fråga. (Norsk författning: Regnskapsloven §§ 5-1, 5-3) Möjligheter till uppskrivning finns ej. (Norsk författning: Regnskapsloven § 5-3 e contrario) (Stenheim, 2008) Dessa regler gäller fortfarande för

redovisningen i norska företag, men i koncernredovisningen i koncerner som omfattas av kravet på redovisning enligt IFRS gäller sedan 1 januari 2005 inte längre dessa regler. (Norsk författning: Regnskapsloven §§ 3-9) Den norska redovisningsstandarden för förvaltningsfastigheter i noterade företag innan övergången till IFRS överensstämde således väl med den svenska standarden innan övergången, bortsett från möjligheten till uppskrivningar som fanns i Sverige.

2.1.1.3 FINLAND

Reglering av finsk redovisning finns främst i Bokföringslagen och Bokföringsförordningen. Anläggningstillgångar, eller aktiva bestående tillgångar som det heter i den finska redovisningen, skall värderas till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar enligt plan. (Finsk författning: Bokföringslagen 5 kap. § 5) Precis som i det svenska regelverket finns krav på nedskrivning samt möjlighet till uppskrivning i de fall det bokförda värdet på bokslutsdagen väsentligen avviker ifrån troligt överlåtelsepris och denna värdeförändring anses vara bestående. (Finsk författning: Bokföringslagen 5 kap §§ 13, 17)

Försiktighetsprincipen ges stor vikt i den finska redovisningslagstiftningen. I Bokföringslagen specificeras bland annat att med att iaktta försiktighet menas att endast sådana vinster som har realiserats under räkenskapsperioden får tas upp i bokslut och verksamhetsberättelse samt att samtliga avskrivningar och nedskrivningar som uppstått under perioden skall tas upp i bokslutet, även om dessa blir kända först efter periodens slut. (Finsk författning: Bokföringslagen 3 kap § 3) Detta står i kontrast mot IFRS bestämmelser om redovisning till verkligt värde för vissa tillgångsslag.

2.1.1.4 DANMARK

Regleringen kring redovisning av förvaltningsfastigheter återfinns i den danska motsvarigheten till Årsredovisningslagen. Anläggningstillgångar skall som huvudregel bokföras till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar. (Dansk författning: Årsregnskabsloven, §§ 40-43) Dock tillåts även företag som huvudsakligen ägnar sig åt investeringsverksamhet att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde, så kallat *dagsverdi*, i balansräkningen. (Dansk författning: Årsregnskabsloven, § 38) Denna möjlighet till att redovisa verkligt värde enligt Årsregnskabsloven har funnits sedan 1 januari 2002. (Dansk författning: Årsregnskabsloven, § 165)

2.1.1.5 ISLAND

Inga isländska företag uppfyller våra urvalskriterier för att ingå i denna studie (se vidare avsnitt 3.2 för beskrivning av urvalsmetod). Av den anledningen har vi inte kartlagt isländska redovisningsstandarder närmare.

2.1.2 NORDEN

Sammanfattningsvis ser vi två metoder för att redovisa tillgångar i räkenskaperna, vilka är tillämpliga på förvaltningsfastigheter. Den ena metoden är redovisning till historiska anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar (hädanefter redovisnings till historiskt anskaffningsvärde). Den andra är att redovisa tillgångarna till verkligt värde vilket inte var tillåtligt i de nordiska länderna före införandet av IFRS med undantag för Danmark. Som tidigare nämnts stämmer IASB:s definition av förvaltningsfastigheter inte till fullo överens med de nationella definitionerna av förvaltningsfastigheter. Av denna anledning kan vissa förvaltningsfastigheter ha klassificerats annorlunda innan IFRS och således redovisats som exempelvis lagerfastigheter enligt lägsta värdets princip.

Effekterna av den redovisningsstandard avseende förvaltningsfastigheter som gällde i Sverige, Norge och Finland innan övergången till IFRS var att historiska anskaffningsvärden gavs stor vikt, och att värdena i balansräkningen därför var tillbakablickande. För fastigheter som varit i samma företags ägo under en längre period leder avskrivningar i kombination med inflation till att de värden som tas upp i balansräkningen ofta är låga i relation till bedömda verkliga värden. Värdena i balansräkningen är dock lätta att härleda och därmed svåra att manipulera. Således var de balanserade värdena i enlighet med metoderna föreskrivna i Sverige, Norge och Finland tillförlitliga och säkra, men inte nödvändigtvis en särskilt god spegling av fastigheternas reella värden. I Danmark däremot kunde fastighetsföretag välja att ge fastigheternas faktiska värden avgörande betydelse vid upprättandet av företagens räkenskaper. Dessa värden skulle då sannolikt vara mer användbara för investerare, men eftersom de skulle grunda sig på bedömningar från företagens sida skulle de också riskera att minska trovärdigheten i räkenskaperna om bedömningarna skulle anses dåliga.

2.1.3 HARMONISERING

Den harmonisering som IASB påbörjat, och som har fått stort genomslag tack vare EU-kommissionens beslut att alla medlemsländer skall redovisa till IFRS för noterade koncerner, har gett oss en möjlighet att undersöka effekten av att byta redovisningsmetod.

I dagligt tal används ofta harmonisering och standardisering som synonymer. Det är dock viktigt att skilja de två olika begreppen åt. Standardisering avser specifika regler. Det är därför svårt att implementera standardisering över landsgränser. Harmonisering däremot är betydligt mer flexibelt, och nationella skillnader är ofta acceptabelt. EU-direktiven är ett exempel på harmonisering. De specificerar många redovisningsmått och krav på tilläggsinformation. Därigenom begränsar de antalet alternativ i redovisningen utan att kräva att en metod eller en standard skall gälla i alla situationer. (Peill, 2000)

Det är vanligt att skilja på *de jure-harmonisering* och *de facto-harmonisering*. Med *de jure*-harmonisering avses själva regleringen, det vill säga vilken harmonisering som sker i lagstiftning och annan reglering. *De facto*-harmonisering avser vad företagen faktiskt gör, det vill säga vilken harmonisering som sker i praktiken. (Alexander & Nobes, 2010) I denna uppsats undersöker vi endast *de facto*-harmonisering, då vi undersöker den faktiska tillämpningen av redovisningsreglerna till följd av harmoniseringen, inte reglerna i sig.

2.1.4 IAS 40

Syftet med IAS 40 är att ange hur förvaltningsfastigheter skall redovisas samt vilka tilläggningsupplysningar som krävs.

Förvaltningsfastigheter definieras enligt IAS 40 som fastigheter som innehas i syfte att *generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa*. (IAS 40 punkt 5) Som exempel på förvaltningsfastigheter nämner IAS 40 bland annat mark som innehas för långsiktig värdestegring eller för tillfället obestämd användning, byggnader som ägs eller innehas genom finansiell leasing som hyrs ut eller innehas för att hyras ut enligt operationella leasingavtal samt fastigheter som bebyggs eller exploateras för framtida användning som förvaltningsfastigheter. (IAS 40 punkt 8)

Precis som de flesta andra tillgångsslag skall en förvaltningsfastighet redovisas som tillgång endast när det är *sannolikt att de framtida ekonomiska fördelar som är förknippade med förvaltningsfastigheten kommer att komma företaget till del och när anskaffningsvärdet på förvaltningsfastigheten kan beräknas på ett tillförlitligt sätt*. (IAS 40 punkt 16)

En förvaltningsfastighet skall vid förvärvstillfället redovisas till anskaffningsvärde. (IAS 40 punkt 20) Därefter har företaget att välja mellan att redovisa förvaltningsfastigheten till verkligt värde eller till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar. (IAS 40 punkt 30) Ett företag skall, med fåtal undantag, redovisa samtliga sina fastigheter enligt samma metod.

(IAS 40 punkt 33) Då vi i denna undersökning fokuserar på konsekvenser av övergången till att redovisa till verkligt värde kommer vi inte att fokusera på metoden att redovisa till anskaffningsvärde. Noteras bör dock att företag som väljer att redovisa sina fastigheter till anskaffningsvärde måste lämna tilläggsupplysningar om förvaltningsfastigheternas verkliga värde. (IAS 40 punkt 32)

Förvaltningsfastighetens verkliga värde definieras enligt IAS 40 som *det pris till vilket fastigheten skulle kunna säljas i en transaktion mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs*. Vidare specificeras att verkligt värde inte får påverkas av särskilda villkor och omständigheter, exempelvis en ovanlig finansieringsform samt att det verkliga värdet skall tas upp utan avdrag för transaktionskostnader och att det verkliga värdet skall återspegla marknadsvillkoren per rapportperiodens slut. (IAS 40 punkterna 36-38) IASB rekommenderar företagen att använda oberoende värderingsmän men detta är inget krav. (IAS 40 punkt 32)

Vinster eller förluster som uppkommer vid förändring i förvaltningsfastighetens verkliga värde från en rapportperiod till en annan skall redovisas i periodens resultat. Detta är ett tydligt avsteg från försiktighetsprincipen, i och med att orealiserade vinster kommer att tas upp i resultaträkningen.

IASB är tydliga med att de anser att verkligt värde är den redovisningsmetod för att redovisa förvaltningsfastigheter som ger mest relevant bild. (IAS 40 punkt 31 m.fl.)

2.2 INFORMATIONASYMMETRI

Begreppet informationsasymmetri syftar till att beskriva en situation där olika aktörer på en marknad har tillgång till olika information. Risken för att det finns asymmetri i hur information är spridd bland marknadsaktörer innebär att olika typer av osäkerhet vid ingående av kontrakt kan uppstå. Ett klassiskt exempel är marknaden för nya och begagnade bilar. (Akerlof, 1970) I exemplet antar man att det bara finns en typ av bil på marknaden, och att man vid köpet inte kan veta om det är ett exemplar som kommer att hålla länge eller om det är en bil av sämre kvalitet. Man kan bara göra en uppskattning av sannolikheten att det är en bra respektive dålig bil man köper. Medan man äger bilen bildar man sig dock en uppfattning av hur hög kvalitet den egna bilen håller. Det innebär att man om man sedan säljer bilen vidare har ett informationsövertag gentemot en köpare, som enbart kan utgå från en allmän uppfattning om hur stor sannolikhet det är att den aktuella bilen är av bra eller dålig kvalitet.

På aktiemarknaden innebär informationsasymmetri att vissa investerare har mer information om företaget än andra. Detta informationsövertag grundar sig då inte som i bilexemplet på att man under lång tids ägande lärt sig hur aktien fungerar, utan på att vissa investerare på olika sätt har tillgång till information om företaget som inte är känd av allmänheten. På motsvarande sätt som för begagnade bilar innebär informationsasymmetrin en osäkerhet på marknaden som påverkar företagets värde, och således de kurser som aktien handlas för på börsen. En effekt av informationsasymmetri kring en aktie är att köpkurser och säljkurser skiljer sig mycket åt. Anledningen till detta är att en aktör inför en affär inte vet om motparten har mer information än vad han själv har.

För att skydda sig mot risken för att motparten har ett informationsövertag kommer en rationell säljare att kräva mer betalt för en aktie än vad han med sin information anser att den egentligen är värd, och en rationell köpare kommer på samma sätt att vilja betala mindre än vad hans bedömning av aktiens värde resulterat i. Detta görs på grund av risken för att motparten med sitt eventuella informationsövertag annars skulle göra vinster som hade kunnat tillfalla den oinformerade parten. Ju fler investerare som antas handla med privat information som det finns på en marknad, desto större avvikelse från den egna bedömningen av aktiens värde kommer den oinformerade parten att kräva inför en affär. Effekten av detta är att skillnader i köp- och säljkurs kan användas för att mäta informationsasymmetri i aktier, och att således en stor skillnad mellan kurserna är ett tecken på att informationsasymmetrin också är stor. (Copeland & Galai, 1983) (Glosten & Milgrom, 1985) Skillnaden mellan köp- och säljkursen för en aktie dividerat med genomsnittet av köp- och säljkursen ger ett relativt mått som kan användas för jämförelser mellan olika aktier. Denna kvot kommer vi härnäst benämna *spread*.

