Handelshögskolan i Stockholm

Department of Accounting and Financial Management

Kandidatuppsats

Maj 2021

Analytikers prognosprecision och redovisningsprinciper

En kvantitativ studie av verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde tillämpade på fastighetsbolag i USA och Sverige.

Hannes Hedberg **Samuel Andersson**

24498@student.hhs.se 24496@student.hhs.se

Abstract

This paper aims to investigate analyst forecast accuracy depending on accounting principles, by contrasting analyst estimates on investment property firms in Sweden (following IFRS and thereby applying fair value) and in the US (following US GAAP and thereby applying historical cost). We analyze three key metrics, NAV, EPS and EBITDA. The findings from our paper are suggestive, but not conclusive. We receive indications that NAV analyst forecast accuracy is higher for Swedish firms, while it is lower for EPS, in comparison with US firms. We also find that there is no general difference in forecast ability between the countries' analysts in terms of EBITDA, indicating that the differences in forecast accuracy for NAV and EPS depend on the accounting principles. The overall conclusions support previous findings, contrasting fair value and historical cost.

Keywords: Fair value, historical cost, analyst forecast, investment property

Handledare: Henrik Andersson

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till Henrik Andersson för handledning som givit värdefulla insikter samt Henrik Nilsson för guidning kring förvaltningsfastigheter och relaterade redovisningsmässiga dilemman.

Maj 2021, Stockholm.

Innehållsförteckning

1. Introduktion 3
1.1. Inledning 3
1.2. Bakgrund 4
1.2.1. Redovisningens syfte 4
1.2.2. Förvaltningsfastigheter under IFRS och US GAAP 4
1.3. Syfte och frågeställning 6
1.4. Avgränsning 7
1.5. Disposition 8
2. Teori och litteraturöversikt 9
2.1. Debatten om verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde 9
2.2. Informationsasymmetri 11
2.2.1. Marknadseffektivitet 12
2.3. Analytikers användande av redovisningsmässig information 13
2.4. Nytt teoretiskt perspektiv 13
2.5. Hypoteser 15
3. Metod 18
3.1. Studiens design 18
3.2. Estimeringsfelmodeller 19
3.3. Regressionsmodeller 21
3.4. Oberoende variabler 21
3.5. T-test 23
3.6. Urval 23
4. Empiri och analys 26

4.1. Deskriptiv statistik ... 26
4.2. Extremvärden och saknade datapunkter ... 27
4.3. Korrelationer ... 28
4.4. Jämförelse av genomsnittligt estimeringsfel ... 29
4.5. Regressionsresultat ... 30
4.5.1. NAV1_EF ... 30
4.5.2. NAV2_EF ... 30
4.5.3. EPS_EF ... 31
4.5.4. EBITDA_EF ... 32
5. Diskussion ... 33
5.1. Diskussion av resultaten ... 33
5.2. Indikationer kring informationsasymmetri ... 35
5.3. Robust- och känslighetsanalys ... 36
5.4. Analys av undersökningsmetod ... 37
5.4.1. Validitet ... 37
5.4.2. Reliabilitet ... 38
5.4.3. Generaliserbarhet ... 38
6. Slutsats ... 39
6.1. Framtida forskning ... 40
Referenser ... 41
Appendix ... 45

1. Introduktion

1.1. Inledning

Redovisning till verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde är en ständigt pågående debatt med differentierade åsikter ifrån skiljaktiga intressenter. Ett illustrativt pågående dilemma är huruvida värderingen av förvaltningsfastigheter bör redovisas på tillgångssidan. Värderingen av fastigheter är ett ämne för debatt då den till viss del kan anses vara godtycklig med hänsyn till att den ofta fastställs internt (Watts, 2003). En annan intressant aspekt är det faktum att världens två huvudprincipsättare, *International Accounting Standard Board* (hädanefter IASB) och *Financial Accounting Standard Board* (hädanefter FASB), bedömer dilemmat olika. Målet med denna studie är att undersöka precisionen hos en av de intressenter som berörs av den rapporterade redovisningen, aktieanalytiker. Deras huvudsakliga uppgift är att estimera nyckeltal i noterade företag. Huruvida förmågan skiljer sig beroende på redovisningsprincip utgör ett intressant fundament att undersöka inom debatten och kan ge relevanta indikationer i den fortsatta diskussionen.

Informationen aktieanalytiker har tillgång till i en perfekt marknad utan informationsasymmetri är enbart publik information, likt det analyserade företagets finansiella rapporter. Dessvärre föreligger inte perfekt information mellan företag och externa parter, vilket är anledningen till att redovisningsprinciper är relevanta (Laux & Leuz, 2009). Analytiker kan ha tillgång till information som allmänheten inte känner till, exempelvis genom insiders, och redovisningen som presenteras i de finansiella rapporterna reflekterar inte alltid en ömsesidig transparens mellan de två parterna, företaget och analytikerna. Ett högst aktuellt problem är tolkningen av redovisningen av förvaltningsfastigheter till verkligt värde som blivit standard bland bolag som redovisar under *International Financial Reporting Standards* (hädanefter IFRS). Det redovisningsmässiga alternativet till verkligt värde är historiskt anskaffningsvärde som bland annat appliceras i redovisningen av förvaltningsfastigheter i de svenska K-regelverken och i USA (BFNAR 17:7, FASB Topic 360). Problemet med denna metod är att äldre fastigheter sällan motsvarar fastighetens nuvarande värde vilket utgör ovisshet med avseende på den faktiska värderingen för analytiker och andra intressenter. Innan IAS 40 (2005) infördes, redovisade samtliga företag under IFRS sina förvaltningsfastigheter till historiskt anskaffningsvärde. I och med införandet tillåts och

efterfrågas värdering till verkligt värde i en strävan att öka relevansen, symmetrin i informationen, mellan företagen och allmänheten.

1.2. Bakgrund

1.2.1. Redovisningens syfte

På ett generellt plan kan redovisningens syfte beskrivas i form av att nytta skapas genom att minska informationsasymmetrin mellan företagen och mottagarna (Johansson et al., 2017, sid 4). Effekten av marknader som kännetecknas av asymmetrisk information och okänd kvalitet blir en ökad kostnad (Akerlof, 1970). Den redovisningsmässiga nyttan måste därmed enligt simpel ekonomisk teori överstiga kostnaden den medför (Johansson et al., 2017, sid 5).

I och med att komplexiteten och teknologin i ekonomin successivt har ökat, har redovisningen behövt regleras (Johansson et al., 2017, sid 50). Från industrialiseringen kan det betraktas som att två huvudgrupper har bildats inom redovisningen. Den ena huvudgruppen har bestått av USA och Storbritannien, där finansieringen till stor del kommit från deras stora och aktiva aktiemarknader, vilket har lett att företagen ägts av många, mindre investerare. Den andra huvudgruppen kategoriseras som kontinentala Europa, där finansieringen istället främst har kommit från mer betydande långsiktiga ägare som företagsgrupper, banker eller staten. Under de senaste decennierna, i och med den ökade ekonomiska integrationen, har redovisningen börjat gå mot internationella standarder, vilket har påverkat den svenska lagstiftningen ansenligt, synnerligen för noterade bolag som närmat sig de amerikanska och brittiska tankesätten (Johansson et al., 2017, sid 52–53).

Ett förklarande exempel på hur redovisningen har formats och utvecklats för att minska informationsasymmetrin är hur tillgångar och skulder ska värderas. Detta har således lett till att antingen verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde används som redovisningsprincip, och gällande fastigheter har de två största principsättarna inom redovisning valt olika vägar att gå.

1.2.2. Förvaltningsfastigheter under IFRS och US GAAP

För länder som följer IASB, med IFRS som regelverk, framförs de relevanta standarderna för förvaltningsfastigheter i IAS 40 – *Investment Property* (2005), som klargör vad förvaltningsfastigheter innefattar, och IFRS 13 (2013), som infördes för att redogöra hur värderingar till verkligt värde bör utföras.

Enligt IAS 40 definieras en förvaltningsfastighet som mark och/eller byggnad, som ägs för att generera hyresintäkter och/eller kapitalförsäkring; inte bosätts av ägaren; inte används för produktion/leverans av produkter/tjänster, eller administration; och inte ägs med syfte av försäljning i affärsverksamhet. Inledningsvis ska förvaltningsfastigheten värderas till anskaffningskostnaden. Därefter väljer företaget om förvaltningsfastigheterna ska följa värderingsmodellen för verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde (IAS 40:30). Om företaget väljer anskaffningsvärdet som underlag för redovisningen måste dock även det verkliga värdet presenteras som en följd för att upplysa mottagaren om det verkliga värdet (IAS 40:32). Redovisning till verkligt värde medför i regel en större balansomslutning samt en direkt påverkan på resultaträkningen genom årliga värdeförändringar, istället för av-, ned-, eller uppskrivningar, på fastigheterna.

För att implementera ett ramverk för värdering till verkligt värde, tillkom IFRS 13. Ramverket appliceras när en standard kräver eller tillåter värdering till verkligt värde, bortsett från situationer då andra standarder avgör. IFRS 13 definierar verkligt värde till priset som skulle erhållas vid en marknadsmässig försäljning på datumet för mätning. Denna marknadsmässiga försäljning inkluderar antaganden om deltagarna i marknaden och risk. Företagets intentioner om att behålla eller sälja tillgången eller skulden är inte relevant för värderingen till verkligt värde (IFRS).

Med IFRS 13 tillkom även en hierarki, med tre nivåer, för värderingar till verkligt värde. I den första, optimala nivån, värderas tillgången efter anförda och ojusterade priser för en identisk tillgång på en aktiv marknad. Om en sådan värdering inte är möjlig, ska tillgången värderas i enlighet med den andra nivån. För en sådan värdering ska det verkliga värdet baseras på anförda priser för identiska eller liknande tillgångar på aktiva eller inaktiva marknader. Alternativt, om anförda priser inte existerar, ska indata för annat än anförda priser användas, som kan observeras för tillgången eller från marknadsdata. Den tredje och sista nivån består av indata som inte kan observeras, med vilket menas att ledningen baserar värderingen till verkligt värde på antaganden, som marknadsdeltagare skulle ha använt för att härleda ett lämpligt marknadspris för tillgången (PWC). Trots att regelverket IFRS 13 förmedlar en detaljerad metod för värdering till verkligt värde, tydliggörs att subjektivitet kan medfölja i värderingar av förvaltningsfastigheter som i många fall värderas enligt den tredje nivån i hierarkin.

IFRS ska bland annat följas av alla noterade företag inom den Europeiska unionen och totalt tillämpar mer än 140 jurisdiktioner standarderna (IFRS). En stor andel av världens länder följer därmed IFRS. Dock är ett av undantagen den ledande aktören i den andra historiska redovisningshuvudgruppen, USA.