2.3 STUDIER OCH TEORIER OM SPREAD

Som ovan visats bör informationsasymmetri teoretiskt vara en anledning till att det uppkommer skillnader mellan vad säljarna bjuder ut sina aktier för, och vad köparna bjuder för dem. Hur stor denna påverkan är, och vilka ytterligare faktorer som har påverkan på vilken *spread* en aktie handlas till har även undersökts empiriskt. Glosten och Harris utgår i en artikel publicerad 1988 från att det finns en komponent i aktiers *spread* som beror på informationsasymmetri och en komponent som beror på likviditetsgaranters² lagerhållnings-

² En likviditetsgarant är en aktör på börsen som förbundit sig gentemot ett företag att garantera att det finns köpare och säljare till detta företags aktier. Om köpare eller säljare inte finns på marknaden i övrigt träder likviditetsgaranten in som motpart i affären.

kostnader, monopolposition och kostnader av att genomföra affären. Efter att ha studerat ett stort antal avslut på NYSE och utvärderat dessa enligt en statistisk modell som tar hänsyn till om likviditetsgaranten är köpare eller säljare, hur stor volym aktier som handlats, och om likviditetsgaranten i transaktionen dessförinnan köpte eller sålde aktier, ger deras urval vid handen att genomsnittligen cirka en tredjedel av *spreaden* kunde härledas till informationsasymmetri och cirka två tredjedelar till den andra komponenten beskriven ovan. (Glosten & Harris, 1988) Utmärkande för Glosten och Harris modell är att de tillåter *spread* hänförlig till informationsasymmetrikomponenten att variera med handlad volym i respektive order, medan *spreaden* i monetära enheter för den andra komponenten har antagits vara oberoende av orderstorlek. Detta görs eftersom handel där köparen eller säljaren innehar privat information kan antas ske med större volymer per order än normal börshandel.

Efter Glosten och Harris har även Stoll studerat *spreadens* komponenter. Stoll utgår från en liknande grundmodell som Glosten och Harris. I Stolls modell utgörs *spreaden* av tre komponenter – en komponent som uppkommit på grund av informationsasymmetri, en komponent som speglar likviditetsgaranters lagerhållningskostnader och en komponent som speglar kostnaderna för likviditetsgaranterna av att lägga börsorders. Efter statistiska test av aktier på Nasdaq-börsen visar Stolls data att 43 procent av *spreaden* är hänförlig till risken för informationsasymmetrier mellan investerarna. (Stoll, 1989)

Även George, Kaul och Nimalendran har studerat *spreads* för aktier på amerikanska börser. I likhet med Glosten och Harris samt Stoll visar de att de inte kan förkasta att informationsasymmetri är en komponent i *spreaden*, dock tyder deras resultat på att den del av *spreaden* som är hänförlig till informationsasymmetri är mindre än vad bland andra Glosten och Harris samt Stoll gjort gällande. (George, et al., 1991) Författarna tar dock inte hänsyn till ordervolymen i respektive order, vilket de själva medger kan vara av betydelse för delen av *spread* hänförlig till informationsasymmetri. Därför har de ansett att deras resultat huvudsakligen är relevant för mindre orderstorlekar.

Nämnas bör att tidigare forskning om marknadsmekanismer kring *spread* framförallt har undersökt amerikanska NYSE där *spreaden* bestäms av en likviditetsgarant. De marknadsplatser som undersöks i denna studie är istället orderdrivna, det vill säga att handeln sköts elektroniskt och att det är köparnas och säljarnas limitordrar som avgör *spreaden*. Detta påverkar dock inte de underliggande mekanismerna i form av asymmetrisk information som ger upphov till skillnad mellan köp- och säljkurs.

Sammanfattningsvis är tidigare forskning överens om att det finns en komponent hänförlig till informationsasymmetri i *spread*. Däremot råder ingen konsensus kring hur stor denna komponent är.

2.4 MARKNADSEFFEKTIVITET

Marknadseffektivitet är en känd teori inom finansiell ekonomi. Innebörden av marknadseffektivitet är att priset på en finansiell tillgång vid varje givet tillfälle skall spegla all tillgänglig information. Detta innebär att det enda som kan orsaka prisförändringar är ny information, det vill säga information som inte tidigare funnits på marknaden.

Inom finansiell teori finns det tre olika typer av information: historisk information, publik information och privat information. Historisk information inkluderar exempelvis historiska aktiepriser och historiska handelsvolymen. Publik information är information som är publicerad för allmänheten såsom redovisningsdata, pressmeddelanden och riksbankens uttalanden om ränteläget. Privat information är information som inte är känd för allmänheten ännu, exempelvis en företagslednings vetskap om en framtida organisationsförändring.

Det finns tre olika former av marknadseffektivitet, som karakteriseras av vilken information som antas vara återspeglad i marknadens priser: svag form, halvstark form och stark form av marknadseffektivitet. (Bodie, et al., 2011)

Enligt den svaga formen av marknadseffektivitet är all historisk information om priser och historisk handel återspeglad i marknadspriser på finansiella tillgångar. Det går alltså inte att göra systematiska övervinster genom att studera mönster i tidigare handel av en finansiell tillgång, genom så kallad teknisk analys.

Den halvstarka formen innebär att både all historisk information och all publik information är avspeglad i marknadens priser. Detta medför att det inte går att göra systematiska övervinster genom att analysera befintlig redovisningsinformation, pressmeddelanden och intäktsprognoser eftersom detta redan är prissatt av marknaden.

Den starka formen av marknadseffektivitet innebär att all information återspeglas i marknadspriser på finansiella tillgångar. Detta inkluderar även privat information. Om denna typ av marknadseffektivitet råder går det inte att göra övernormala vinster på insiderinformation.

I denna undersökning utgår vi från att en halvstark form av marknadseffektivitet råder. Av detta antagande följer att investerare kan göra övernormala vinster genom att handla med information om företaget som inte är allmänt känd. Ett exempel på sådan information kan vara uppgifter om verkliga värden av fastighetsföretagens tillgångar. Dock kan investerarna inte utvärdera räkenskapsinformation för att göra övernormala vinster, då denna typ av information antas vara känd på marknaden och inräknad i aktiernas priser från den tidpunkt informationen blev offentlig.

Antagandet om halvstark form av marknadseffektivitet är fundamentalt för vår studie, då studiens syfte är att undersöka huruvida informationsasymmetrin i fastighetsföretag påverkas av vilken typ av redovisningsinformation företagen lämnar. Om stark form av marknadseffektivitet skulle råda hade privat information påverkat aktiemarknaden redan när någon fick del av informationen, varför det hade det varit egalt för aktiemarknaden om informationen offentliggjordes, exempelvis i räkenskaperna, eller om den inte offentliggjordes alls. På motsatt sätt skulle den svaga formen av marknadseffektivitet vara otillräcklig, eftersom den skulle innebära att information som redan har offentliggjorts om företaget skulle kunna användas för att göra övernormala vinster då denna inte är avspeglad i marknadspriser. Således skulle inte bara privat information, utan också publik information, kunna skapa informationsasymmetrier mellan investerare.

2.5 SAMBANDET MELLAN REDOVISNING OCH INFORMATIONASYMMETRI

Forskning avseende olika redovisningsmetoders påverkan på informationsvärdet av redovisningen har gjorts i flera branscher och efter olika urvalskriterier tidigare. Gemensamt för många av dem är att *spread* används som ett mått för att undersöka informationsasymmetri. Nedan presenteras de studier som är mest relevanta för vår undersökning då de antingen behandlar liknande ämnen eller använder sig av en metod som kan användas i en studie med vår frågeställning.

Greenstein och Sami undersöker i en studie hur reglering av tilläggsupplysningar i redovisningen påverkar informationsasymmetrin på den amerikanska marknaden. Forskarna undersöker hur *spreaden* har förändrats genom att titta på en period före och en period efter införandet av krav på segmentrapportering i redovisningen. De hittar svaga bevis för att denna reglering påverkar informationsasymmetrin på marknaden. (Greenstein & Sami, 1994)

Muller, Riedl och Sellhorn studerar effekten av att europeiska fastighetsföretag sedan övergången till redovisning enligt IFRS år 2005 har haft möjligheten att redovisa verkligt värde för sina förvaltningsfastigheter. Genom att gruppera företagen efter redovisningsmetod studerar man hur informationsasymmetrin förändrats i den grupp som tidigare lämnade tilläggsinformation, samt hur den förändrats i gruppen av företag som tidigare inte lämnade någon information om verkligt värde alls. Resultaten visar att informationsasymmetrin minskat i båda grupperna, men att den minskat mest hos de företag som tidigare inte lämnade information om verkligt värde. Dock är informationsasymmetrin såväl före som efter 2005 lägre bland de företag som innan 2005 frivilligt redovisat fastigheternas verkliga värden. (Muller, et al., 2011)

Mohd studerar mjukvaruföretags val av redovisningsmetod för utgifterna för utveckling av mjukvaror jämfört effekterna på informationsasymmetrin av balansering av utvecklingsutgifterna eller direkt kostnadsföring av utgifterna. Författaren använder *spread* samt omsättning av företagets aktier som mått på informationsasymmetri. Slutsatsen som dras är att informationsasymmetrin är mindre mellan investerarna om företaget väljer att balansera utgifterna snarare än att genast kostnadsföra hela utvecklingsutgiften. (Mohd, 2005)

Förutom studier som direkt undersöker redovisningens inverkan på informationsasymmetri finns mycket tidigare forskning som använder sig av *spread* som ett mått på informationsasymmetri även om andra fenomen undersöks. Ett exempel är Chiang och Venkatesh som undersöker hur graden av insiderägare påverkar informationsasymmetri bland investerare. De använder sig av *spread* som undersökningsvariabel och finner stöd för att högre andel insiders hos ett företag är korrelerat med en högre *spread*. Av resultaten dras slutsatsen att informationsasymmetrin är högre kring företag med högre andel insiders. (Chiang & Venkatesh, 1988)

2.6 RÄKENSKAPER KONTRA TILLÄGGSUPPLYSNINGAR

Viktigt för operationaliseringen av studiens syfte är att vissa nationella redovisningsregler redan innan obligatoriet för börsnoterade företag att redovisa enligt IFRS, har haft bestämmelser om att inkludera verkligt värde för förvaltningsfastigheter i tilläggsupplysning. Den stora skillnaden för många nordiska fastighetsföretag efter 2005 blev således inte att överhuvudtaget börja ta upp verkligt värde i redovisningen, utan snarare att gå från att ha tagit upp verkligt värde i tilläggsupplysningar till att ta upp det i balansräkningen.

Barth med flera undersöker informationsvärdet av redovisning i tilläggsupplysningar jämfört med redovisning i räkenskaperna. De finner bland annat att osäkra estimat redovisade i räkenskaperna ofta resulterar i större prisreaktioner än samma estimat i tilläggsupplysningar. Detta visar på att marknaden värderar information i tilläggsupplysningar annorlunda än information i räkenskaperna, även om det är samma information. (Barth, et al., 2003)

I en annan studie undersöks hur marknaden värderar verkligt värde på finansiella instrument upptagna i balansräkningen kontra verkligt värde på finansiella instrument i tilläggsinformation. Författarna undersöker en rad amerikanska bolag före och efter införandet av SFAS 133³, och finner att marknaden prissätter verkliga värden upptagna i räkenskaperna men däremot inte verkliga värden i tilläggsinformation. (Ahmed, et al., 2006)

Empiriskt stöd har också hittats för att olje- och gasföretag som tar upp en nedskrivning i räkenskaperna i samband med en nedgång av oljepriset kan se en nedgång i aktiepris. För företag som tar upp en nedskrivning i tilläggsinformation, utan att ta upp detta i räkenskaperna, hittas ingen signifikant påverkan på aktiepriset. (Aboody, 1996) Med ungefär samma metod undersöker en annan grupp forskare företags redovisade avgångsåtaganden för anställda och om marknaden prissätter värden upptagna i räkenskaperna olika jämfört med värden redovisade i tilläggsinformation. De finner visst stöd för att marknaden prissätter upptag i räkenskaperna kontra tilläggsupplysning på olika sätt. (Davis-Friday, et al., 1999)

I en experimentstudie undersöker amerikanska forskare hur olika typer av användare uppfattar pensionsskulder i redovisningsinformation beroende på huruvida informationen är upptagen i räkenskaperna eller endast i tilläggsupplysning. De två olika användargrupperna är banktjänstemän och studenter. De kommer fram till att det finns en skillnad i hur skulderna uppfattas beroende på om de är upptagna i balansräkningen eller inte, men däremot hittas ingen signifikant skillnad i hur de olika grupperna av användare tolkar informationen. (Harper, et al., 1987)

Sammanfattningsvis är tidigare forskning överens om att marknaden prissätter information i räkenskaperna. Flertalet studier visar att marknaden även prissätter tilläggsupplysningar i varierande grad. Som ovan nämnts ges stöd för att marknaden prissätter information i räkenskaperna annorlunda än tilläggsinformation. Däremot råder ingen konsensus i litteraturen gällande hur stor denna skillnad är eller vad den härrör ifrån.