Redovisningsstandarderna som appliceras och tillämpas i USA benämns som *US Generally Accepted Accounting Principles* (hädanefter US GAAP) som i regel utformas av FASB. Den vanligaste företagstypen liknande Sveriges och Europas benämning av förvaltningsfastighetsföretag är Real Estate Investment Trusts (hädanefter REITs). REITs huvudsakliga syfte är att generera intäkter från ägande och/eller operativa fastigheter för att sedan dela ut minst 90 procent av den skattepliktiga inkomsten till aktieägarna.

Enligt Topic 360 (FASB) ska förvaltningsfastigheter, som i USA hänförs till den generella kategorin anläggningstillgångar, värderas till historiskt anskaffningsvärde. Verkligt värde är därmed inte applicerbart för värdering av förvaltningsfastigheter i de amerikanska standarderna. Det finns dock vissa undantag gällande värdering till verkligt värde. Investmentbolag kan enligt Topic 946 redovisa investeringar till verkligt värde, REITs är däremot undantagna (FASB Topic 946-10-15-3). Balansräkningen blir som en konsekvens i regel mer beräknelig under redovisning till historiskt anskaffningsvärde med årliga av-, ned- eller uppskrivningar som i sin tur påverkar resultaträkningen mer förutsägbart.

1.3. Syfte och frågeställning

Liang och Riedl (2014) utförde en studie vars syfte var att undersöka om denna redovisningsmässiga skillnad medför att analytiker estimerar närmre eller längre ifrån vad det faktiska företaget rapporterar i finansiella rapporter. Studien genomfördes genom en kvantitativ undersökning mellan förvaltningsfastighetsbolag i USA och Storbritannien under åren 2002–2010. Detta gjordes med hänsyn till att företag i USA redovisar sina fastigheter till historiskt anskaffningsvärde och eftersom Storbritannien följer IFRS värderas fastigheterna till verkligt värde. Resultaten påvisar att analytiker som följer amerikanska företag hade ett större estimeringsfel gällande substansvärdet (hädanefter NAV) i jämförelse med analytiker som följer brittiska förvaltningsfastighetsbolag. Samtidigt visar studien att analytiker som följer brittiska företag har ett större estimeringsfel gällande nyckeltalet vinst per aktie (hädanefter EPS).

Genom att jämföra analytiker som följer noterade amerikanska fastighetsbolag med analytiker som följer svenska noterade förvaltningsfastighetsbolag kan denna studie förmedla indikationer om vilken redovisningsprincip som förmedlar den mest symmetriska informationen till analytiker. Dessa potentiella indikationer kan summeras i om resultaten skiljer sig eller befäster Liang och Riedls (2014) studie för cirka ett decennium sedan och huruvida IFRS 13 har påverkat informationsasymmetrin mellan företag och externa intressenter. Till vår kännedom har Liang och Riedls studie inte replikerats. Dessutom har en analys av analytikers estimeringsfel baserat på redovisningsprincip på den svenska marknaden inte oss veterligen undersökts, vilket leder fram till studiens frågeställning,

Hur påverkas analytikers prognoser beroende på om förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde?

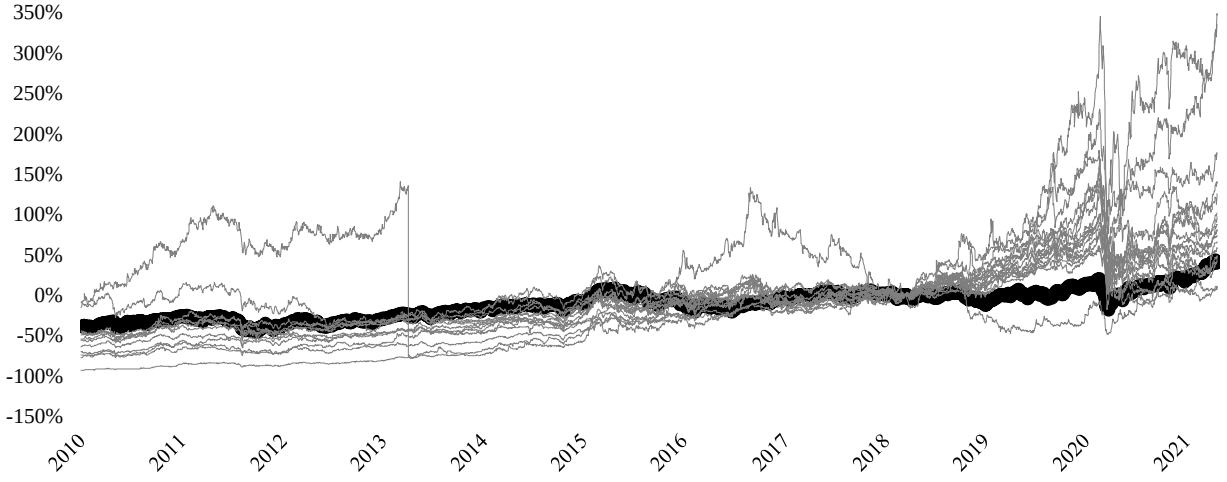
I denna studie kan vi påvisa indikativa resultat att analytiker till amerikanska fastighetsbolag (historiskt anskaffningsvärde) genererar ett lägre estimeringsfel än analytiker till svenska fastighetsbolag (verkligt värde) för EPS. För studiens andra huvudmått, NAV, indikeras motsatsen. Det vill säga att analytiker till amerikanska fastighetsbolag har ett högre estimeringsfel för NAV än analytiker till svenska fastighetsbolag. Dessa framförda resultat är i linje med Liang och Riedls (2014) studie. Vi kan även observera ytterligare implikationer och bidrag inom forskningsområdet. Däribland att estimeringsfel generellt antyds ha sjunkit och att det inte ska föreligga någon allmän skillnad i estimeringsförmåga bland ländernas analytiker, utan att precisionsskillnaden främst beror på redovisningsprincip. Alla dessa indikativa resultat presenteras och diskuteras senare i denna studie.

1.4. Avgränsning

Omfånget studien undersöker är avgränsad till svenska och amerikanska noterade fastighetsbolag under tidsperioden 2010–2020. Tidsperioden motiveras med att det är en rimlig tidsram för att erhålla ett tillräckligt stort dataurval samt att tidsperioden innebär att effekterna av införandet av IFRS 13 kan observeras. USA har valts med anledning att nationen utgör den största marknaden som applicerar historiskt anskaffningsvärde som redovisningsprincip. Avgränsningen till Sverige valdes med hänsyn till att ingen liknande studie tidigare har genomförts med svenska bolag. Att inkludera alla nordiska länder var inledningsvis ett alternativ till Sverige, men i och med att de

noterade fastighetsbolagen är få i resterande länder i Norden utifrån studiens kriterier, har dessa länder exkluderats. Vidare är den svenska fastighetsmarknaden av intresse med anledning att förvaltningsfastighetsbolagen i Sverige successivt har blivit mer populära bland investerare. Graf 1 visar hur studiens undersökta förvaltningsfastighetsbolags aktiekurs har förhållit sig till OMX Stockholm 30 sedan januari 2010. De gråa, smalare linjerna representerar respektive fastighetsbolags aktiekurs som generellt har genererat en större tillväxt i jämförelse med OMX Stockholm 30, illustrerat med svart, streckade linje. Detta demonstrerar fastighetsbranschens stigande popularitet, i synnerhet efter införandet av IFRS 13 år 2013, och därmed en eventuell bidragande redovisningsmässig påverkan.

Graf 1 – Svenska förvaltningsfastighetsbolag (gråa linjer) i relation till OMX Stockholm 30 (svart linje)



1.5. Disposition

Studien är uppbyggd av sex delar, där den första delen presenterar bakgrunden till studien samt forskningsfrågan som undersöks. I den andra sektionen diskuteras den teoretiska aspekten av varför verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde används och sedermera summeras debatten från tidigare litteratur utifrån olika intressenters perspektiv som bygger upp studiens hypoteser. I sektion tre framförs hur metodiken struktureras samt urvalet av datamängden. Den fjärde sektionen beskriver datamängden samt presenterar och analyserar de statistiska resultaten från regressioner och t-test. I den femte sektionen diskuteras resultaten och deras potentiella implikationer. Den sjätte avslutande delen sammanfattar studien med slutsatser för framtida forskning.

2. Teori och litteraturöversikt

I denna sektion presenteras olika perspektiv i debatten om verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde. Därefter diskuteras informationsasymmetri och hur redovisningsprinciper påverkar det, vilket följs av en koppling till marknadseffektivitet. I och med att denna studie ämnar undersöka analytikerprecision presenteras också olika synsätt på analytikers användande av finansiella rapporter. Slutligen presenteras och diskuteras denna studies nya teoretiska perspektiv och hypoteser.

2.1. Debatten om verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde

Redovisningen grundar sig i att vara relevant och tillförlitlig, valet av redovisningsprincip blir således en avvägning mellan dessa beståndsdelar (McDonough & Shakespeare, 2015; Blecher, 2019; Laux & Leuz, 2009). Redovisning till verkligt värde medför mer av den relevanta aspekten, med grund i framtida genererade kassaflöden vid värdering av en fastighet. Däremot är det relativt enkelt för ledningen i företaget att manipulera denna värdering, vilket medför en lägre grad av tillförlitlighet. Historiskt anskaffningsvärde medför istället det motsatta, en högre nivå av tillförlitlighet med dess konservativa inriktning, vilket gör det svårt för överordnade att manipulera internt. Å andra sidan innebär detta konservativa antagande en lägre grad av relevans, med hänsyn till att historiska händelser värderas högre än framtida (Blecher, 2019).

Valet av redovisningsprincip är ett frekvent diskuterat ämne som sträcker sig tillbaka flera decennier (Littleton, 1935), och än idag råder det fortsatt delade meningar i debatten. De skiljaktiga åsikterna figurerar både bland principsättarna, i form av FASB och IASB, och hos företagen själva, men även bland akademiker och intressenter, i synnerhet hos analytiker och investerare (Blecher, 2019; Christensen & Nikolaev, 2013; Magnan et al., 2015; Penman, 2007).

Regelverken har anammat en relativt tydlig riktning i vägvalet mellan verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde under de senaste åren. IASBs införande av både IAS 40 och IFRS 13 under de senaste årtiondena tyder på att redovisning baserat på verkliga värden möjliggörs, och efterfrågas, till en bredare grad än tidigare. Till skillnad från IASB, har FASB fortsatt beslutat att fastighetsbolag ska redovisa sina förvaltningsfastigheter till historiskt anskaffningsvärde, i enlighet med Topic 360. FASB har dock inom andra områden, som finansiella instrument, i en högre grad börjat tillåta verkligt värde i redovisningen (FASB Topic 820). Det kan således anses som att IASB har tagit en större riktning mot den relevanta beståndsdelen av redovisningen medan

det amerikanska synsättet, FASB, är mer konservativt och prioriterar tillförlitligheten, i synnerhet gällande tillgångar, högre. Detta kan kopplas samman med de ursprungliga huvudgrupperna, där USA har ett längre förflutet av finansiering genom aktiemarknader och därigenom prioriterar tillförlitligheten högt.