³ SFAS 133 är en standard utfärdad av FASB som reglerar redovisning av finansiella instrument. Enligt SFAS 133 skall finansiella instrument redovisas till verkligt värde.

Det finns alltså anledning att tro att informationsvärdet i redovisning för nordiska fastighetsföretag har förändrats sedan det blev tillåtet att ta upp verkliga värden i räkenskaperna även om en majoritet redan innan övergången till IFRS har tagit upp verkligt värde som tilläggsupplysning.

3 METOD

I detta avsnitt beskrivs vårt tillvägagångssätt för undersökningen. Kapitlet inleds med en generell beskrivning av metoden. Därefter förklaras och definieras vår regressionsmodell och dess variabler. Kapitlet avslutas med undersökningens hypoteser.

3.1 UNDERSÖKNINGSMETOD

För att operationalisera studiens syfte och besvara studiens frågeställning har ett kvantitativt tillvägagångssätt valts. Genom en kvantitativ metod ges möjligheten att undersöka ett större urval av företag för att på så sätt öka möjligheten att dra mer generella slutsatser. En kvalitativ metod å andra sidan, ger möjlighet till att ge undersökningen ett mer djupgående perspektiv men minskar möjligheten till generella slutsatser. Mot bakgrund av vår forskningsfråga, som gäller alla marknadsnoterade nordiska fastighetsföretag, har en kvantitativ metod bedömts vara mer tillämplig. Med en kvalitativ metod hade det varit möjligt att undersöka informationsasymmetrin kring ett par fastighetsföretag, men inte hela marknaden.

Då vårt syfte är att utreda huruvida informationsasymmetrin bland investerare har minskat till följd av fastighetsföretagens redovisning till verkligt värde gör vi en *förklarande* studie där vi kartlägger ett samband, närmare bestämt mellan redovisning till verkligt värde och informationsasymmetri. (Dahmström, 2011)

För att undersöka hur tillämpad metod för redovisning av förvaltningsfastigheter påverkar informationsasymmetrin mellan olika aktörer på kapitalmarknaden studerar vi hur skillnader i *spread* hos nordiska fastighetsföretag har förändrats sedan många företag har övergått till att redovisa fastigheter till verkligt värde. *Spread* har i flertalet tidigare studier visat sig vara en lämplig variabel för att mäta informationsasymmetri mellan investerare. (Leuz & Verrecchia, 2000)

En viktig skillnad jämfört med många tidigare studier är att vi inte jämför grupper av olika företag beroende på redovisningsmetod, utan istället jämför samma företag över tid men där huvuddelen av företagen i fråga har bytt redovisningsmetod. Vi inkluderar en period där många företag redovisade förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde i koncernbalansräkningen och en period där de flesta företagen redovisar till verkligt värde, för att avgöra om man kan se en signifikant skillnad i *spread* beroende på redovisningsmetod. Övergången till IFRS, som för många nordiska fastighetsföretag innebar en ändring av tillämpad

redovisningsmetod, ger oss möjlighet att göra detta. Då vi undersöker samma företag under två perioder, varemellan många av företagen bytt redovisningsmetod lider vår undersökning mindre risk att störas av företagsspecifika skillnader, än om vi istället vid samma period jämfört grupper av företag som redovisat enligt olika metoder. Å andra sidan måste vi istället kontrollera för tidsfaktorn, då exempelvis makroekonomiska faktorer som endast påverkar en av perioderna skulle kunna störa vårt resultat. Detta hade inte behövts om vi endast studerat en och samma period. Anledningen till att detta tillvägagångssätt har valts är att vi bedömde att en typ av studie där två grupper av företag jämförs vid samma tidpunkt inte skulle kunna genomföras med någon högre grad av validitet på den nordiska marknaden. Detta på grund av att antalet nordiska fastighetsföretag är litet, och att de olika företagsgrupperna skulle bli allt för små för att kunna analyseras.

Utgångspunkten i vår analys är att jämföra årsgenomsnittet av dagliga *spreads* i perioden före och perioden efter regelbytet. För att kunna dra slutsatser om de olika redovisningsmetodernas inverkan på förändringarna i *spreads*, samt att konstanthålla företagens storlek (börsvärde), delar vi upp företagen i grupper beroende på storlek och redovisningsform.

Genom en jämförelse av *spreads* i de två olika perioderna kan vi dra slutsatser om hur *spreaden* förändrats för de olika företagsgrupperna. Företagens storlek är en faktor som påverkar *spreaden*, något vi kontrollerar för genom att konstanthålla storlek grupperna emellan. Däremot kan vi med denna metod inte kontrollera för fler variabler som kan tänkas ha inverkan på företagens *spread*, och kan således inte säkerställa huruvida en eventuell skillnad i *spread* beror på byte av redovisningsform eller på grund av andra faktorer.

För vidare analys där vi kan implementera fler kontrollvariabler kommer vi att använda oss av regressionsanalys där vi skattar ett samband mellan redovisningsmetod och *spread* med hänsyn tagen till fler faktorer (se avsnitt 3.3 nedan). Detta för att avgöra om redovisningsmetod har någon statistisk signifikant betydelse för att förklara *spreaden* även när vi kontrollerar för fler kontrollvariabler. Som nämnts i den teoretiska referensramen har en mängd tidigare studier gjorts med samma eller liknande metod.

3.2 URVALSMETOD

För att identifiera för studien relevanta företag utgick vi från Thomson Datastreams lista över aktiva företag i branscherna Real Estate Investment Trusts och Real Estate Investment and Services på de nordiska marknaderna. Denna lista stämde vi sedan av mot de företag som Nordnet kategoriserar som fastighetsförvaltningsföretag utan att ytterligare företag tillkom.

Därefter kompletterade vi med avnoterade företag inom samma bransch, genom att manuellt kontrollera noteringar och avnoteringar på de studerade marknadsplatserna.

Ett viktigt karaktärsdrag för de företag som är intressanta för vår studie är att deras tillgångar till stor del utgörs av förvaltningsfastigheter. Vi fastställde därför kriteriet att företagen vid varje givet redovisningstillfälle i undersökningsperioden, skall ha minst 50 % av sina tillgångar allokerade till förvaltningsfastigheter eller pågående byggprojekt avsedda att bli förvaltningsfastigheter. Genom att studera företagens årsredovisningar kontrollerades att detta kriterium uppfylldes, varvid ett antal företag (främst byggföretag) gallrades bort.

Uppgifter om företagens val av redovisningsmetod för fastigheter samlades in genom att studera respektive företags årsredovisningar. Tillämpad redovisningsmetod kartlades för företagens årsredovisningar åren 2001 till 2008. Därutöver samlade vi in information om när den första rapporten vid en eventuell övergång till värdering enligt verkligt värde offentliggjordes, vilket i många fall visade sig vara den första kvartalsrapporten år 2005 då majoriteten av företagen i urvalet hade räkenskapsår som sammanfaller med kalenderår.

Under urvalsprocessen av relevanta företag framkom att vissa företag som ingick i listan som genererats med hjälp av Thomson Datastream var företag som under perioden 2001 – 2008 bytt verksamhetsinriktning till fastighetsförvaltning. Dessa företag har därför gallrats bort under de perioder som verksamheten varit en annan, i linje med vårt urvalkriterium att åtminstone 50 % av företagens tillgångar skall utgöras av fastigheter.

För att kunna jämföra informationsasymmetrierna i företag som redovisat verkliga värden i balansräkningen med företag som redovisat värden baserade på historiska anskaffningsvärden valde vi att välja ut en period då huvuddelen av företagen inte redovisade verkliga värden, och en period där huvuddelen av företagen redovisade verkliga värden, för att sedan jämföra dessa perioder mot varandra. Vi valde därför ut åren 2003 och 2006 som lämpliga att jämföra. Av den anledningen inkluderas endast företag som varit noterade under dessa urvalsår.

Då vi undersöker en väl avgränsad företagsgrupp (fastighetsföretag i Norden) har vi valt att undersöka hela populationen i den studerade perioden. Till skillnad från en stickprovsundersökning, som hade varit det genomförbara alternativet om den population vi ville undersöka hade varit betydligt större, gör detta att vi i vissa sammanhang kan dra slutsatser om populationen direkt från våra data utan att göra några vidare statistiska test.

3.3 VARIABLER

3.3.1 UNDERSÖKNINGSVARIABEL

Som tidigare behandlats i den teoretiska referensramen kommer vi för att mäta informationsasymmetri använda oss av skillnaden mellan köp- och säljkurser. För att detta skall bli jämförbart mellan olika bolag kommer vi använda oss av den procentuella skillnaden, det vill säga skillnaden mellan köp- och säljkurs i förhållande till genomsnittet av kurserna.

$$Spread_{it} = \frac{|Köpkurs_{it} - Säljkurs_{it}|}{(Köpkurs_{it} + Säljkurs_{it})/2}$$

3.3.2 FÖRKLARINGSVARIABEL

Då vi undersöker hur verkligt värde i räkenskaperna har påverkat *spreaden* hos företagen i vår studie är vår förklaringsvariabel en dummyvariabel⁴ som anger huruvida företaget vid tidpunkten för den aktuella observationen redovisade till verkligt värde eller ej.

Verkligt värde_{it} = 1 om företag i vid tidpunkt t redovisar förvaltningsfastigheter till verkligt värde i räkenskaperna, 0 annars

3.3.3 KONTROLLVARIABEL TILLÄGGSINFORMATION

Vi har tidigare identifierat tre redovisningsmetoder för förvaltningsfastigheter: redovisning till historiskt anskaffningsvärde, redovisning till historiskt anskaffningsvärde med tilläggsupplysning om verkligt värde samt redovisning till verkligt värde.

Då tidigare forskning visat att marknaden värderar de tre redovisningsmetoderna olika behöver vi skilja de åt med ytterligare en dummyvariabel som specificerar huruvida företaget vid den angivna tidpunkten redovisade sina fastigheter till historiskt anskaffningsvärde med tilläggsupplysning om verkligt värde eller inte.

Discl_{it} = 1 om företag i vid tidpunkt t redovisningar tilläggsupplysning om verkligt värde, 0 annars

De båda dummyvariablerna för verkligt värde och tilläggsinformation är ömsesidigt uteslutande, det vill säga ett företag kan vid varje given observation endast ha 1 som värde i

⁴ En dummyvariabel är en variabel med bara två möjliga värden, 0 och 1. Dummyvariabler används ofta i regressionsanalys för att identifiera olika egenskaper eller skilja grupper av individer åt, som i detta fall att skilja på vilken metod som används för att redovisa förvaltningsfastigheter.

en av de två dummyvariablerna. Detta då företaget inte kan tillämpa olika redovisningsmetoder vid ett och samma tillfälle. Däremot är de två dummyvariablerna inte kollektivt uttömmande, då ett företag som redovisar till historiskt anskaffningsvärde utan tilläggsinformation får värde 0 för båda variablerna. Se tabell 2 nedan.

		Värde på Discl _{it}	
		0	1
Värde på VV _{it}	0	Historiskt anskaffningsvärde	Historiskt anskaffningsvärde med tilläggsupplysning om verkligt värde
	1	Verkligt värde	-EJ MÖJLIGT-

Tabell 2 – Tolkning av dummyvariabler

3.3.4 ÖVRIGA KONTROLLVARIABLER

Som tidigare forskning visar finns en mängd andra faktorer som påverkar aktiers *spread* utöver vald redovisningsmetod. För att inte dessa faktorer skall störa våra resultat måste vi även kontrollera för dem i vår regressionsmodell.

Det finns många tidigare studier som undersöker komponenterna i aktiers *spread*. I likhet med de studier vi har tagit del av kommer vi att kontrollera för företagens storlek, procentuell omsättning i aktien, volatilitet i aktieavkastningen, vilken marknad företagen är noterade på samt tidsperspektivet, som antas påverka *spreaden*. (Glosten & Harris, 1988) (Chiang & Venkatesh, 1988) (Stoll, 1978)

3.3.4.1 FÖRETAGENS STORLEK

Företagsstorlek, mätt som företags borsvärde⁵ väntas vara negativt korrelerat med *spread*. Det har i tidigare forskning påvisats samband mellan företags storlek och aktiens *spread*. Detta eftersom det vanligtvis finns mer information tillgänglig om större företag i jämförelse med mindre företag vilket vi genom denna variabel kontrollerar för. (Atiase, 1985)

$$Börsvärde_{it} = \text{aktiepris}_{it} * \text{antal utestående aktier}_{it}$$

⁵ Marknadsvärdet av eget kapital.

3.3.4.2 OMSÄTTNING I AKTIEN

Den procentuella omsättningen i aktien är ett relativt mått på hur ofta aktien omsätts på börsen. En aktie som handlas mycket har lägre *spread*, något som förklaras av den så kallade likviditetseffekten. (Bodie, et al., 2011) Således förväntas aktiens omsättning vara negativt korrelerad med aktiens *spread*.

$$\text{Aktieomsättning}_{it} = \frac{\text{Handelsvolym}_{it}}{\text{Antal utestående aktier}_{it}}$$

3.3.4.3 VOLATILITET

Volatiliteten i aktieavkastning har visats vara positivt korrelerat med aktiens *spread* då osäkerheten är större kring volatila aktier. (Stoll, 1978) Som mått på volatilitet använder vi standardavvikelsen för daglig aktieavkastning mätt under ett års tid, hämtad från Thomson Datastream. Denna definition på volatilitet återfinns i ett flertal studier av denna typ.

$$\text{Volatilitet}_{it} \\ = \text{standardavvikelse för daglig aktieavkastning för företag } i, \text{ tidpunkt } t$$

3.3.4.4 MARKNAD

För att kontrollera för eventuella tidsbestående mönster mellan de olika nationella marknaderna, exempelvis om aktiens *spread* över tid alltid är signifikant högre i ett visst nordiskt land, kontrolleras i modellen för vilken geografisk marknad företaget är noterat på.

3.3.4.5 TID

För att kontrollera för generella skillnader över tid, exempelvis om *spreaden* för samtliga företag är högre ett visst år, använder vi oss av genomsnittlig *spread* på hela aktiemarknaden. Detta för att våra resultat inte skall påverkas av om marknaderna som helhet har upplevt högre eller lägre nivåer i *spread* i någon av våra mätperioder.

3.3.4.6 OPERATIONALISERING AV MARKNADS- OCH TIDSVARIABELN

För att göra regressionsmodellen så tydlig som möjligt och undvika onödiga dummyvariabler operationaliserar vi marknads – och tidsfaktorn genom en gemensam variabel.

$$\text{Marknadspread}_{it} \\ = \text{genomsnittlig spread på marknad där företag } i \text{ är noterat, tidpunkt } t$$

3.4 REGRESSIONSMODELLEN

Vi antar nedanstående regressionsmodell för sambandet mellan vår undersökningsvariabel, förklaringsvariabeln och övriga kontrollvariabler.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1,it} + \beta_2 x_{2,it} + \beta_3 x_{3,it} + \beta_4 x_{4,it} + \beta_5 x_{5,it} + \beta_6 x_{6,it} + \beta_7 x_{7,it} + \varepsilon_{it}$$

Där y_{it} = *logaritmerad spread för företag i, tidpunkt t*

$x_{1,it}$ = *logaritmerad företagsstorlek för företag i, tidpunkt t*

$x_{2,it}$ = *logaritmerad aktieomsättning, företag i, tidpunkt t*

$x_{3,it}$ = *logaritmerad volatilitet för företag i, tidpunkt t*

$x_{4,it}$ = *logaritmerad marknadsspread för företag i, tidpunkt t*

$x_{6,it}$ = *disclosure dummy företag i, tidpunkt t*

$x_{7,it}$ = *verkligt värde dummy företag i, tidpunkt t*

ε_{it} = *felterm*

I likhet med tidigare forskning använder vi logaritmerad form för undersökningsvariabeln och kontrollvariablerna för att fånga de multiplikativa sambanden mellan *spreaden* och de kontrollvariabler vi använder. Logaritmerad form tillämpas inte på dummyvariablerna.

Koefficienterna ifrån den logaritmerade regressionen skall därför tolkas annorlunda beroende på vilken förklaringsvariabel det handlar om.

Koefficienterna för dummyvariablerna (som ej är logaritmerade) visar förändringen i den logaritmerade beroende variabeln då förändringen i dummyvariabeln är 1. I vårt fall, där förklaringsvariabeln, VV, endast kan anta värdena 0 eller 1 utgör koefficienterna således skillnaden i logaritmerad *spread* mellan företag som redovisar till verkligt värde och företag som inte gör det när alla andra faktorer hålls konstanta. Koefficienten i exponentialform är således förändringsfaktorn för *spreaden* mellan företag som redovisar till verkligt värde och företag som inte gör det.⁶ Den procentuella skillnaden i *spread* mellan företag som redovisar

⁶ Vi modellerar följande, enkla, regressionsmodell där den beroende variabeln är i logaritmerad form medan den oberoende variabeln inte är det: $\ln y_i = a + b_1 x_i$. Antag $x_0 = 0$ och $x_1 = 1$ (vilket är tillämpligt i detta fall då x_i avser en dummyvariabel). Därav följer att $\ln y_1 - \ln y_0 = \ln \left(\frac{y_1}{y_0} \right) = b_1$. Således är $\frac{y_1}{y_0} = e^{b_1}$ vilket även kan skrivas som $y_1 = e^{b_1} y_0$.

till verkligt värde och företag som endast redovisar historiskt anskaffningsvärde är således koefficienten i exponentialform minus 1. Analog tolkning kan tillämpas på kontrollvariabeln för tilläggsinformation, *Discl*.

För övriga kontrollvariabler, där logaritmerad form tillämpas, tolkas koefficienten som elasticiteten för *spread* med avseende på respektive kontrollvariabel, det vill säga procentuell ökning i den beroende variabeln då den oberoende variabeln ökar en procent. (Wooldridge, 2009)

3.4.1 SKATTNINGSMETOD

Vi kommer med hjälp minsta kvadratmetoden i paneldataregressioner⁷ att skatta parametrarna i regressionsmodellen ovan. Detta leder oss fram till följande skattade regression:

$$\hat{y}_{it} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 x_{1,it} + \hat{\beta}_2 x_{2,it} + \hat{\beta}_3 x_{3,it} + \hat{\beta}_4 x_{4,it} + \hat{\beta}_5 x_{5,it} + \hat{\beta}_6 x_{6,it} + \hat{\beta}_7 x_{7,it}$$

Där $\hat{\beta}_0 = \text{skattning av interceptet}$

$$\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \dots, \hat{\beta}_7 = \text{skattning av koefficienterna } \beta_1 - \beta_7$$

3.5 HYPOTESER

När sambandet mellan undersökningsvariabeln, *spread*, och kontrollvariablerna är skattade återstår att testa om en eventuell skillnad i *spread* är statistisk signifikant. Detta görs genom ett hypotestest där nollhypotesen är att *spreaden* inte är signifikant lägre när företagen redovisar till verkligt värde, det vill säga att β_7 inte är negativ. Alternativhypotesen är att β_7 är negativ, vilket innebär lägre *spread* hos de observationer där dummyvariabeln x_7 antar värdet 1, det vill säga de observationer där företagen redovisar till verkligt värde i räkenskaperna.

Detta leder oss fram till följande hypoteser:

$$H_0: \beta_7 \geq 0$$

$$H_1: \beta_7 < 0$$

Som utläses av hypoteserna ovan görs ett enkelsidigt test.

Koefficienten av intresse i den skattade modellen är $\hat{\beta}_7$. Om $\hat{\beta}_7$ är signifikant mindre än noll kan nollhypotesen förkastas.

⁷ Paneldata är data där flera individer (i detta fall företag) följs över tid.

4 EMPIRI

I detta kapitel presenteras den data vi har samlat in för denna undersökning. Kapitlet inleds med en presentation av företagen som ingår i urvalet vi studerar, varefter resultaten från dataarbetet redovisas.

4.1 URVAL AV FASTIGHETSFÖRETAG

Urvalet av företag i studien, som beskrevs mer utförligt i metodavsnittet, resulterade i 22 olika fastighetsföretag. Av dessa var 10 svenska, 6 finska, 4 danska och 2 norska. Inga isländska fastighetsföretag uppfyllde våra urvalskriterier. Den ursprungliga listan genererad från Thomson Datastream kompletterad med avnoteringar efter studieperioden uppgick till 44 företag. 22 företag har således gallrats bort på grund av att de inte uppfyllde urvalskriterierna. För redogörelse av vilka företag som gallrats bort samt skäl därtill, se tabell A1 i appendix.

Genom att studera företagens årsredovisningar identifierades tre kategorier av redovisningsmetoder i vårt urval.

Den första kategorin består av företag som vid senaste redovisningstillfället har tagit upp värden baserade på historiska anskaffningsvärden i balansräkningen, men utan att genom tilläggsinformation offentliggöra uppskattningar av fastigheternas verkliga värden. I denna kategori ingår dels företag som innan övergången till redovisning enligt IFRS har kategoriserat fastigheterna som lagerfastigheter och redovisat dem i enlighet med lägsta värdets princip (det vill säga värderat dem till det lägsta av anskaffningsvärde och bedömt verkligt värde) och dels företag som har redovisat värden på fastigheterna baserade på anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar. Anledningen till att vi har kategoriserat dessa två grupper av företag till samma kategori är att de fastigheter som har klassificerats som lagerfastigheter i praktiken oftast redovisades till anskaffningsvärde. Vi bedömer därför att skillnaden i informationsvärde mellan dessa två redovisningsmetoder är försumbar.

Den andra kategorin är företag som vid senaste redovisningstillfället har redovisat på samma sätt som företagen i den första kategorin men som därutöver redogjort för uppskattningar av verkliga värden i tilläggsupplysningar till de ekonomiska rapporterna. Dessa företag har försett investerarna med mer information om företagets tillgångars bedömda verkliga värden än vad företagen i föregående kategori har gjort. Detta har vi ansett bör avspeglas i informationsasymmetrin mellan investerarna.

Den tredje kategorin består av företag som vid senaste redovisningstillfället har redovisat bedömda verkliga värden direkt i balansräkningen, och bokfört värdeförändringar i fastigheterna antingen direkt mot eget kapital eller genom posten orealiserade värdeförändringar i resultaträkningen, och därmed genom årets resultat mot eget kapital.

Genom att använda oss av denna klassificeringsmetod har vi delat in samtliga företag till någon av dessa kategorier under varje undersökningsperiod.

Vi delade även in företagen i storlekskategorier. Företagen vars genomsnittliga börsvärde under perioden understeg 1 000 Mkr klassificerades som små företag, företagen med genomsnittligt börsvärde uppgående till mellan 1 000 Mkr och 5 000 Mkr klassificerades som medelstora företag, och företagen vars genomsnittliga börsvärde översteg 5 000 Mkr klassificerades som stora företag. Utifrån denna storleksklassificering är 6 av företagen i vårt urval små, 9 medelstora och 7 stora.