Redovisningen är skapad för att minska informationsasymmetrin mellan företag och mottagare, som analytiker och investerare. Åsikterna mottagarna har om vilken princip som föredras är dock inte helt binär. Analytiker tenderar att föredra en kombination av redovisningsprinciperna där de gärna ser att kortsiktiga tillgångar är värderade till verkligt värde medan långsiktiga bör vara fria från influenser av verkligt värde för att tydligare reflektera resultatet (Magnan et al., 2015). Penman (2007) poängterar även att fördelen med verkligt värde utifrån balansräkningens perspektiv är att ingen ytterligare analys av eget kapital krävs eftersom det återspeglar det marknadsmässiga värdet. Penman betonar dock att balansräkningen inte endast är till för analytiska skäl eftersom resultaträkningen är tänkt att vara den grundliga källan till utomstående värdering.

När det kommer till värderelevans, hur väl information i finansiella rapporter korrelerar med bolagets aktiekurs, tyder tidigare forskning på att sambandet mellan verkligt värde och aktiekursen är starkare i jämförelse med historiskt anskaffningsvärde (Magnan et al., 2015). Barth et al. (2001) hävdar också att ju mer värderelevant en värderingsmetod är desto mer värdefullt är det för analytiker i deras estimeringar. McInnis et al. (2018) studerade däremot värderelevansen i redovisning till verkligt värde inom banksektorn och kunde dra slutsatsen att relevansen är lägre i jämförelse med historiskt anskaffningsvärde. Vidare belyser Barth (2007) att historiskt anskaffningsvärde möjligen inte är ett relevant ekonomiskt fenomen som bör användas av beslutsfattare.

Ifrågasättandet av relevansen i historiskt anskaffningsvärdeprincipen figurerar ideligen kring huruvida avskrivningar snedvrider fastighetsvärderingar, vilket gör att de ständigt är undervärderade. Analytiker inkorporerar däremot detta i sina värderingsmodeller. Ackumulerade avskrivningar från fastigheter som säljs är positivt korrelerade med realisationsvinster för REITs, och även en stark förutsägbar faktor för framtida omsättning. De undervärderade fastigheterna i balansräkningen fångas följaktligen upp av de ackumulerade avskrivningar som uppkommer under redovisning till historiskt anskaffningsvärde, vilket medför en hög värderelevans för analytikerna (Kang & Zhao, 2010).

Watts (2003) betonar att konservatismen i transaktionsbaserad redovisning är väsentlig. Watts anser att värderingar grundade på estimeringar av framtida kassaflöden, vilket ofta sker vid värderingar till verkligt värde, medför en brist på verifierbarhet. Detta hävdas med anledning av chefers relativt korta tider som ansvariga och deras begränsade ekonomiska ansvar. Vidare fastställs redovisning utifrån historiskt anskaffningsvärde som mer värderelevant, med avseende på kvaliteten i redovisningen i form av intäktsutjämningar, periodiseringar och aktualitet (Barth et al., 2012).

Vilken metod som förmedlar relevant information till störst utsträckning är som redogjort en pågående och komplex debatt, med fördelar och nackdelar i båda principerna. Den ursprungliga kärnan i debatten skulle kunna summeras till vilken redovisningsmetod, verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde, som genererar den lägsta graden av informationsasymmetri, i och med att det är den huvudsakliga anledningen till den utbredda redovisningens existens.

2.2. Informationsasymmetri

Informationsasymmetri syftar till att den ena parten i en affärstransaktion har mer information än den andra parten, vilket från ett teoretiskt perspektiv medför en kostnad. Ett allmänt syfte med redovisning är att minska informationsasymmetrin, för att i slutändan sänka kostnaderna (Johansson et al., 2017, sid 5). Redovisning till verkligt värde sker inte slumpmässigt, det sker när nyttan överväger kostnaderna, vilket i en perfekt marknad implicerar att ledningens val av redovisningsmetod, under IFRS, visar vilken metod som är mest informativ utåt sett (Christensen & Nikolaev, 2013).

Barth (2007) hävdar att redovisning till verkligt värde minskar informationsasymmetrin mellan analytiker och företag som värderar det verkliga värdet internt, eftersom information som inte är publik kan reflekteras i värderingen. Däremot löser redovisning inte allt. På grund av informationsasymmetrin finns det en efterfrågan av finansiella mellanhänder, som analytiker, vars uppgift är att försöka reducera informationsasymmetrin mellan företagen och investerare genom att finna icke-publik information (Healy & Palepu, 2001).

Muller et al. (2011) studerade den europeiska fastighetsmarknaden genom en jämförelse av självvald redovisning till verkligt värde innan IAS 40 och efter dess implementerande, då företag under IFRS fick ett krav att uppvisa det verkliga värdet av förvaltningsfastigheterna, antingen i

balansräkningen eller i noter. Studien visar att informationsasymmetrin för analytiker och investerare reducerades vid införandet av IAS 40, främst bland de företag som redovisade till verkligt värde innan införandet. Ytterligare en studie utförd på den europeiska fastighetsmarknaden slår fast att informationsasymmetrin minskar när företag upplyser om verkligt värde (Vergauwe & Gaeremynck, 2019). Studien genomfördes mellan åren 2007–2010, innan införandet av IFRS 13, då verkligt värde antingen avspeglades i form av marknadspris, jämförande eller genom intern modellering. En intressant aspekt är att Storbritannien, som jämförs med USA i Liang och Riedl (2014), skiljt från övriga europeiska länder i studien av Vergauwe och Gaeremynck, använde sig av en marknadsmässig värdering medan resterande länders primära tillvägagångsätt var intern modellering. Vergauwe och Gaeremynck finner att intern modellering av verkligt värde förmedlar en mer precis estimering av försäljningspriset av fastigheten, det vill säga fastighetens verkliga värde.

2.2.1. Marknadseffektivitet

För att en marknad ska vara effektiv ska priset fullt reflektera all tillgänglig information (Fama, 1970), det vill säga att ingen informationsasymmetri existerar. Redovisningen har således en betydande roll i att förmedla denna information till investerare och analytiker. Famas tre former (stark, medelstark och svag) av informationsdelmängder som reflekterar priset kan beskrivas koncist genom att den starka formen reflekterar att investerare har tillgång till all information som är relevant för prissättningen. Den medelstarka formen av information uppstår när priserna är justerade för information som är publik, som informationen i företagens finansiella rapporter. I den svaga formen betraktas endast historiska priser vara informationen som sätter priserna.

Genom ett antagande om att marknaden som studien ämnar undersöka är medelstark implicerar det att det verkliga värdet som reflekteras i de svenska företagens finansiella rapporter är känd för investerare och således bör reflektera aktiepriset för fastighetsföretaget. För analytiker till amerikanska fastighetsbolag blir resonemanget däremot annorlunda. I och med att historiskt anskaffningsvärde appliceras, återfinns inte informationen om det verkliga värdet. Följaktligen behöver dessa analytiker estimera det verkliga värdet på egen hand, vilket kan orsaka en större diskrepans mellan analytikers prognoser och faktiska utfall.

2.3. Analytikers användande av redovisningsmässig information

Även om informationen i de finansiella rapporterna är allmänt tillgänglig bygger analytikers förmåga att prognostisera ett nyckeltal så precist som möjligt på flera faktorer, som erfarenhet, antal företag och branscher den enskilda analytikern följer (Clement, 1999). Med denna studie adderas ytterligare en aspekt, genom att undersöka huruvida redovisningsprinciperna påverkar analytikernas precision i estimaten.

Analytikers precision ökar ju större tillförlitligheten av informationen från företagen är (Behn et al., 2008), vilket den historiska anskaffningskostnadsmetoden till större del kännetecknas av. Dock finner Ayres et al. (2017) en positiv relation mellan redovisning till verkligt värde och analytikers precision. För analytiker som följer företag som redovisar förvaltningsfastigheter till verkligt värde påverkas resultaträkningen genom oförutsägbara värdeförändringar för fastigheterna, och företaget måste kunna fastslå fastighetens värde på ett pålitligt sätt (Robinson et al., 2020, sid 389).

Under US GAAP, där anskaffningsvärdet används, påverkas endast resultaträkningen om fastigheterna skrivs av, ned eller upp, där avskrivningar främst är förutsägbara. När företag rapporterar enligt historiskt anskaffningsvärde ökar analytikers träffsäkerhet gällande vinstmått eftersom osäkerhetsfaktorn gällande resultaträkningen blir mindre då oförväntade värdeförändringar, i verkligt värde, inte tas upp (Peek, 2005).

För att få en robust uppfattning av analytikernas precision, används i denna studie två resultaträkningsorienterade mått, som enligt Penman (2007) är grunden för extern värdering, och ett balansräkningsorienterat mått som beräknas på två skilda sätt för att fånga upp den väsentliga tillgångssidan i fastighetsbolags balansräkning.

2.4. Nytt teoretiskt perspektiv

De två måtten som används i Liang och Riedls (2014) studie är EPS och NAV. För att undersöka redovisningsprincipernas påverkan på resultaträkningen används EPS. En estimering av NAV utgör analytikernas främsta insats gällande beräkningen av företagets värde, eftersom tillgångssidan i balansräkningen utgör en markant del av ett fastighetsbolags nuvarande och framtida värde, genom förväntade kassainflöden från de underliggande tillgångarna (Liang & Riedl, 2014). NAV är ett erkänt mått inom fastighetsbranschen och används av analytiker både i Sverige och USA.

NAV beräknas enligt studiens datakälla Capital IQ (appendix 1) genom att ta det verkliga värdet av tillgångar minus skulder, som redovisas till verkligt värde både enligt IFRS och US GAAP (IFRS 9, FASB Topic 820). Generellt har få studier undersökt hur analytikers träffsäkerhet påverkas av redovisningsprinciper. Liang och Riedls (2014) studie var unik i deras inkluderande av ett balansräkningsmått. Det är något som ofta utesluts då analytiker allmänt främst estimerar resultat- och försäljningsmått, men i fastighetsbranschen utläses en väsentlig del av bolagens värde i balansräkningen, vilket medför att balansräkningsestimat är av högsta prioritet.

Till skillnad från tidigare studier, ämnar denna studie undersöka analytikers träffsäkerhet vid prognoser av EPS och NAV mellan svenska och amerikanska fastighetsbolag. En återskapande studie av Liang och Riedl (2014) som befäster deras slutsatser har oss veterligen inte genomförts och en undersökning på en annan marknad under decenniet efter Liang och Riedls tidsperiod kan ge värdefulla indikationer. I synnerhet med framsteg inom redovisning till verkligt värde som införandet av IFRS 13.

Denna studie adderar två dimensioner till tidigare forskning. Den första dimensionen är inkluderandet av ett mått som i teorin bör vara fritt från redovisningsmässiga influenser, rörelseresultat innan ränteintäkter, räntekostnader, skatt, avskrivningar och nedskrivningar (hädanefter EBITDA). Måttet innefattar varken värdejusteringar för företag som redovisar till verkligt värde eller av-, ned- och uppskrivningar från historiskt anskaffningsvärdeprincipen. Således bör ingen skillnad, i det undersökta urvalet av analytiker i USA och Sverige, förekomma gällande prognostiseringen av EBITDA, antaget att analytiker har tillgång till historiska priser och rapporter. Måttet fungerar därmed som en kontrollmekanism för analytikers individuella precisionsförmåga.

Den andra dimensionen som denna studie undersöker till skillnad från tidigare forskning är en tilläggande aspekt gällande uträkningen av analytikers estimeringsfel av NAV. Rapporterat NAV förekommer inte för amerikanska fastighetsbolag och inte heller alltid i svenska förvaltningsfastighetsföretags rapporter. Därmed kan det vara förhållandevis approximativt att ta aktiepriset som faktiskt NAV per aktie, likt Liang och Riedl (2014). För svenska förvaltningsfastighetsbolag, utifrån den redovisningsmässiga teorin, kan det hävdas finnas en ytterligare kontroll av NAV per aktie, nämligen bokfört värde per aktie (hädanefter BVPS). Detta med hänsyn till att bokfört värde består av tillgångar subtraherat med skulder, båda redovisade till

verkligt värde under IFRS, vilket därmed approximativt motsvarar marknadsmässigt eget kapital och på så sätt NAV. Med dessa resonemang kan det argumenteras att BVPS teoretiskt korresponderar till NAV per aktie för svenska fastighetsbolag. Genom att beräkna NAV på två sätt och att inkludera EBITDA kan ett robust resultat på en ny marknad inom forskningsområdet ge insiktsfulla indikationer för debatten om redovisningsprinciper.

2.5. Hypoteser

Redovisning av förvaltningsfastigheter till verkligt värde enligt IAS 40 och IFRS 13 är ett försök till att reducera informationsasymmetrin eftersom information om företagets framtidssyn över fastigheterna reflekteras i dess värdering av det bestående fastighetsinnehavet. Lang och Lundholm (1996) menar att ju mer företagen avslöjar, desto fler analytiker följer företaget och ett precisare estimat av prognoserna uppnås. Vidare, med bakgrund att verkligt värde hävdas ha en starkare värderelevans än historiskt anskaffningsvärde (Magnan et al., 2015) och att det marknadsmässiga värdet reflekteras i balansräkningen när verkligt värde används (Penman, 2007), finns ytterligare anledning att tro att verkligt värde förmedlar en optimal grund för att estimera NAV. Verkligt värde borde därmed möjliggöra en mer precis estimering, vilket resulterar i den första hypotesen.

H1A: *Precisionen i NAV är högre bland analytiker som bevakar fastighetsbolag som redovisar till verkligt värde (svenska bolag), än bland analytiker som bevakar fastighetsbolag som redovisar till historiskt anskaffningsvärde (amerikanska bolag).*

I och med att NAV estimeras av analytiker och i allmänhet inte rapporteras i finansiella rapporter, i synnerhet inte i amerikanska förvaltningsfastighetsbolag, finns det därmed inget faktiskt NAV. Analytiker estimerar NAV för att sedermera estimera det fundamentala värdet på en REITs aktie (Chacon et al., 2020). Sålunda approximeras faktiskt NAV per aktie för företag *i* som marknadsvärdet av eget kapital, vilket per aktie således är aktiepriset för företag *i*.

Denna approximation kan till viss del anses vara av den arbiträra karaktären i och med att aktiepriset styrs av flertalet andra faktorer. Av möjliga alternativ till att mäta faktiskt NAV per aktie för amerikanska förvaltningsfastighetsbolag torde aktiepriset vara den närmaste uppskattningen av det fundamentala värdet för företag *i*:s substansvärde. Denna approximation används även i Liang och Riedls (2014) studie.

För svenska bolag kan andra argument dock framläggas. I teorin torde svenska förvaltningsfastighetsbolags rapporterade bokförda värden vara detsamma som NAV, i och med att de bokförda värdena de facto är verkliga värden, estimerade av företagen själva. Det finns därmed fog för att använda rapporterat BVPS som approximation för faktiskt NAV per aktie i en analys av svenska förvaltningsfastighetsbolag.

H1B: *Precisionen i NAV är högre bland analytiker som bevakar fastighetsbolag som redovisar till verkligt värde (svenska bolag), än bland analytiker som bevakar fastighetsbolag som redovisar till historiskt anskaffningsvärde (amerikanska bolag)* ***när BVPS används som skattning för NAV per aktie för svenska fastighetsbolag***.

Den andra hypotesen tar avstamp i att undersöka om det finns en effekt av IFRS 13. IASBs intention med implementeringen av det nämnda regelverket var att skapa en mer utvecklad och objektiv metod för värdering till verkligt värde. Därmed finns det anledning att tro att analytikerprecisionen för svenska fastighetsbolag har förbättrats efter 2013, vilket reflekteras i den andra hypotesen.

H2: *Precisionen bland analytiker, gällande estimeringar av svenska fastighetsbolag, har kontinuerligt förbättrats efter år 2013 då IFRS 13 infördes.*

Studiens tredje hypotes grundar sig i att redovisning till verkligt värde medför orealiserade värdejusteringar som reflekteras i resultaträkningen i enlighet med IFRS. Detta torde försvåra estimeringsprognosen för analytiker i relation till redovisning enligt historiskt anskaffningsvärde där av-, ned- och uppskrivningar istället påverkar resultaträkningen. Förvisso pekar mycket i debatten om verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde på att verkligt värde förmedlar bättre insyn i bolag och värderelevans än historiskt anskaffningsvärde, men med den oförutsägbara naturen av orealiserade justeringar för verkligt värde tros historiskt anskaffningsvärde ha en fördel för EPS-estimeringar. Vincent (1999) undersöker REITs i USA och finner att informationen EPS medför är relativt större än för andra vinstmått. Enligt Peek (2005) ökar historiskt anskaffningsvärde precisionen för analytiker gällande vinstmått, som EPS, på grund av reduceringen av osäkerhetsfaktorer och med hänsyn till resultatet i Liang och Riedls (2014) studie resulterar den tredje hypotesen enligt följande,

H3: *Precisionen i EPS är högre bland analytiker som bevakar fastighetsbolag som redovisar till historiskt anskaffningsvärde (amerikanska bolag), än bland analytiker som bevakar fastighetsbolag som redovisar till verkligt värde (svenska bolag).*

Ett av bidragen denna studie ämnar tillägga är att undersöka hur verkligt värde kontra historiskt anskaffningsvärde förhåller sig till ett resultaträkningsorienterat mått som i teorin är exkluderat från influenser av de två redovisningsprinciperna. Det vill säga, om valet av redovisningsprincip bidrar till att analytiker på ett generellt plan har ett mer informativt underlag att utgå från. Detta undersöks med vinstmåttet EBITDA, som inte påverkas utav av-, ned- eller uppskrivningar för amerikanska fastighetsbolag, eller värdejusteringar för svenska fastighetsbolag. Därmed bör det teoretiskt inte föreligga någon skillnad i analytikerprecision för detta mått mellan de två länderna, vilket förmedlar grunden till studiens fjärde hypotes.

H4: *Det råder ingen signifikant skillnad mellan svenska och amerikanska analytikers estimeringsfel avseende vinstmåttet EBITDA.*

3. Metod

I denna del beskrivs tillvägagångssättet för studien. Inledningsvis beskrivs studiens design, som följs av redogörelser av estimeringsfelmodellerna, regressionsmodellerna och de oberoende variablerna. En sammanställning och definiering av samtliga variabler återfinns i appendix 2. Därefter beskrivs t-test och slutligen förmedlas en genomgång av selekteringen vid dataurvalet.

3.1. Studiens design

En kvantitativ metodologi operationaliserar studiens ändamål och forskningsfråga; att undersöka prognostiseringsfelen i analytikers estimat genom en sambandsstudie. Med en kvantitativ studie kan mer generella slutsatser om redovisningsprincipers påverkan på utomstående intressenter, som aktieanalytiker, dras i jämförelse med en kvalitativ undersökning.

Studien bygger på en replikering av Liang och Riedls (2014) studie, där inspiration till regressionsmodellerna hämtats ifrån, samtidigt som denna studie adderar ytterligare aspekter. Dessa nya delar sammanfattas i att denna studie även undersöker om införandet av IFRS 13 medför en påverkan, inkluderar en ytterligare robusthet i NAV per aktie via BVPS, samt granskar om det föreligger en generell estimeringsskillnad mellan de två undersökta marknaderna via resultaträkningsmåttet EBITDA.

Flertalet tidigare studier har undersökt hur informationsasymmetrin påverkas av redovisning genom att mäta *bid-ask spread* eller *pris-till-bokfört värde* (Ghosh, et al., 2020; Quagli & Avallone, 2010). Få studier har till vår kännedom däremot undersökt den faktiska påverkan av informationsasymmetri mot externa parter, som analytiker och sedermera investerare, inom fastighetsbranschen. Något som inte heller frekvent undersöks är om balansräkningsinformationen från företag inkorporeras i analytikers estimat, vilket i fastighetsbranschen är en drivande faktor för analytiker att ta i beaktning.

Datamängden i studien är strukturerad som paneldata, där ena panelen motsvarar tiden, *t*, och den andra representerar en unik identifiering för företag, *i*. Paneldatastrukturen är en grund för att klarlägga ett samband mellan länders redovisningsmetod och hur väl analytiker estimerar nyckeltal för bolag, samt se effekter av IFRS 13 efter dess införande 2013. Med bakgrund till att datamängden är strukturerad som paneldata grupperas standardfeltermerna runt företagens unika identifikationsnummer för att justera för de naturliga grupperingarna och korrelationerna inom

observationerna (Veenman, 2019), i denna studies fall USA och Sverige. Fasta effekter appliceras genom att introducera en dummyvariabel för varje år i estimeringsfelsregressionerna för EPS och EBITDA och kvartalsvis i regressionerna för NAV.

Studien ämnar att endast undersöka noterade fastighetsbolag i USA och Sverige. Detta på grund av att det råder höga krav på de finansiella rapporterna, vilka analytikers estimeringar i detta omfång bygger på. Genom att undersöka prognosfelet för de tre nyckeltalen, där NAV är uppdelat i två tillvägagångssätt, över tidsperioden 2010–2020, där bolagen delas upp efter vilken land de är noterade i, kan insiktsfulla bidrag ges för såväl principsättare som investerare.