Företagen i urvalet presenteras i tabell 3 nedan:

Företag, hemvist	Redovisnings- metod innan övergång till verkligt värde (VV)	U.B. balans- omslutning (MSEK)*		Kort om verksamheten
		2003	2006	
Små företag				
Brinova, Sverige	Ansk. samt not	2 240	6 215	Äger fastigheter främst i södra och mellersta Sverige. Bolagets fastighetsportfölj innefattar både kommersiella och bostadsfastigheter
Interavanti, Finland	Ansk.	303	328	Interavanti investerar i industri, affärslokaler och kontor i Finland, Estland, Ungern och Polen.
Jensen & Møller Invest, Danmark	VV hela perioden	148	265	Företaget äger en portfölj av ägarlägenheter som säljs när nuvarande hyresgäst avflyttar.
Julius Tallberg, Finland	Ansk. samt not	655	1 172	Företaget förvaltar och förädlar fastigheter kring Helsingfors, samt i vissa andra tillväxtregioner i Finland.
Suomen SSK, Finland	Ansk.**	35	42	Företaget äger fastigheter i Finland med kontor samt hotell- och restaurangverksamhet.
Victor Intl, Danmark	Ej övergått till VV	115	131	Victor International är specialiserade på semester och rekreationsboenden i olika delar av världen.

Företag, hemvist	Redovisnings- metod innan övergång till verkligt värde (VV)	U.B. balans- omslutning (MSEK)*		Kort om verksamheten
		2003	2006	
Medelstora företag				
Atrium Ljungberg, Sverige	Ansk. samt not	3 949	18 021	Svenskt företag med fokus på handelsytor, främst köpcentra i Stockholmsregionen.
Fabege, Sverige	Ansk. samt not	20 532	30 009	Inriktning mot fastighetsutveckling och kommersiella fastigheter. De flesta av fastigheterna är belägna i Stockholmsregionen.
Fast Partner, Sverige	Ansk. samt not	3 001	3 922	FastPartners fastigheter är till största delen belägna i industriområden kring Stockholm och Gävle.
Heba, Sverige	Ansk. samt not	816	2 687	Fastighetsbolag med bostäder i flerfamiljshus samt lokaler. Största geografiska marknad är Stockholm-Söderort.
Jeudan, Danmark	VV hela perioden	3 407	7 328	Äger främst kontorsfastigheter och kommersiella fastigheter, huvudsakligen belägna i Köpenhamnsområdet samt på övriga Själland.
Klövern, Sverige	LVP	3 365	11 288	Klövern är inriktade på kommersiella lokaler i tillväxtregioner. Bolaget finns på tio medelstora orter i Sverige.
Nordicom, Danmark	VV hela perioden	2 896	6 005	Nordicom är verksamt i Danmark, Sverige och Tyskland och arbetar med såväl kommersiella ytor, kontor och bostäder.
Technopolis, Finland	Ansk. samt not	1 630	3 900	Finlands största specialiserade fastighetsförvaltare. De erbjuder lokaler samt affärs- och utvecklingstjänster främst till teknikföretag.
Wallenstam, Sverige	Ansk. samt not	9 519	19 764	Wallenstam köper, utvecklar och säljer fastigheter i tillväxtregionerna Stockholm, Göteborg och Helsingborg.
Stora företag				
Castellum, Sverige	Ansk. samt not	14 111	24 446	Castellum äger fastigheter med kommersiella lokaler i tillväxtregioner i olika delar av Sverige.
Citycon, Finland	Ansk. samt not	7 596	13 436	Citycon äger handelsplatser, främst belägna i olika delar av Finland och i Sverige.
Hufvudstaden, Sverige	Ansk. samt not	10 932	20 520	Hufvudstadens äger fastigheter med huvudsakligen kommersiella ytor i centrala Stockholm och centrala Göteborg.
Kungsleden, Sverige	LVP	12 908	24 262	Kungsleden äger och utvecklar alla typer av fastigheter i hela Sverige.
Olav Thon Eien- domsselsk., Norge	Ansk.	5 762	21 311	Företaget äger fastigheter i Norge, huvudsakligen i Oslo och andra större städer. Största delen av hyresintäkterna kommer från köpcentra.
Sponda, Finland	Ansk. samt not	9 949	26 571	Sponda äger kontor, kommersiella lokaler, industrilokaler och lagerfastigheter i Finland och Ryssland.
Steen & Strøm, Norge	Ansk.**	9 454	21 764	Steen & Strøm äger och förvaltar köpcentra i Norge, Sverige och Danmark.

Ansk.:	Tillgångsvärdena baserade på historiska anskaffningsutgifter med avdrag för avskrivningar, samt eventuella tillägg eller avdrag för upp- och nedskrivningar.
Ansk. samt not:	Tillgångsvärden i balansräkningen redovisade enligt "Ansk.", samt verkliga värden i tilläggsinformation utanför balansräkningen.
LVP:	Tillgångsvärdena baserade på lägsta värdets princip: fastigheterna (upptagna som omsättningstillgångar) är värderade till det lägsta av anskaffningsvärde och verkligt värde.
* Lokala valutor omräknade till SEK enligt valutakurs per respektive företags bokslutsdatum. ** Uppgifter om hur företagen valt att redovisa har inte kunnat hittas, varför vi har antagit att de har redovisat i linje med respektive lands nationella redovisningsstandard samt utan tilläggsinformation.	

Tabell 3 – företag i studien

Vad gäller de danska företagen fanns även enligt nationella danska redovisningsnormer sedan tidigare möjligheter till att ta upp förvaltningsfastigheter till s.k. *dagsverdi* i balansräkningen (se vidare avsnitt 2.1.1.4 om Danmarks redovisningsregler). Dagsverdi kan beskrivas som dansk redovisningsstandards motsvarighet till IASB:s begrepp verkligt värde. (Regnskabsvejledning 16⁸) Därför har vi ansett att företagen som redovisat fastigheter till dagsverdi inte bytt redovisningsmetod även om det kan finnas definitionsskillnader mellan den danska definitionen av verkligt värde och IASB:s definition.

Noteras bör även att Victor International i mångt och mycket kan ses som annorlunda gentemot resten av företagen, då deras verksamhet endast är inriktad på semesterboenden i avlägsna länder. Detta skiljer sig markant jämfört med övriga företag som till allra största delen är inriktade på kontor-, industri- och butikslokaler samt bostäder i Norden. Något som ytterligare tyder på en skillnad mot övriga företag är att Victor International, i sin egen redovisning, uppger svårigheten med att bedöma verkligt värde på sina fastigheter så hög att de väljer att redovisa dem till historiska anskaffningsvärden i räkenskaperna.

4.2 SKILLNAD I SPREAD

Nedan presenteras en sammanställning över den genomsnittliga skillnaden i *spread* mellan år 2003 och år 2006 för olika grupper av företag, samt hur dessa förändrats mellan de två åren.

		Antal företag	Spread 2003	Spread 2006	Skillnad (proc. enh.)	Skillnad inom storlekskategori (proc. enh.)	Skillnad inom storlekskategori hela börsen (proc. enh.)
Företagsgrupp							
Små företag	Ansk till VV	2	15,07%	8,23%	-6,84%	-2,19%	-2,86%
	Ansk samt not till VV	2	4,29%	2,97%	-1,32%		
	Ansk till ansk samt not	1	7,00%	10,40%	3,41%		
	VV till VV	1	6,31%	6,10%	-0,21%		
Medelstora företag	Ansk till VV	3	1,68%	1,01%	-0,66%	-0,72%	-0,31%
	Ansk samt not till VV	4	2,54%	1,40%	-1,14%		
	VV till VV	2	0,96%	0,99%	0,03%		
Stora företag	Ansk till VV	3	4,19%	3,63%	-0,56%	-0,38%	-0,18%
	Ansk samt not till VV	4	0,92%	0,68%	-0,24%		
	VV till VV	0	-	-			
Samtliga företag	Ansk till VV	8	5,97%	3,80%	-2,17%	-1,01%	-1,76%
	Ansk samt not till VV	10	2,24%	1,43%	-0,82%		
	Ansk till ansk samt not	1	7,00%	10,40%	3,41%		
	VV till VV	3	2,74%	2,70%	-0,05%		

Tabell 4 – Skillnader i spread mellan år 2003 och år 2006

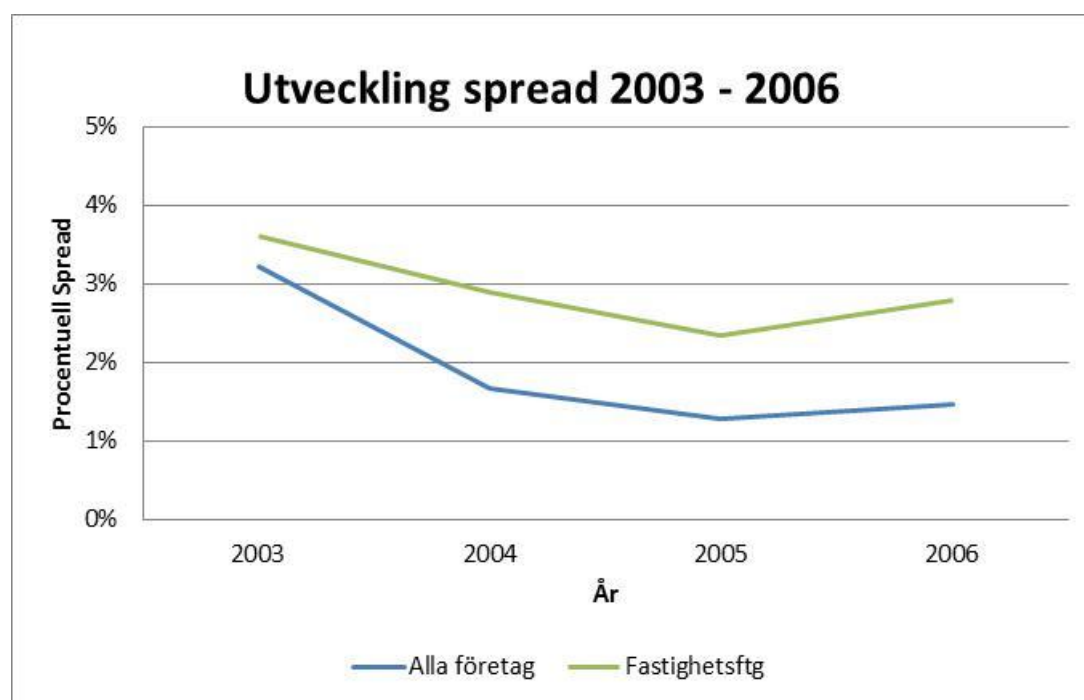
Se appendix tabell A2 för motsvarande tabell där företagen istället är grupperade efter vilken

⁸ Dansk motsvarighet till redovisningsrådets rekommendationer.

börslista de är noterade på.⁹ I spalten till höger om tabellen presenteras genomsnittlig skillnad i *spread* på de nordiska börserna¹⁰, för respektive storlekskategori.

För den genomsnittliga *spreaden* på börserna som helhet har vi valt att använda oss av median då värdena visat sig vara positivt snedfördelade. Se figur A1 i appendix för en illustration av värdena.

Diagrammet nedan, figur 1, visar procentuell *spread* för samtliga fastighetsföretag jämfört med samtliga företag på de nordiska börserna.