3.2. Estimeringsfelmodeller

Tillvägagångssättet för att undersöka estimeringsfel tar ansats genom en definition av de beroende variablerna för nyckeltalen, *NAV1_EF*, *NAV2_EF*, *EPS_EF* och *EBITDA_EF*.

NAV definieras som det verkliga värdet av företagets tillgångar subtraherat med skulder, vilket i en balansräkning med verkligt värde motsvarar verkligt värde av eget kapital, vilket aktiepriset approximerar i ekvation 1. Forskningen kring NAV som estimeringsfel är relativt bristfällig, vilket leder till att Liang och Riedl (2014) använder aktiepriset, mätt under tre intervall från konsensusestimatsutförandet, representativt som det faktiska värdet. I och med att inget konkret NAV rapporteras av bolagen beräknas därmed *NAV1_EF* som det absoluta värdet av konsensusestimatet kvartalsvis, $t_{1/4}$, subtraherat med aktiepriset samma datum, dividerat med konsensusestimatet kvartalsvis, $t_{1/4}$.

$$NAV1_EF_{it_{1/4}} = \left| \frac{Konsensus\ NAV_{it_{1/4}} - Aktiepris_{it_{1/4}}}{Konsensus\ NAV_{it_{1/4}}} \right| \quad (1)$$

Argument om att aktiepriset påverkas av flertalet andra faktorer och att uppskattningen därmed blir arbiträr går att lyftas fram. På så sätt, till skillnad från Liang och Riedl (2014), används ett ytterligare mått för det faktiska värdet av NAV.

I och med att svenska förvaltningsfastighetsbolag redovisar sina tillgångar, i form av fastigheter, till verkligt värde och att skulder likaså värderas till verkligt värde, skulle, med samma redovisningsmässiga teori som argumenteras för aktiepriset, istället BVPS kunna användas för svenska bolag som approximativt mått för NAV per aktie.

Den andra beroende variabeln hänförande till NAV definieras således som det absoluta värdet av estimeringsfelet, det vill säga konsensusestimatet per aktie över NAV kvartalsvis, $t_{1/4}$, subtraherat med det rapporterade bokförda värdet år *t* skalat över konsensusestimatet för NAV kvartalsvis, $t_{1/4}$.

$$NAV2_EF_{it_{1/4}} = \left| \frac{Konsensus\ NAV_{it_{1/4}} - BVPS_{it}}{Konsensus\ NAV_{it_{1/4}}} \right| \quad (2)$$

I och med att amerikanska förvaltningsfastighetsbolag inte redovisar sina tillgångar till verkligt värde är BVPS således inte en rimlig approximation för NAV per aktie. Därför beräknas NAV-estimeringsfelet för amerikanska bolag på samma sätt som i *NAV1_EF*. Det rapporterade BVPS för svenska bolag rapporteras på årsbasis. Eftersom NAV-konsensusestimaten tillhandahålls kvartalsvis hålls BVPS för år *t* konstant över kvartalet, $t_{1/4}$, retrospektivt. Exempelvis hålls BVPS, rapporterat 31 december 2020, konstant för kvartalen under 2020. Detta för att reducera volatiliteten och eventuella företeelser som kan påverka aktiepriset i de amerikanska observationerna samt för att kunna jämföra resultatet med samma antal observationer som *NAV1_EF*.

Gällande *EPS_EF* och *EBITDA_EF* definieras prognosfelet i ekvation 3 respektive 4. Detta är i linje med Liang och Riedls (2014) studie, genom att ta det absoluta värdet av konsensusestimatet subtraherat med det faktiska rapporterade nyckeltalet för företag *i* år *t* skalat med konsensusestimatet. Således används det absoluta procentuella estimeringsfelet för EPS och EBITDA.

$$EPS_EF_{it} = \left| \frac{Konsensus\ EPS_{it} - Rapporterat\ EPS_{it}}{Konsensus\ EPS_{it}} \right| \quad (3)$$

$$EBITDA_EF_{it} = \left| \frac{Konsensus\ EBITDA_{it} - Rapporterat\ EBITDA_{it}}{Konsensus\ EBITDA_{it}} \right| \quad (4)$$

Med denna studies datatillgänglighet och utformning via databasen Capital IQ visades konsensusestimaten endast över vilken period estimaten prognostiserades för, det vill säga fanns inte datum för utförandet av estimaten tillgängligt. Däremot försågs estimaten på en mer frekvent basis för NAV än EPS och EBITDA vilket möjliggjorde att fler observationer av NAV kunde utvinnas.

3.3. Regressionsmodeller

Estimeringsfelet för NAV per aktie, både med aktiepriset som skattat värde och BVPS som faktiskt värde, och för hypoteserna **H1A** och **H1B** används följande regression med *NAV1_EF* och *NAV2_EF*. Nedan innefattas båda under *NAV_EF* som beroende variabel,

$$NAV_EF_{it_{1/4}} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ANALYSTS_{it_{1/4}} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 EPS\Delta_{it} + \beta_7 US_{it_{1/4}} + \beta_8 IFRS_SWE_{it_{1/4}} + kvartal + \varepsilon_i$$

För att undersöka den andra hypotesen, **H2**, huruvida precisionen har påverkats efter införandet av IFRS 13, undersöks främst genom de två NAV-regressionerna, i och med dess koppling till verkligt värde som IFRS 13 intention var att förbättra.

För att undersöka den tredje hypotesen, **H3**, och estimeringsfelet för EPS används följande regression med *EPS_EF* som beroende variabel,

$$EPS_EF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ANALYSTS_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 EPS\Delta_{it} + \beta_7 SWE_{it} + \beta_8 IFRS_SWE_{it} + \text{år} + \varepsilon_i$$

Regressionen för den fjärde hypotesen, **H4**, är följande, med *EBITDA_EF* som beroende variabel,

$$EBITDA_EF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ANALYSTS_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BM_{it} + +\beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 EPS\Delta_{it} + \beta_7 SWE_{it} + \beta_8 IFRS_SWE_{it} + \text{år} + \varepsilon_i$$

Tre separata regressioner upprättas för samtliga regressionsmodeller med hänsyn till multikollinearitet mellan experimentvariablerna *US*, *SWE* och *IFRS_SWE*. I resultattabellerna presenteras regressionerna i följande ordning: (1) regression utan experimentell variabel, (2) regression med antingen *US* eller *SWE* som experimentell variabel och slutligen (3) med *IFRS_SWE* som experimentell variabel.

3.4. Oberoende variabler

De oberoende variablerna som presenteras nedan, $\beta_1 - \beta_8$, är definierade med inspiration ifrån Liang och Riedls (2014) studie, och är medtagna i denna studie om de visat sig vara signifikanta i *NAV_EF* och/eller *EPS_EF* i studien av Liang och Riedl, samt att de betraktas som relevanta för denna studie. Liang och Riedl påvisar att urvalet av oberoende variabler för *NAV_EF* inte har

någon tidigare forskning vilket medför att deras urval baseras på tidigare studier gjorda om *EPS_EF*.

Regressionsmodellen består av två övergripande kontrollvariabler, fyra företagsspecifika kontrollvariabler och tre experimentella variabler. Den första övergripande kontrollvariabeln i studien är *SIZE*, som utgörs av bolag *i*:s marknadsvärde 31 december år *t – 1*, med syfte att undersöka påverkan av bolagens storlek. Storleken torde vara av betydelse med hänsyn till att amerikanska fastighetsbolag generellt är större än svenska fastighetsbolag. Storlek säger dock inte allt om komplexiteten i företaget, ett mindre bolag kan i vissa hänseenden var enklare för analytiker att estimera vilket medför en ovisshet om företagets storleks direkta påverkan på analytikers estimat. Det som däremot antas ha ett negativt samband med analytikers estimeringsfel är den andra övergripande kontrollvariabeln, *ANALYSTS*, som består av antalet analytiker som publicerat en prognos för ett nyckeltal i bolag *i* tidpunkt *t*. Detta med hänsyn till att fler analytiker torde genera ett precisare konsensusestimat (Lang & Lundholm, 1996).

På en företagsspecifik nivå inkluderas kontrollvariabler för *LEV*, *BM*, *LOSS* och *EPS*Δ. Skuldsättning, *LEV*, beräknas som bolag *i*:s långsiktiga räntebärande skulder dividerat med totala tillgångar, båda för år *t – 1*. Denna kontrollvariabel inkluderas för att ta hänsyn till bolagets kapitalstruktur. *BM* står för bolag *i*:s bokvärde till marknadsvärde 31 december år *t – 1*, vilket inkluderas för att få med tillväxtmöjligheter. *LOSS* är en dummyvariabel som illustrerar om företag *i* gör förlust (Lang & Lundholm, 1996). *EPS*Δ beräknas som förändringen i EPS för bolag *i* år *t* och *t – 1* dividerat med aktiekursen för samma bolag 31 december år *t – 1*. De två sistnämnda kontrollvariablerna, *LOSS* och *EPS*Δ, är redovisningsbaserade. Samtliga företagsspecifika oberoende variabler väntas ha positiva samband med analytikers estimeringsfel på grund av att det torde vara svårare att estimera nyckeltal om det råder hög skuldsättning, högt bokfört-till-marknadsvärde, rapporterad förlust samt volatil vinst.

Studiens experimentella variabler består av tre dummyvariabler. Den första, *US*, indikerar att fastighetsbolaget är amerikanskt med 1 och 0 om det är svenskt. *US* appliceras i de två NAV-regressionerna där amerikanska analytiker förväntas ha ett större fel i prognoserna vilket skulle leda till en signifikant positiv koefficient för *US* för att ge stöd åt **H1A** och **H1B**. Den andra experimentella variabeln *IFRS_SWE* markerar observationer från svenska bolag efter 2013 med 1, till skillnad från svenska observationer innan 2013 och samtliga amerikanska observationer som

benämns med 0. Denna variabel inkluderas med anledning att undersöka om IFRS 13 har medfört en minskad informationsasymmetri mellan fastighetsbolagen och allmänheten, i detta fall analytiker, vilket reflekteras i **H2**. Den sista experimentella variabeln benämns *SWE*, som indikerar om fastighetsbolaget har sitt säte i Sverige med 1, annars 0, och således från USA. *SWE* används i regressionen för EPS och undersöker **H3**. För att stödja hypotesen bör en positiv signifikans uppvisas. I EBITDA-regressionen väntas *SWE* inte ha någon signifikant påverkan med bakgrund till **H4**.

3.5. T-test

I och med att intresset av studien ligger i en jämförelse mellan analytikers estimeringsfel i USA och Sverige är två-sidiga t-test en relevant metod att undersöka statistiska signifikanta genomsnittliga skillnader, koncentrerat på de beroende variablerna. T-testen utförs efter att hänsyn till extremvärden har tagits. För att testa om varianserna skiljer sig mellan grupperna utförs Levenes test för att undersöka eventuella skillnader mellan USA och Sverige i datamängden. Eftersom datamängden mellan USA och Sverige är asymmetrisk, i och med att fler observationer utvinns från USA, bör medianen i Levenes test användas som grundande faktor att undersöka om ett t-test med lika varians är ett signifikant verktyg (Conover et al., 1981).