Figur 1 – Genomsnittlig spread för fastighetsföretag jämfört med samtliga företag på börsen

4.3 REGRESSIONSRESULTAT

Alla företag	Koefficient	Standard-fel	t-statistika	P-värde	Konfidensintervall 95%	
Log_börsvärde	-0,1999	0,0116	-17,28	0,000	-0,2226	-0,1772
Log_aktieomsättning	-0,1309	0,0053	-24,74	0,000	-0,1412	-0,1205
Log_volatilitet	0,1706	0,0312	5,47	0,000	0,1095	0,2317
Log_marknadsspread	0,1024	0,0309	3,32	0,001	0,0419	0,1629
Discl	0,0080	0,0350	0,23	0,820	-0,0607	0,0766
VV	-0,1696	0,0396	-4,28	0,000	-0,2473	-0,0920
Konstant	-1,9024	0,1113	-17,09	0,000	-2,1206	-1,6841
R ²	0,3354					

Tabell 5 – Resultat från regressionsanalys hela urvalet

⁹ För företag noterade på Oslobörsen, som inte är indelad enligt small-, mid- och largecap, har vi använt oss av Nordnets klassificeringar.

¹⁰ Island är inte inkluderat då vi inte har några isländska företag med i våra data.

Tabellen ovan visar de regressionsresultat som erhålls vid regression på studiens samtliga företag. Tabulerade P-värden avser dubbelsidiga test. Då vi testar huruvida *spreaden* har *minskat* beroende på val av redovisningsmetod gör vi ett enkelsidigt test och således ges lägsta signifikansnivå till vilken nollhypotesen kan förkastas av att halvera de tabulerade P-värdena.

Som tidigare nämnts kan Victor International på många sett ses som en extremobservation, varför vi även skattat regressionen med dem exkluderade. Se tabellen nedan för resultaten från denna regression.

Victor International exkluderade	Koefficient	Standard-fel	t-statistika	P-värde	Konfidensintervall 95%	
Log_börsvärde	-0,1765	0,0121	-14,53	0,000	-0,2003	-0,1527
Log_aktieomsättning	-0,1261	0,0053	-23,83	0,000	-0,1365	-0,1157
Log_volatilitet	0,1629	0,0312	5,22	0,000	0,1018	0,2241
Log_marknadsspread	0,1965	0,0319	6,15	0,000	0,1338	0,2591
Discl	-0,0579	0,0354	-1,64	0,102	-0,1274	0,0115
VV	-0,1187	0,0397	-2,99	0,003	-0,1965	-0,0410
Konstant	-1,8301	0,1124	-16,28	0,000	-2,0505	-1,6098
R ²	0,3046					

Tabell 6 – Resultat från regressionsanalys, företaget Victor International exkluderat

I likhet med tabell 5 avser tabulerade P-värden dubbelsidiga test, varför P-värden för enkelsidiga test ges av att halvera de tabulerade värdena.

För att kontrollera robustheten i våra resultat skattades även regressionen över flera tidsperioder. Dels valde vi att tidigarelägga den första perioden med ett år och senarelägga den senare med ett år, och därmed skatta vår regression med data från 2002 och 2007. Dels skattade vi även regressionen över samtliga år mellan 2003 och 2006, samt mellan 2002 och 2007. För resultaten från regressionerna, se tabellerna A3, A4 och A5 i appendix. Vi avstod från att skatta regressioner med 2005 som enda urvalsår efter regelbytet. Detta då många företag bytte redovisningsmetod under 2005, och att dessa företags första rapport enligt nya redovisningsmetoden inte offentliggjordes förrän en bit in på året. Därför skulle andelen observationer efter bytet av redovisningsmetod vara mycket mindre än andelen innan bytet.

5 ANALYS

I detta kapitel analyseras resultaten presenterade i föregående kapitel. Kapitlet inleds med en analys av skillnaden i genomsnittsspread för de olika företagsgrupperna, varefter dessa skillnader ställs i relation till skillnader i genomsnittsspreads på börserna som helhet. Därefter analyseras regressionsresultaten. Kapitlet avslutas med att koppla dessa analyser av spreads till informationsasymmetrin bland investerarna i de studerade företagen.

5.1 SKILLNADER I SPREAD MELLAN FÖRETAGSGRUPPERNA

Av vår jämförelse av genomsnittlig *spread*, där urvalet är indelat i storlekskategorier och kategorier baserade på vald redovisningsmetod, kan vi konstatera att det totala urvalets *genomsnittsspread* är mindre år 2006 än år 2003. I samtliga tre storlekskategorier har genomsnittlig *spread* minskat från år 2003 till år 2006. *Spread*en har även minskat eller varit i princip oförändrad för varje enskild kombination av storlek och redovisningsmetod med ett undantag – små företag som år 2003 redovisat till anskaffningsvärde och år 2006 till anskaffningsvärde med tilläggsinformation. Tilläggas bör att denna företagsgrupp endast består av ett företag, vilket är Victor International, som enligt tidigare argumentation skiljer sig ifrån övriga nordiska fastighetsföretag.

*Spread*en har minskat mest för små företag, och i denna storlekskategori mest för de företag som gått från att endast redovisa anskaffningsvärden till att redovisa verkliga värden. Inledningsvis var även *spread*en högst för företagen i denna storleksgrupp. Minst förändring i kategorin små företag har skett bland företagen som under båda perioderna redovisat verkliga värden. Där har *spread*en endast minskat med 0,21 procentenheter, vilket i sammanhanget är så gott som oförändrat. I dessa avseenden var således resultatet helt i linje med vad vi hade förväntat oss. Dels hade vi kunnat förvänta oss att små företags *spread* minskat mest eftersom det vanligtvis finns mindre tillgänglig information, färre analyser och därför en större osäkerhet kring små företag än större företag. Den relativa informationsmängden rörande de små företagen kan då antas ha ökat mer i och med att värdering till verkligt värde sker i större omfattning. Dels kan vi inom storlekskategorin anta att företagen som enbart redovisat anskaffningsvärden innan övergången till verkligt värde har tillfört investerarna mer information än vad företagen som tidigare redovisat verkligt värde i tilläggsupplysning har gjort. Av dessa resultat att döma tycks således vald redovisningsmetod ha haft påverkan på *spread*.

För medelstora företag har *spreaden* minskat mindre än för små företag, vilket är i enlighet med teori. Inom storlekskategorin minskade dock *spreaden* mest för företag som gick från att redovisa värden baserade på anskaffningsvärden med tilläggsupplysningar om verkligt värde till att redovisa verkliga värden i balansräkningen. Dessa företag hade i särklass högst *spread* inom storlekskategorin år 2003, men trots att deras *spread* minskade mest har de högst *spread* även 2006. Företagen som har gått från att enbart redovisa värden baserade på anskaffningsvärden till att ta upp verkliga värden i räkenskaperna har även handlats till en lägre *spread*, medan företagen som under hela perioden har redovisat verkliga värden har haft en oförändrad *spread*. Att företagen som har lämnat tilläggsinformation om verkliga värden under 2003 haft högre *spread* än företagen som inte gjort det går stick i stäv med vad vi hade förväntat oss.¹¹ Även inom denna storlekskategori kan vi konstatera att företagen som både 2003 och 2006 redovisade verkliga värden i balansräkningen har haft en i princip oförändrad *genomsnittsspread*. Också inom denna storlekskategori tyder alltså resultaten på att tillämpad redovisningsmetod har ett samband med företagens *spread*.

I kategorin stora företag har vi sett minst minskning i *spread*. Detta var inte oväntat, då det kan antas finnas mer tillgänglig information om stora företag på marknaden och att den information som tillkommit marknaden till följd av de nya redovisningsstandarderna relativt sett därför är mindre för stora företag. Dock var *spreaden* för de stora företag som 2003 redovisade värden baserade på anskaffningsvärden och inte lämnade tilläggsinformation om verkligt värde stor. *Spreaden* uppgick till cirka 2,5 gånger *spreaden* för motsvarande kategori inom gruppen medelstora företag vilket inte har stöd i teori.

5.1.1 SKILLNADER I SPREAD PÅ BÖRSEN SOM HELHET

I kategorin små företag har samtliga företags genomsnittliga *spread* på börserna som helhet minskat mest jämfört med förändringen i de andra två storlekskategorierna. Minskningen för börserna som helhet för små företag var 2,86 procentenheter, vilket skall jämföras med minskningen bland de små fastighetsföretagen på 2,2 procentenheter. Vid denna jämförelse ter sig inte förändringen av fastighetsföretagens *spreads* extraordinär. Även *spreaden* bland medelstora företag på hela börserna har minskat, men inte lika mycket som *spreaden* i de medelstora fastighetsföretagen. Även bland stora företag har *spreaden* minskat på börserna, men minskat ännu mer bland fastighetsföretagen.

¹¹ Detta då vi anser att förändringen i informationsmängd bland företag som gått från att lämna tilläggsupplysningar om verkligt värde borde vara mindre än de som gått från att enbart redovisa historiska anskaffningsvärden.

Förändringarna på börsen som helhet tydliggör att det finns många faktorer som påverkar företagens *spreads*, och att vi således inte kan tillskriva hela minskningen av *genomsnittsspread* bland fastighetsföretagen till bytet av redovisningsmetod.

Sammanfattningsvis kan vi se att *spreaden* bland fastighetsföretagen har minskat, och att minskningen tycks ha ett samband med att redovisning till verkligt värde förekommit i högre omfattning under 2006 än 2003. Denna slutsats dras främst av att vi kunnat se att företagen som valt att inte byta redovisningsmetod inte har uppvisat någon skillnad i *spread* mellan de två perioderna. Dock har *spreaden* för börsen som helhet också förändrats, vilket gör att det är svårt att klargöra hur stor del av förändringen i fastighetsföretagens *spread* som kan härledas till vald redovisningsmetod för förvaltningsfastigheter. Vidare kan vi inte utifrån vårt datamaterial fastslå något kausalt samband mellan redovisningsmetod och *spread* utan endast visa tecken på korrelation.

5.2 TOLKNING AV REGRESSIONSRESULTATEN

Av våra regressionsresultat kan vi utläsa att vår förklaringsvariabel för verkligt värde i balansräkningen är negativ och signifikant i regressionerna, oavsett om extremobservationen Victor International inkluderas eller ej. Då vi som nollhypotes har antagit att *spreaden* är oförändrad eller ökande, och som alternativhypotes antagit att *spreaden* är minskade kan vi således förkasta nollhypotesen till förmån för alternativhypotesen vid alla signifikansnivåer ner till 0,15 %.¹² Detta visar på ett statistiskt säkerställt samband mellan företagens *spread* och valet att redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Det negativa tecknet innebär att företag som redovisat verkliga värden i balansräkningarna har handlats med lägre *spread* på aktiemarknaden, än företagen som redovisat värden baserade på historiska anskaffningsutgifter. Detta resultat är i enlighet med teori men kanske något överraskande då såväl tabell 4 som figur 1 visar att fastighetsföretagens *spread* i hög grad följer *spreaden* på börsen som helhet, något som kontrolleras för i regressionen.

För *Discl* skattades en svagt positiv men insignifikant koefficient, vilket tyder på att det i vår data inte hittas något samband mellan *spread* och om företagen redovisar verkliga värden i tilläggsinformation, när vi kontrollerar för de andra variablerna i vår regression. Detta är inte vad som förväntas, då företag med verkligt värde i tilläggsinformation förväntas ha lägre *spread* än företag som endast redovisar historiska anskaffningsvärden.

¹² P-värde = 0,15 % ty enkelsidigt test görs.

Då koefficienten för *VV* är betydligt mer negativ än koefficienten för *Discl* tyder detta på att företag som redovisar till verkligt värde i räkenskaperna även har lägre *spread* än företag som redovisar verkligt värde i tilläggsinformation.

Som tidigare nämnts är Victor Internationals verksamhet annorlunda jämfört med resten av företagen, vilket gör att det kan finnas anledning exkludera dem ur regressionsanalysen.

När regressionen skattas med extremobservationen Victor International exkluderade skattas istället en negativ och marginellt signifikant¹³ koefficient för *Discl* vilket tyder på att företag som redovisar verkligt värde i tilläggsinformation har lägre *spread* än företag som enbart redovisar historiska anskaffningsvärden. Även i detta fall är koefficienten för *VV* mer negativ än vad koefficienten för *Discl* är, vilket tyder på lägre *spreads* för de som redovisar till verkligt värde i räkenskaperna än de som redovisar till anskaffningsvärde med verkligt värde i tilläggsinformation.

Negativa koefficienter skattades för företagens börsvärde och aktieomsättning, vilket är i linje med teori.¹⁴ På samma sätt skattades positiva koefficienter för volatilitet och *marknadsspread* vilket även detta är i linje med vad som förväntas.¹⁵

Våra kontrollvariabler företagsstorlek mätt i börsvärde, aktieomsättning, risk mätt i volatilitet och *marknadsspread* har alla tydliga samband med *spreaden* som företagen handlas till. Alla dessa variabler är signifikanta på mycket låga signifikansnivåer och har förhållandevis stort samband med företagens *spreads*. Koefficienterna för dessa variabler är också större än koefficienterna för dummyvariablerna som identifierar redovisningsform. Tillsammans med de mycket låga signifikansnivåerna tyder detta på att andra faktorer har större förklaringsvärde än redovisningsform.

5.2.1 KÄNSLIGHETSANALYS

När regressionerna skattas för alternativa tidsperioder skiljer sig koefficienternas storlek och signifikansnivå åt en del från den ursprungliga regressionen. Dock är koefficienternas tecken samma som tidigare i samtliga fall utom för koefficienten för variabeln *Discl*, som estimeras till ett svagt positivt men insignifikant värde om regressionen skattas på data från hela perioden mellan år 2003 och år 2006. Dessa förhållandevis små skillnader från

¹³ P-värde = 5,1 % ty enkelsidigt test görs.

¹⁴ Som tidigare nämnts förväntas såväl börsvärde som aktieomsättning vara negativt korrelerat med *spread*.

¹⁵ Då volatilitet förväntas vara positivt korrelerat med *spread* samt att aktiernas *spread* bör vara korrelerat med den allmänna *spreaden* på marknaden.

ursprungsregressionen styrker våra tidigare regressionsresultat samt vår analys att värdering till verkligt värde i balansräkningen har ett samband med en låg *spread* för företagens aktier. Skillnaderna i koefficienternas storlek visar dock svårigheter att bedöma magnituden av detta samband.

5.3 INFORMATIONASYMMETRI

Tidigare forskning har visat att *spreaden* på aktiemarknaden består av flera komponenter, där en av dessa är hänförlig till informationsasymmetri. För att isolera denna komponent i så hög utsträckning som möjligt har vi i vår regression kontrollerat för flera faktorer som i tidigare forskning ansetts ha påverkan på aktiers *spread*, men som inte berott på informationsasymmetri. Dessa är företagsstorlek, aktieomsättning, risk och genomsnittlig *spread* på aktiemarknaden i övrigt.

Efter dessa kontroller kan vi se en statistiskt säkerställt lägre *spread* för de företag som värderar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde i koncernbalansräkningen. Vi kan dock inte med säkerhet avgöra ifall denna lägre *spread* beror på en lägre informationsasymmetri bland investerarna i dessa bolag. Då vi har följt tidigare forskning och kontrollerat för kända variabler som påverkar *spreaden*, ligger det dock nära till hands att tro att en betydande del av den konstaterade lägre *spreaden* vi sett för företag som tar upp verkliga värden i koncernbalansräkningen beror på lägre informationsasymmetri.

En lägre informationsasymmetri hänförlig till ett visst val av redovisningsmetod, i detta fall valet att redovisa verkliga värden på förvaltningsfastigheterna i koncernbalansräkningen, tyder på att investerarna i fastighetsföretagen anser att redovisning enligt denna metod innebär mer, bättre, mer tillförlitlig eller mer relevant information. Vi ser i huvudsak följande tre anledningar varför valet av redovisningsmetod skulle ge denna effekt:

Den första anledningen är att företagen i större utsträckning skulle prioritera att korrekt bedömning av fastigheternas verkliga värden, än vad de gjorde då uppgift om verkligt värde endast kunde publicerades som en tilläggsupplysning vid sidan om balansräkningen. Företagen skulle alltså antas göra bättre bedömningar av verkligt värde när resultaten av bedömningen påverkar kärnan av externredovisningen: såväl resultat- som balansräkningen. I och med att IFRS satt en standard för hur verkligt värde skall bedömas kan investerarna även i högre grad känna en säkerhet i att estimaten blivit bedömda enligt samma riktlinjer.

Den andra anledningen är att investerarna uppfattar information i balansräkningen som mer trovärdig än om motsvarande information skulle ha lämnats utanför de finansiella rapporterna som tilläggsinformation i not eller i någon annan anslutande text. Informationen i balansräkningen skulle alltså uppfattas som mer relevant eller mer tillförlitlig av investerare. Detta behöver således inte innebära att mer eller mer relevant information än tidigare har offentliggjorts. Till stöd för detta påstående talar teorier och studier redogjorda för i avsnitt 2.6.

En tredje anledning kan vara att informationen och informationsanvändarnas relevansvärdering av informationen är oförändrad men att fler tar del av informationen när den finns i räkenskaperna jämfört med som information i noter eller övriga delar av företagens rapporter. Detta skulle alltså betyda att informationen som sådan inte förändrats alls, men att fler tar del av information vilket i sin tur skulle minska den totala informationsasymmetrin. Man kan diskutera huruvida denna tredje anledning verkligen innebär en minskning av den faktiska informationsasymmetrin eller om den snarare innebär att marknaden endast kunnat behandla informationen mer effektivt. Noteras bör att detta skulle bryta mot antagandet om effektiva marknader; om all tillgänglig information inte togs i beaktande av samtliga investerare skulle man systematiskt kunna göra övernormala vinster genom att analysera denna information.

6 SLUTSATS OCH DISKUSSION

I detta avslutande kapitel sammanfattas analysen och generella slutsatser dras. Därefter presenteras förslag till vidare forskning. Slutligen utvärderas studiens reliabilitet, validitet och generaliserbarhet.

Syftet med denna studie var att undersöka huruvida kapitalmarknadens informationsasymmetri kring nordiska fastighetsföretag har minskat till följd av att fastighetsföretagen började rapportera sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Trots studiens förhållandevis lilla omfattning ger den ett viktigt bidrag till tidigare forskning på området då det är den första studie som explicit undersöker informationseffekterna på kapitalmarknaden av att värdera förvaltningsfastigheter till verkligt värde i Norden.

Mot bakgrund av framlagd empiri och analys kan vi dra slutsatsen att informationsasymmetrierna hos fastighetsföretagens investerare har minskat till följd av ökad värdering till verkligt värde. Anledningen till detta bör vara att användare av de finansiella rapporterna nu har mer relevant information att tillgå. Vad vi efter denna studie inte kan dra slutsatser om är hur stor denna minskning i informationsasymmetri är eller vilka effekter minskningen har bidragit till.

Som förslag på vidare studier inom området kan nämnas just vilka effekter minskningen i informationsasymmetri har bidragit till. Det skulle vara intressant att undersöka huruvida analytiker blivit mer korrekta i sina prognoser av fastighetsföretagen till följd av redovisning till verkligt värde. Om fastighetsföretagens redovisningsinformation blivit mer relevant för användare till följd av värdering till verkligt värde skulle man kunna tänka sig att så är fallet. Å andra sidan är den största kritiken mot värdering till verkligt värde i räkenskaperna att estimaten blir mindre tillförlitliga och således skulle det också kunna vara svårare för analytiker att göra en korrekt bedömning.

6.1 RELIABILITET

Reliabilitet beskriver tillförlitligheten i en studie. En studie har hög reliabilitet om man vid en upprepning av undersökningen får samma resultat, oberoende av vem som utför undersökningen. En studie har låg reliabilitet om den som utför studien har inverkan på resultatet.

Vi anser reliabiliteten i denna studie vara hög då vi i metodavsnittet noga beskriver vilken undersökningsmetod som används och hur data har insamlats. Då vi undersöker en hel

population riskerar inte valet av företag att snedvrida resultaten. Dock kan resultaten påverkas av vilka tidsperioder som studeras, något som känslighetsanalysen syftar till att illustrera. Att den data vi använder inte är subjektiv (som den vore från intervjuer eller liknande) har en positiv inverkan på studiens reliabilitet då data inte kan förändras från ett undersökningstillfälle till ett annat givet att man undersöker samma tidsperiod. Historiska aktiekurser och redovisningsinformation förändras inte över tid.

Viss data har samlats in manuellt från företagens respektive årsredovisningar, vilket skulle kunna minska reliabiliteten. Detta är något vi haft i åtanke under arbetets gång och därför varit måna om att sköta datahanteringen ytterst noggrant.

Sammanfattningsvis bör studien kunna upprepas med samma resultat givet att samma metod och samma datakälla används och därför anses reliabiliteten vara hög.

6.2 VALIDITET

Validitet beskriver huruvida en studie mäter det som den avser att mäta. Gällande validiteten i denna uppsats föreligger störst osäkerhet kring hur informationsasymmetri mäts. Vi har dock, efter att ha studerat flertal tidigare studier inom liknande områden, valt en undersökningsvariabel med stort stöd i tidigare forskning.

För att höja studiens validitet har vi använt oss av två olika tillvägagångssätt för att genomföra undersökningen – dels tabellerna¹⁶ där vi jämför *spreads* vid två olika tillfällen och dels regressionsanalysen. Att slutsatser av liknande karaktär kan dras ifrån resultaten av de båda tillvägagångssätten tyder på högre validitet.

6.3 GENERALISERBARHET

Eftersom vi inkluderade samtliga vid undersökningstillfället marknadsnoterade nordiska fastighetsföretag är studien representativ för fastighetsföretag på de nordiska marknaderna som helhet. Därför kan inte resultaten generaliseras på någon av de geografiska delmarknaderna, eller andra undergrupper i studien exempelvis en viss storlek av företag. Resultaten kan ej heller generaliseras på andra geografiska områden än Norden då det i ett annat geografiskt område skulle ha funnits andra nationella redovisningsregler att utgå ifrån. Då studien endast undersöker en bransch med homogen tillgångsstruktur kan resultaten ej heller generaliseras på andra branscher eller andra typer av tillgångar.

¹⁶ Se tabell 5 och tabell A3.

7 KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING

- Aboody, D., 1996. Recognition versus disclosure in the oil and gas industry. *Journal of Accounting Research*, p. 34.
- Ahmed, A. S., Kilic, E. & Lobo, G. J., 2006. Does Recognition versus Disclosure Matter? Evidence from Value-Relevance of Banks' Recognized and Disclosed Derivative Financial Instruments. *The Accounting Review*, 81(3), pp. 567-588.
- Akerlof, G. A., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.
- Alexander, D. & Nobes, C., 2010. *Financial accounting : an international introduction*. u.o.:Prentice Hall.
- Atiase, R. K., 1985. Market Implications of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects. *Journal of Accounting Research*, 25(1), pp. 168-176.
- Axelman, L., Phillips, D. & Wahlquist, O., 2005. *IAS/IFRS 2005 : en jämförelse mellan International Accounting Standards och Redovisningsrådets rekommendationer*. u.o.:Stockholm Ernst & Young cop. 2003.
- Barth, M. E., Clinch, G. & Shibano, T., 2003. Market Effects of Recognition and Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 41(4), pp. 581-609.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J., 2011. *Investments and portfolio management*. 9 red. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Chiang, R. & Venkatesh, P. C., 1988. Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note. *The Journal of Finance*, 43(4), pp. 1041-1048.
- Copeland, T. E. & Galai, D., 1983. Information Effects on the Bid-Ask Spread. *The Journal of Finance*, 38(5), pp. 1457-1469.
- Dahmström, K., 2011. *Från data insamling till rapport - att göra en statistisk undersökning*. 5:1 red. Lund: Studentlitteratur.
- Davis-Friday, P. Y., Folami, L. B., Liu, C.-S. & Mittelstaedt, H. F., 1999. The Value Relevance of Financial Statement Recognition vs. Disclosure: Evidence from SFAS 106. *The Accounting Review*, 74(4), pp. 403-423.

EU, 2012. *Financial reporting: Commission adopts Regulation endorsing International Accounting Standards*. [Online] Available at: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/03/1297&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> [Använd 02 02 2012].