3.6. Urval

I det initiala urvalet användes screeningverktyget i Capital IQ där bolag screenades utifrån tre pregnanta kriterier. Den första distinktionen var geografi där avgränsningen till en jämförelse mellan Sverige (670 888 träffar av bolag) och USA (> 1 000 000 träffar av bolag) motiveras genom att primärt belysa skillnaden i redovisningen i form av verkligt värde (Sverige) och historiskt anskaffningsvärde (USA). Genom att kontrastera USA med Sverige undersöks om Liang och Riedls (2014) resultat även håller på en mindre marknad, som ursprungligt skiljer sig från den historiska redovisningshuvudgruppen innehållande USA och Storbritannien. Möjligheten till att utföra studien på den nordiska marknaden avslogs med bakgrund till att endast ett fåtal ytterligare observationer skulle utvinnas vid ett sådant omfång då den svenska fastighetsbranschen är den största, sett till antal bolag utifrån studiens kriterier, i Norden.

Den andra avgränsningen som genomfördes med screeningverktyget i Capital IQ var branschen studien är koncentrerad kring, vilken definieras som *förvaltningsfastigheter*. En identisk definition återfinns inte under FASB, där faller förvaltningsfastigheter istället under anläggningstillgångar

(Property, Plant & Equipment). Den mest frekvent använda företagstyp som liknar IFRS definition av förvaltningsfastigheter i USA benämns REITs, vilket är branschdefinitionen som används för studiens urval gällande amerikanska bolag. Det som gör branschen unik, och intressant att undersöka, är tillgångarnas (fastigheternas) betydelse och storlek, och att världens två största principsättare, IASB och FASB, bedömer värderingen av dessa olika. I detta steg av selekteringsprocessen utvanns 55 120 fastighetsbolag i Sverige och 884 REITs i USA. Orsaken till den stora mängden svenska fastighetsbolag beror på att Capital IQ inhämtar data från en betydande andel onoterade bolag. Antalet amerikanska REITs är å andra sidan betydligt lägre än antalet svenska fastighetsbolag, vilket har att göra med att det finns specifika kriterier för att få benämna ett bolag som en REIT.

Den tredje och primära selekteringskravet är om bolaget är börsnoterat (OMX Nordic Exchange Stockholm respektive samtliga större amerikanska börser). Att fastighetsbolagen är börsnoterade är avgörande för studien med hänsyn till att aktieanalytiker är ett betydande fundament samt att information om redovisningen finns att tillgå, vilka noterade bolag har i skyldighet att presentera.

Studien undersöker analytikers prognostiseringsfel under tidslinjen 2010–2020. Avgränsningen utgörs med hänseende till att en jämförelse kan göras med Liang och Riedls (2014) resultat för åren 2002–2010. Genom den valda tidsperioden exkluderas finanskrisen 2008 med anledning av att den ekonomiska instabiliteten inte ämnas undersökas i denna studie. Den omfattande tidslinjen innefattar även implementeringen av IFRS 13 vilket är ett av studiens mål att undersöka.

Med dessa kriterier identifierades 53 svenska unika börsnoterade förvaltningsfastighetsbolag respektive 190 amerikanska REITs. Med hänsyn till att flertalet av dessa selekterade bolag är noterade på mindre börser och således har färre, eller inga, analytiker, hade en slutgiltig screeningsprocess vid detta skede varit mindre lämplig. Beroende på att ett större analytikerfölje bidrar till starkare evidens och robusthet i analytikers estimeringar (Lang & Lundholm, 1996), inkluderades endast prognoser från minst tre analytiker.

Tabell 1 – Selekteringsprocessen

Antal bolag	Geografisk avgränsning	Branschavgränsning	Börsnotering (2021)	Krav på analytikerfölje, rapporteringskrav och börsnotering år *t*	Observationer
Sverige	670 888	55 120	53	17	392
USA	>1 000 000	884	190	149	6239

Av dessa selekterade bolag erhölls samtliga datapunkter över konsensusestimatet och det faktiska, rapporterade eller approximerade (för NAV), värdet över hela tidsperioden 2010–2020 för samtliga beroende variabler. Observationer bortselekterades där bolag *i* inte rapporterade ett faktiskt värde, inte var noterade eller att färre än tre analytiker utgjorde konsensusestimatet för tidpunkt *t*. Sammantaget blev det slutgiltiga urvalet 17 unika svenska fastighetsbolag samt 149 amerikanska REITs (appendix 3 för samtliga selekterade bolag) som totalt motsvarar 6 631 verksamhetsår, där *NAV1* och *NAV2* beräknas gemensamt.

4. Empiri och analys

I denna sektion beskrivs datamängden, där deskriptiv statistik för variablerna i regressionerna presenteras. Därefter undersöks korrelationen mellan variablerna och slutligen redogörs resultaten för t-testen och regressionerna.

4.1. Deskriptiv statistik

Observationerna av NAV per aktie kunde med hänsyn till användandet av aktiepriset som skattning, och att en mer frekvent redogörelse av konsensusestimat tillhandahölls från Capital IQ, göra det möjligt att utvinna observationer kvartalsvis. Det råder emellertid en oklarhet i olika datakällor om NAV-prognoser är verkligt värde baserade. Somliga använder det bokförda substansvärdet med benämningen NAV. Därför säkerställdes att NAV-estimat från Capital IQ, som benämns *Industry NAV* specifikt för fastighetsbranschen, är baserade på verkligt värde genom bekräftelse via personlig kontakt med datautgivaren, Capital IQ (appendix 1 för bifogad uträkningsmall av NAV från Capital IQ).

Nedan presenteras den deskriptiva statistiken för *EPS_EF* (appendix 4 för resterande deskriptiv statistik över *NAV1_EF* och *NAV2_EF* samt *EBITDA_EF*). Totalt antal observationer för *EPS_EF* blev efter urvalsprocessen 984, varav 114 estimat för svenska fastighetsbolag och 870 amerikanska prognoser. Vid en närmre jämförelse med hjälp av t-test mellan Sverige och USA kan en del signifikanta skillnader påvisas.

I tabell 2 kan det bekräftas att amerikanska fastighetsföretag är signifikant större än svenska, de tenderar att ha större proportion av räntebärande skulder samt större andel bolag med förluster. De svenska fastighetsbolagen har istället ett genomsnittligt högre bokfört-till-marknadsvärde, vilket är förväntat med tanke på att svenska bolag redovisar till verkligt värde, och därmed inte skriver av fastigheterna. Detta leder till att svenska fastighetsbolag tenderar att ha en större balansomslutning. Den deskriptiva statistiken påvisar också att förändringen i EPS är större för svenska fastighetsbolag än för amerikanska. Detta indikerar, likt hypoteserna, att det bör vara svårare för analytiker som följer svenska fastighetsbolag att estimera EPS, med anledning att de orealiserade värdeförändringarna, som verkligt värde medför, gör att förändringen i EPS blir större och att förutsägbarheten i EPS därmed bör vara lägre. Detta mönster syns i respektive urval för nyckeltalen (appendix 5). I Liang och Riedls (2014) studie syns även ett liknande mönster i de oberoende variablerna mellan USA och Storbritannien.I tabell 2 åskådliggörs ett genomsnitt på

cirka sex analytiker i det totala urvalet för EPS. Tabell 2 visar även att distributionen mellan länderna är lika, med ett något högre genomsnittligt analytikerfölje för svenska bolag jämfört med amerikanska för EPS-prognoser. Detta varierar beroende på vilket nyckeltal som estimeras. I EBITDA och NAV återfinns ett signifikant större analytikerfölje för amerikanska fastighetsbolag (appendix 5).

Tabell 2 – Deskriptiv statistik

			EPS_EF		
Variabel	**N**	**Genomsnitt**	**Std. Av.**	**Min**	**Med**	**Max**
EPS_EF	984	0,27	0,36	0,00	0,12	1,38
SIZE	974	7052,49	9825,26	83,00	3537,60	101796,60
ANALYSTS	984	5,65	3,09	3,00	5,00	23,00
LEV	984	0,46	0,13	0,00	0,47	0,70
BM	974	0,55	0,30	-0,99	0,52	1,60
LOSS	984	0,11	0,31	0,00	0,00	1,00
*EPS*Δ	972	0,03	0,05	0,00	0,01	0,29
SWE	984	0,12	0,32	0,00	0,00	1,00
IFRS_SWE	984	0,09	0,28	0,00	0,00	1,00

	Sverige		**USA**	
	n = 114		n = 870	
Variabel	**Genomsnitt**	**Std. Av.**	**Genomsnitt**	**Std. Av.**
SIZE	1991,784	1445,362	7723,322***	10257,830
ANALYSTS	5,974	2,702	5,607	3,132
LEV	0,414	0,167	0,471***	0,125
BM	0,893***	0,213	0,499	0,280
LOSS	0,026	0,162	0,120***	0,325
*EPS*Δ	0,066***	0,057	0,025	0,043

Signifikansnivåer: *** p < 0,01, ** p < 0,05, *p < 0,1

För variablerna *EPS_EF* & *LEV användes winsorize*-funktionen för 95e percentilen. För *BM* & *EPS*Δ användes *winsorize*- funktionen för 99e percentilen.

4.2. Extremvärden och saknade datapunkter

I dataurvalet selekterades varje observation år *t* eller kvartal $t_{1/4}$ med avseende på om ett estimat, inom den undersökta tidsperioden, med över tre analytiker fanns att tillhandahålla för företag *i*. Således värderades det inte om data över hela tidsperioden för företag *i* fanns att tillgå vilket leder

till en ojämn paneldata för företag *i* som inte hade rapporterade och konstruerade estimat under tidsperioden och/eller estimat med färre än tre analytiker. Dessa bortfall är slumpmässiga och inga undantag gjordes mellan företagens landhärkomst. Anledningen till att segregerade verksamhetsår observerades, istället för bolag med fullständiga data, över hela tidsperioden är att bristen på svenska förvaltningsfastighetsbolagsdata skulle göra en analys ogenomförbar.

Angående de oberoende variablerna saknades ett tiotal datapunkter för de oberoende variablerna *SIZE*, *LEV*, *BM* och *EPS*Δ (appendix 4). Anledningen till det är att dessa variabler beräknas med inkludering av information från $t - 1$. För de tiotal fastighetsbolag som denna information inte är tillgänglig för beror det antingen på att bolaget inte var noterat år $t - 1$ eller att information om året saknas i databasen Capital IQ.

Extremvärden i *EPS_EF* illustreras genom spridningsdiagram i appendix 6**.** En ytterligare illustration av extremvärden i de beroende variablerna är att konsensusestimatet över EPS för *Gladstone Commercial Corporation (NasdaqGS:GOOD)* 2019 var -0,01 och det faktiska rapporterade EPS var -0,16. Den absoluta skillnaden är liten medan det procentuella estimeringsfelet blir 1 500 procent. Dessa extremvärden observeras inte i NAV då mindre tal i nämnaren inte figurerar på samma sätt.

Efter att ha studerat dataspridningen användes *winsorize*-funktionen i Stata som omvandlar extrema datapunkter i de yttre percentilerna till den specificerade percentilen. För NAV1, NAV2 samt EBITDA bedömdes de flesta extremvärden hänföras till den nittionionde percentilen. För EPS bedömdes det rimligt att använda *winsorize*-funktionen på EPS-prognosfelen i den nittiofemte percentilen. Från analytikers perspektiv är det ideala estimeringsfelet nära noll, således användes *winsorize*-funktionen endast till de övre percentilerna, det vill säga ett högt estimeringsfel.

Gällande oberoende variabler observerades extremvärden i framförallt *LEV*, *BM* och *EPS*Δ. Extremvärden i respektive variabel justerades till nittionionde alternativt nittiofemte percentilen (appendix 4).

4.3. Korrelationer

Pearsons korrelationsmatriser för samtliga regressioner presenteras i appendix 7. Resultaten visar på att det finns en stark positiv korrelation mellan *SWE* och *IFRS_SWE* samt en stark negativ korrelation mellan *US* och *IFRS_SWE*. Detta var väntat med hänsyn till att IFRS 13 endast

appliceras på fastighetsbolag efter 2013 som följer IFRS, vilket i denna studie enbart gäller de svenska fastighetsbolagen. Inga andra variabler innehar en korrelation över den kritiska gränsen 0,8. Angående multikollinearitet betraktas detta inte som ett problem, eftersom samtliga variabler, *SWE*, *US* eller *IFRS_SWE* utförs i separata regressioner.

I samtliga korrelationsmatriser demonstreras att det föreligger en negativ signifikant korrelation mellan *SIZE* och *BM*, vilket indikerar att ju större ett fastighetsbolag är mätt i börsvärde, desto högre värderat är det. Likaså visar alla korrelationsmatriser att en negativ signifikant korrelation råder mellan *SIZE* och *EPS*Δ. Detta visar på en indikation att större fastighetsbolag ser en mindre förändring i EPS på årsbasis. Resultaten antyder också en positiv signifikant korrelation mellan *SIZE* och *US* samt en negativ signifikant korrelation mellan *SIZE* och *SWE*, vilket bekräftar att amerikanska fastighetsbolag generellt är större än svenska fastighetsbolag.

4.4. Jämförelse av genomsnittligt estimeringsfel

I tabell 3 nedan presenteras t-testens resultat av jämförelsen i medelvärdet mellan USA och Sverige.

Tabell 3 – T-test

	Sverige		**USA**		***Levenes test***
Variabel	**Genomsnitt**	**Std. Av.**	**Genomsnitt**	**Std. Av.**	***Median Pr > F ≤ 0,05***
NAV1_EF	0,127	0,109	**0,142***	0,122	Nej
NAV2_EF	0,097	0,068	**0,142*****	0,122	Ja
EPS_EF	**0,328****	0,272	0,258	0,364	Nej
EBITDA_EF	0,039	0,067	0,038	0,063	Nej

Signifikansnivåer: *** p < 0,01, ** p < 0,05, *p < 0,1

Gällande t-testet för *NAV1_EF* indikeras en skillnad, att estimeringsfel för svenska fastighetsbolag är mindre än för amerikanska fastighetsbolag, till en signifikansnivå av tio procent. Likaså i t-testet för *NAV2_EF*, i vilket BVPS används istället för aktiekursen för de svenska fastighetsbolagen, antyds en skillnad till en enprocentig signifikansnivå att svenska fastighetsbolag har ett lägre estimeringsfel än amerikanska fastighetsbolag. Med detta förmedlas stöd för hypotes **H1A** respektive **H1B**, som framhåller att redovisning till verkligt värde genererar bättre underlag för analytiker att göra prognoser för NAV än historiskt anskaffningsvärde, när NAV per aktie jämförs

mot aktiekursen respektive BVPS. Med anledning att Levenes test påvisar att ländernas median för *NAV2_EF* är signifikant skilda utförs ett t-test med olika varianser, vilket reducerar frihetsgraderna men påverkar inte resultatets signifikans.

I t-testet för *EPS_EF* noteras att det genomsnittliga estimeringsfelet för svenska fastighetsbolag är större än för amerikanska fastighetsbolag till en femprocentig signifikansnivå. Detta förmedlar stöd till **H3**, det vill säga att analytiker som följer fastighetsbolag som rapporterar till historiskt anskaffningsvärde (amerikanska) har ett lägre estimeringsfel än fastighetsbolag som redovisar till verkligt värde (svenska).

T-testet över EBITDA-estimeringsfelprognoser påvisar att det inte föreligger en signifikant skillnad mellan estimeringsfelen, vilket förmedlar stöd till **H4**. Detta med bakgrund att ett mått som inte påverkas av verkligt värde kontra historiskt anskaffningsvärde bör indikera att analytiker har liknande estimeringsprecision. Det är även intressant att medelvärdet för USA (3,8 %) och Sverige (3,9 %) inte endast är nästintill identiska utan även att estimeringsfelen över EBITDA generellt är små.

4.5. Regressionsresultat

Regressioner har upprättats för *NAV1_EF*, *NAV2_EF EPS_EF* och *EBITDA_EF* med de oberoende variablerna samt med de experimentella variablerna *SWE*, *US* och *IFRS_SWE*, resultaten presenteras i tabell 4 och 5.

4.5.1. NAV1_EF

Regressionen för *NAV1_EF* påvisar en positiv koefficient för *LOSS* till en signifikansnivå av 1 %. Med detta antyds att om ett bolag gör förlust, ökar estimeringsfelet. Regressionerna genererar också en negativ koefficient för *ANALYSTS* till en signifikansnivå av 5 %, vilket antyder att ett högre antal analytiker medför ett mindre estimeringsfel.

4.5.2. NAV2_EF

Den andra regressionen för estimeringsfel i NAV, *NAV2_EF*, indikerar likt den första, *NAV1_EF*, en signifikant negativ koefficient för *ANALYSTS* till en nivå av 5 %. *LOSS* genererar en positiv koefficient, till en signifikansnivå av 1 %, när experimentella variabler tilläggs. Till skillnad från den första regressionen för estimeringsfel i *NAV1_EF*, är *US* signifikant positivt, till en nivå av 1 %, vilket indikerar att analytiker som följer amerikanska fastighetsbolag gör större estimeringsfel

i NAV än analytiker som följer svenska fastighetsbolag. Detta förmedlar stöd till **H1B**. En signifikant negativ koefficient för *IFRS_SWE* observeras till en signifikansnivå av 1 %. Den negativa koefficienten för *IFRS_SWE* indikerar att estimeringsfelet minskar med 5,2 % för svenska förvaltningsfastighetsbolag efter 2013. Huruvida det implicerar att IFRS 13 har en signifikant påverkan är dock svårt att avgöra med de få observationer från svenska fastighetsbolag innan 2013 denna studie förmedlar. Däremot kan en succesiv minskning i procentenheter av estimeringsfelet för svenska förvaltningsfastighetsbolag observeras i appendix 8. Emellertid kan dock ingen slutsats dras om analytikerprecisionen har förbättrats efter införandet av IFRS 13.

Tabell 4 – Regressionsresultat för NAV1 och NAV2

		NAV1_EF								
			(1)			(2)			(3)	
Variabel	**Est. Tecken**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**
Konstant	?	0,126***	-3,770	0,000	0,107***	-2,941	0,004	0,125***	-3,751	0,000
SIZE	+ / –	0,000	-0,349	0,728	0,000	-0,419	0,676	0,000	-0,401	0,689
ANALYSTS	–	-0,003**	(-2,373)	0,019	-0,003**	(-2,461)	0,015	-0,003**	(-2,438)	0,016
LEV	+	0,016	-0,410	0,682	0,016	-0,394	0,694	0,016	-0,393	0,695
BM	+	0,000	(-0,018)	0,986	0,003	-0,161	0,872	0,002	-0,115	0,908
LOSS	+	0,045***	-4,249	0,000	0,043***	-4,051	0,000	0,044***	-4,099	0,000
EPSΔ	+	0,099	-0,992	0,323	0,119	-1,160	0,248	0,114	-1,124	0,263
US	+				0,018	-1,164	0,246			
IFRS_SWE	?							-0,014	(-0,918)	0,360
R^2			0,166			0,167			0,166	
Fasta efffekter			År			År			År	
		NAV2_EF								
			(1)			(2)			(3)	
Variabel	**Est. Tecken**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**
Konstant	?	0,123***	-3,663	0,000	0,074**	-2,145	0,034	0,121***	-3,623	0,000
SIZE	+ / –	0,000	-0,251	0,802	0,000	-0,445	0,657	0,000	-0,448	0,655
ANALYSTS	–	-0,003**	(-2,056)	0,042	-0,003**	(-2,406)	0,017	-0,003**	(-2,433)	0,016
LEV	+	0,025	-0,633	0,528	0,023	-0,596	0,552	0,023	-0,576	0,566
BM	+	-0,004	(-0,207)	0,836	0,005	-0,266	0,791	0,005	-0,273	0,786
LOSS	+	0,048***	-4,479	0,000	0,043***	-3,994	0,000	0,042***	-3,972	0,000
EPSΔ	+	0,023	-0,224	0,823	0,074	-0,745	0,457	0,077	-0,771	0,442
US	+				**0,047*** **	**-4,301**	**0,000**			
IFRS_SWE	?							**-0,052*** **	**(-5,039)**	**0,000**
R^2			0,166			0,171			0,172	
Fasta efffekter			År			År			År	

Robusta t-statistiska i paranteser.
Signifikansnivåer: *** p < 0,01, ** p < 0,05, *p < 0,1

4.5.3. EPS_EF

För *EPS_EF* noteras en signifikant positiv koefficient för *SWE* till en nivå av 10 %, vilket indikerar att analytiker till svenska fastighetsbolag har ett högre estimeringsfel på EPS än analytiker som följer amerikanska fastighetsbolag, vilket antyder ytterligare stöd till **H3**. För samtliga tre

regressionerna för *EPS_EF*, det vill säga utan en experimentell variabel, med *SWE*, och med *IFRS_13*, indikeras en signifikant positiv koefficient för *LOSS* till en nivå av 1 %. Vidare indikerar regressionerna för *EPS_EF* att *SIZE*, till en signifikansnivå av 1 %, är en negativ koefficient, vilket påvisar att ju större ett bolag är, desto mindre blir estimeringsfelet.