George, Kaul & Nimalendran, 1991. Estimation of the Bid-Ask Spread and Its Components: A new Approach. *The review of Financial Studies*, pp. 623-656.

Glosten & Harris, 1988. Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of Financial Economics*, pp. 123-142.

Glosten, L. R. & Harris, L. E., 1988. Estimating the components of Bid/Ask Spread. *Journal of Financial Economics* , Issue 21, pp. 123-142.

Glosten, L. R. & Milgrom, P. R., 1985. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), p. 71–100.

Greenstein, M. M. & Sami, H., 1994. The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads. *The Accounting Review*, 69(1), pp. 179-199.

Harper, R. M. J., Mister, W. G. & Strawser, J. R., 1987. The Impact of New Pension Disclosure Rules on Perception. *Journal of Accounting Research*, 25(2), pp. 327-330.

IASB, 2012. *About the IFRS Foundation and the IASB*. [Online] Available at: <http://www.ifrs.org/The+organisation/IASCF+and+IASB.htm> [Använd 01 02 2012].

IASB, 2012. *Members of the IASB*. [Online] Available at: <http://www.ifrs.org/The+organisation/Members+of+the+IASB/Members+of+the+IASB.htm> [Använd 12 02 2012].

Lawrence, S., 1996. *International Accounting*. 1:a red. London: International Thomson Business Press.

Leuz, C. & Verrecchia, R. E., 2000. The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, Volym 38, pp. 91-124.

- Mohd, E., 2005. Accounting for Software Development Costs and Information Asymmetry. *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1211-1231.
- Muller, K. A., Riedl, E. J. & Sellhorn, T., 2011. Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry:. *Management Science*, 57(6).
- Peill, E., 2000. *Harmonization of Accounting Practices in the European Union*. Vaasa: University of Vaasa.
- Stenheim, T., 2008. *Magma, Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*. [Online] Available at: <http://www.magma.no/virkelig-verdi-et-utfordrende-maaleattributt> [Använd 04 05 2012].
- Stoll, 1989. Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. *The Journal of Finance*, pp. 115-134.
- Stoll, H. R., 1978. The pricing of security dealer services: An empirical study of NASDAQ stocks.. *Journal of Finance*.
- Wooldridge, J. M., 2009. *Introductory Econometrics*. 4 red. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.

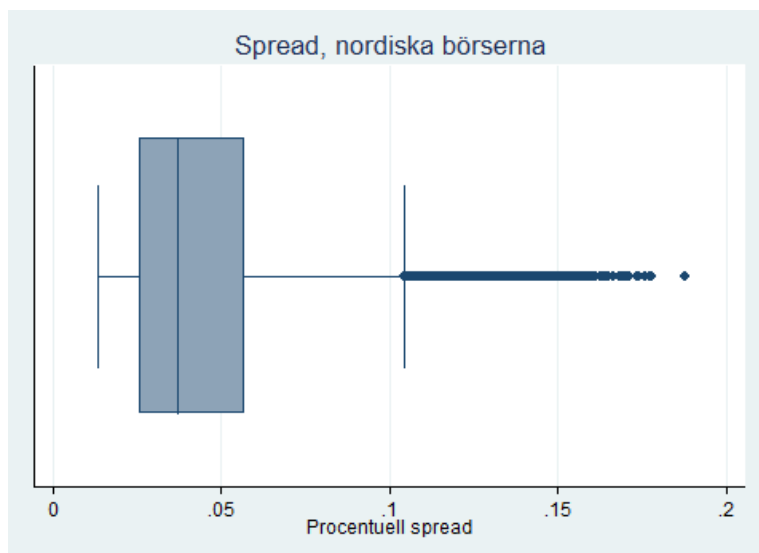
8 APPENDIX

Företag som gallrats bort ur lista genererad från Thomson Datastream		
Företag	Hemvist	Anledning
Asgaard Group	Danmark	Ej fastighetsverksamhet innan 2004
Berlin III	Danmark	Noterades 2006
Berlin IV	Danmark	Noterades 2007
Catena	Sverige	Noterades 2006
Corem Property Group	Sverige	Ej fastighetsverksamhet innan 2007
Dagon	Sverige	Ej fastighetsverksamhet innan 2007
Dan Ejendomme Holding	Danmark	Mindre än 50 % förvaltningsfastigheter under 2006 och 2007
Diös Fastigheter	Sverige	Grundades 2005
Fastighetsaktiebolaget Balder	Sverige	Ej fastighetsverksamhet innan 2005
Fornebu Utvikling	Norge	Mindre än 50 % förvaltningsfastigheter i samtliga perioder
Land & Leisure	Danmark	Mindre än 50 % förvaltningsfastigheter i samtliga perioder
Northern Logistics Property	Norge	Grundat 2006
Norwegian Property	Norge	Grundat 2006
Prime Office	Danmark	Noterades under 2008
Sagax	Sverige	Ej fastighetsverksamhet innan 2004
Schaumann Properties	Danmark	Ej fastighetsverksamhet innan 2006
Sjaelso Gruppen	Danmark	Mindre än 50 % förvaltningsfastigheter i samtliga perioder
Storm Real Estate	Norge	Noterades 2010
TK Development	Danmark	Mindre än 50 % förvaltningsfastigheter i samtliga perioder
Tower Group	Danmark	Ej fastighetsverksamhet innan 2006
Victoria Properties	Danmark	Ej fastighetsverksamhet innan 2006
Wihlborgs Fastigheter	Sverige	Noterades 2005

Tabell A1 – Ur urvalet bortgallrade företag

Företagsgrupp		Antal företag	Spread 2003	Spread 2006	Skillnad (proc. enh.)	Skillnad inom storlekskategori (proc. enh.)
Small Cap	Ansk till VV	2	15,07%	8,23%	-6,84%	-2,21%
	Ansk samt not till VV	1	7,39%	4,71%	-2,68%	
	Ansk till ansk samt not	1	7,00%	10,40%	3,41%	
	VV till VV	2	3,70%	3,54%	-0,16%	
Mid Cap	Ansk till VV	6	2,93%	2,32%	-0,61%	-0,51%
	Ansk samt not till VV	4	1,97%	1,45%	-0,52%	
	VV till VV	1	0,83%	1,01%	0,19%	
Large Cap	Ansk till VV	0	-	-	-	-0,68%
	Ansk samt not till VV	5	1,43%	0,75%	-0,68%	
	VV till VV	0	-	-	-	
Samtliga företag	Ansk till VV	8	5,97%	3,80%	-2,17%	-1,01%
	Ansk samt not till VV	10	2,24%	1,43%	-0,82%	
	Ansk till ansk samt not	1	7,00%	10,40%	3,41%	
	VV till VV	3	2,74%	2,70%	-0,05%	

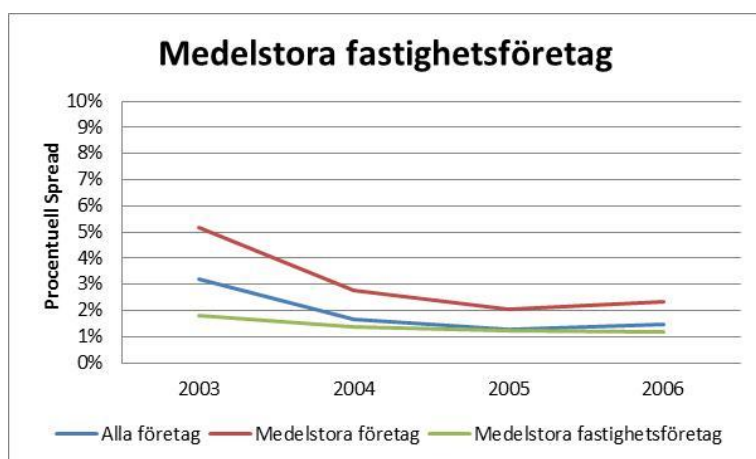
Tabell A2 – Skillnader i spread



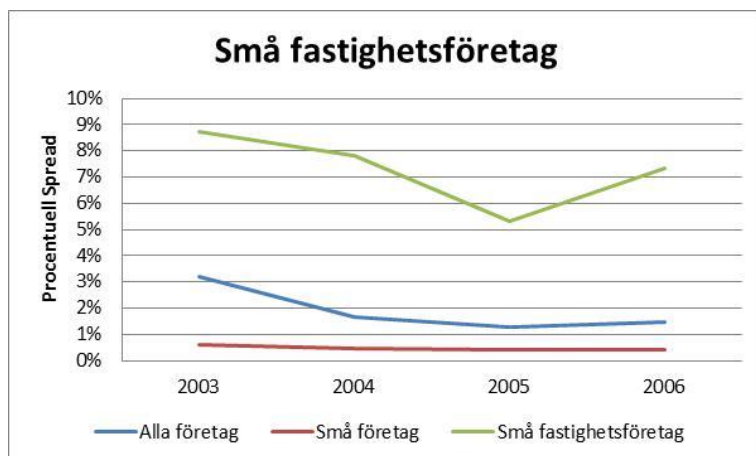
Figur A1 – Fördelning av procentuell spread på de nordiska börserna



Figur A2 – Utveckling av procentuell spread för storleksgruppen "stora företag"



Figur A3 – Utveckling av procentuell spread för storleksgruppen "medelstora företag"



Figur A4 – Utveckling av procentuell spread för storleksgruppen "små företag"

Samtliga företag	Koefficient	Standardfel	t-statistika	P-värde	Konfidensintervall 95%	
Log_börsvärde	-0,3022	0,0105	-28,85	0,000	-0,3228	-0,2817
Log_aktieomsättning	-0,1168	0,0041	-28,24	0,000	-0,1249	-0,1087
Log_volatilitet	0,1629	0,0356	4,58	0,000	0,0932	0,2327
Log_marknadsspread	0,1989	0,0282	7,05	0,000	0,1436	0,2543
Discl	-0,0149	0,0357	-0,42	0,675	-0,0849	0,0550
VV	-0,2502	0,0373	-6,71	0,000	-0,3233	-0,1772
Konstant	-0,7127	0,1020	-6,99	0,000	-0,9126	-0,5128
R ²	0,473					

Tabell A3 – Känslighetsanalys: Regression för åren 2002 och 2007. P-värden avser dubbelsidiga test.

Samtliga företag	Koefficient	Standardfel	t-statistika	P-värde	Konfidensintervall 95%	
Log_börsvärde	-0,1999	0,0083	-24,1	0,000	-0,2161	-0,1836
Log_aktieomsättning	-0,1359	0,0038	-35,66	0,000	-0,1434	-0,1285
Log_volatilitet	0,1639	0,0208	7,9	0,000	0,1232	0,2046
Log_marknadsspread	0,1552	0,0187	8,32	0,000	0,1186	0,1917
Discl	0,0132	0,0204	0,65	0,516	-0,0267	0,0531
VV	-0,0851	0,0188	-4,51	0,000	-0,1220	-0,0482
Konstant	-1,8318	0,0765	-23,95	0,000	-1,9817	-1,6819
R ²	0,308					

Tabell A4 – Känslighetsanalys: Regression för perioden 2003-2006. P-värden avser dubbelsidiga test.

Samtliga företag	Koefficient	Standardfel	t-statistika	P-värde	Konfidensintervall 95%	
Log_börsvärde	-0,2399	0,0065	-36,93	0,000	-0,2526	-0,2271
Log_aktieomsättning	-0,1255	0,0028	-44,56	0,000	-0,1311	-0,1200
Log_volatilitet	0,1293	0,0177	7,32	0,000	0,0946	0,1639
Log_marknadsspread	0,2562	0,0137	18,69	0,000	0,2293	0,2830
Discl	-0,0749	0,0157	-4,78	0,000	-0,1057	-0,0442
VV	-0,1075	0,0164	-6,55	0,000	-0,1397	-0,0753
Konstant	-1,1951	0,0572	-20,89	0,000	-1,3073	-1,0829
R ²	0,3624					

Tabell A5 – Känslighetsanalys: Regression för perioden 2002 -2007. P-värden avser dubbelsidiga test.