4.5.4. EBITDA_EF

I regressionen *EBITDA_EF* genereras en signifikant positiv koefficient för *LOSS* till 1 % och för *BM* till 5 % i samtliga regressionsmodellerna. En signifikant negativ koefficient för *ANALYSTS* noteras också till en signifikansnivå av 5 %. Slutligen medföljer ingen signifikant koefficient för *SWE*, vilket förmedlar stöd till **H4**.

Tabell 5 – Regressionsresultat för EPS och EBITDA

		EPS_EF								
			(1)			(2)			(3)	
Variabel	**Est. Tecken**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**
Konstant	?	0,074	-0,905	0,367	0,096	-1,170	0,244	0,080	-0,966	0,336
SIZE	+ / –	-0,000***	(-3,156)	0,002	-0,000***	(-2,736)	0,007	-0,000***	(-3,017)	0,003
ANALYSTS	–	0,000	-0,072	0,943	-0,002	(-0,329)	0,742	0,000	-0,002	0,999
LEV	+	0,158	-1,339	0,183	0,167	-1,573	0,118	0,162	-1,415	0,159
BM	+	0,029	-0,618	0,538	-0,008	(-0,154)	0,878	0,020	-0,397	0,692
LOSS	+	0,161***	-2,774	0,006	0,182***	-3,065	0,003	0,166***	-2,829	0,005
*EPS*Δ	+	0,047	-0,150	0,881	-0,071	(-0,234)	0,815	0,020	-0,063	0,949
SWE	+				**0,084***	**-1,844**	**0,067**			
IFRS_SWE	?							0,031	-0,752	0,453
R^2			0,064			0,068			0,064	
Fasta efffekter			År			År			År	
		EBITDA_EF								
			(1)			(2)			(3)	
Variabel	**Est. Tecken**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**	**Koeff.**	**t-stat**	**p-värde**
Konstant	?	0,066***	-3,328	0,001	0,066***	-3,330	0,001	-0,001	(-0,063)	0,950
SIZE	+ / –	0,000	-0,927	0,355	0,000	-0,948	0,344	0,000	-0,928	0,355
ANALYSTS	–	-0,001**	(-2,042)	0,043	-0,001**	(-2,102)	0,037	-0,001**	(-2,058)	0,041
LEV	+	-0,015	(-0,855)	0,394	-0,015	(-0,861)	0,391	-0,015	(-0,850)	0,397
BM	+	0,021**	-2,188	0,030	0,023**	-2,336	0,021	0,021**	-2,209	0,029
LOSS	+	0,025***	-3,486	0,001	0,023***	-3,371	0,001	0,024***	-3,548	0,001
*EPS*Δ	+	-0,024	(-0,564)	0,574	-0,016	(-0,389)	0,698	-0,023	(-0,567)	0,572
SWE	?				-0,007	(-0,611)	0,542			
IFRS_SWE	?							-0,001	(-0,063)	0,950
R^2			0,067			0,068			0,067	
Fasta efffekter			År			År			År	

Robusta t-statistiska i paranteser.
Signifikansnivåer: *** p < 0,01, ** p < 0,05, *p < 0,1

5. Diskussion

Nedan diskuteras och analyseras resultaten, vilka indikationer hypoteserna ger och vilka ekonomiska konsekvenser det kan medföra. Studiens robusthet och känslighet undersöks och sätts i förhållande till tidigare studier.

5.1. Diskussion av resultaten

H1A och **H1B** hävdar att estimeringsfelet i NAV för analytiker som följer svenska fastighetsbolag bör vara lägre än prognosfelet för den amerikanska motparten. Skillnaden mellan dessa är att **H1A** kontrollerar estimeringarna för svenska fastighetsbolag med aktiekursen, medan **H1B** utgår från BVPS.

För **H1A** utläses inga signifikanta resultat, i regressionen för NAV med aktiekurs som kontroll, som stödjer hypotesen. Däremot genererar t-testet att analytiker som följer amerikanska fastighetsbolag har ett större estimeringsfel till en signifikansnivå av 10 %, där prognosfelet på svenska fastighetsbolag (i genomsnitt 12,7 %) är lägre än för amerikanska (i genomsnitt 14,2 %). På så vis indikeras, på en relativt hög signifikansnivå, att verkligt värde förmedlar ett bättre underlag än historiskt anskaffningsvärde för analytiker att göra prognoser för NAV. Med anledning att denna modell utgår från aktiekurs som kontroll, indikeras likaså stöd för att värderelevansen är större för verkligt värde, än vad den är för historiskt anskaffningsvärde, vilket överensstämmer med studien av Magnan et al., (2015). Detta indikeras däremot enbart från t-testet.

Gällande **H1B**, regressionen för NAV med BVPS som kontroll, generar till skillnad från regressionen för NAV med aktiekursen som kontroll, en positiv koefficient för *US* till en signifikansnivå av 1 %, vilket indikerar att analytikerprecisionen bland svenska fastighetsbolag är högre än amerikanska fastighetsbolag. Det ger även stöd för denna studies tilläggande faktor, att BVPS bör motsvara NAV. Det illustreras med de minskade prognosfelen när BVPS används som skattning för NAV per aktie, vilket kan betraktas som naturligt från ett redovisningsteoretiskt perspektiv.

Indikationerna som erhålls från regressionerna för analytikerprecision för NAV är av liknande karaktär till resultaten som Liang och Riedl (2014) konkluderar. En intressant skillnad mellan studierna, i relation till estimeringsfel i NAV, är att denna studie, som tittar på en tidsperiod senare än Liang och Riedl, observerar att estimeringsfelen för NAV i allmänhet har sjunkit. Liang och

Riedl använder en annan tidshorisont för NAV-estimat och fokuserar på skillnader mellan krisperioder och icke-krisperioder. Det lägsta sammanställda estimeringsfelet (*NAV_FE_90*, icke-krisperiod i deras studie) som observeras för analytiker som följer amerikanska fastighetsbolag är i genomsnitt på 17,9 %. I denna studie erhålls istället ett genomsnittligt estimeringsfel för analytiker som följer amerikanska fastighetsbolag på 14,4 %. Detsamma observeras för studiernas val av nation som använder verkligt värde som redovisningsprincip; för analytiker som följer brittiska fastighetsbolag i Liang och Riedls studie, är det lägsta estimeringsfelet (*NAV_FE_90*, icke-krisperiod) i genomsnitt 14,3 %, medan det i denna studie för analytiker som följer svenska fastighetsbolag är 12,7 % i genomsnitt med aktiepriset som skattning och 9,7 % med BVPS som skattning för NAV. Därmed påvisas indikationer om att estimeringsfel för NAV generellt har minskat.

H2 argumenterar att analytikerprecisionen för svenska fastighetsbolag i allmänhet har förbättrats, i synnerhet efter införandet av IFRS 13, med hänsyn till att regelverket ämnade att minska godtyckligheten i värderingar till verkligt värde. Huruvida något stöd förmedlas för att IFRS 13 har medfört bättre precision hos svenska analytiker eller inte är svårt att avgöra då samma signifikansnivå för *IFRS_SWE* påvisas i båda regressionerna för NAV. Därmed kan detta inte betraktas som konkret stöd för att analytikerprecisionen har förbättrats efter IFRS 13, men i appendix 8 illustreras hur precisionen har förändrats mätt på årsbasis under undersökningsperioden. Genom att endast studera utvecklingen kan det fastslås att ett mindre estimeringsfel för svenska fastighetsbolag antyds efter 2013, illustrerat med minskningen med 3,6 procentenheter mellan 2013 och 2014 samt en minskning av 5,9 procentenheter året därefter. Den ackumulerade procentenhetsförändringen efter 2013 observeras till -4,9 procentenheters minskning i estimeringsfelet för NAV, med BVPS som faktiskt NAV per aktie. Däremot kan inga signifikanta slutsatser dras eftersom för få observationer utvinns innan 2013 för svenska fastighetsbolag (16 stycken), **H2** kan därmed varken bekräftas eller förkastas utan vidare studier.

H3 framhåller att analytikerprecisionen för EPS rimligen bör vara större för amerikanska fastighetsbolag i jämförelse med svenska fastighetsbolag. Resonemanget till detta grundas i att värdeförändringar i förvaltningsfastigheter bör vara svårare för en analytiker att estimera än av-, ned-, och uppskrivningar. I regressionen för EPS antyds att analytiker för amerikanska fastighetsbolag har bättre precision än analytiker för svenska fastighetsbolag, dock endast till en

signifikansnivå av 10 %. I t-testet påvisas en skillnad att svenska fastighetsbolag har ett större fel i prognoserna för EPS, signifikant till 5 %. Indikationerna för denna hypotes är i linje med vad Liang och Riedl (2014) erhåller i deras studie och **H3** kan bekräftas till en signifikansnivå av minst 10 %.

H4 hävdar att det inte bör föreligga någon signifikant skillnad i estimeringsfel för EBITDA från analytiker för svenska respektive amerikanska fastighetsbolag. Orsaken till denna hypotes är att EBITDA inte påverkas av värdejusteringar eller av-, ned-, eller uppskrivningar. Regressionen för EBITDA indikerar att hypotesen är korrekt, vilket även visas i t-testet med en genomsnittlig skillnad mellan länderna på endast 0,1 procentenheter, vilket är i linje med vår hypotes. Därmed förmedlas tydliga indikationer att analytikerförmågan inte skiljer sig mellan de undersökta länderna.

Sammantaget visar hypoteserna, och resultaten för dem, en uppdelning av analytikerprecision. Stöd förmedlas för att verkligt värde genererar ett bättre underlag för NAV, som i större utsträckning förhåller sig mot marknadsmässiga värden, medan stöd genereras för att EPS estimeras bättre med historiskt anskaffningsvärde. Regressionen för EBITDA visar istället att det inte föreligger någon betydlig skillnad i analytikerprecision för EBITDA mellan länderna och därmed redovisningsprinciperna; i genomsnitt är estimeringsfelet från analytiker som följer svenska fastighetsbolag 3,9 %, medan det från analytiker som följer amerikanska fastighetsbolag uppgår till 3,8 %. EBITDA betraktas vara en närliggande approximation till kassaflödesmässig lönsamhet, vilket, likt den redovisningsmässiga lönsamheten, exempelvis EPS, påvisar ett bolags ekonomiska hälsa. Med detta som bakgrund kan verkligt värde betraktas som ett fördelaktigt alternativ, gällande redovisningsprinciper. Allmänheten får en större insyn i bolagens verksamhet i relation till historiskt anskaffningsvärde, vilket indikeras av denna studie och resoneras fram till via Famas (1970) tre nivåer av informationsdelmängder, och förutsägbarheten i den kassamässiga lönsamheten komprimeras inte. Å andra sidan föreligger fortfarande att verkligt värde indikeras komprimera förutsägbarheten i den redovisningsmässiga lönsamheten, vilket onekligen är problematiskt.

5.2. Indikationer kring informationsasymmetri

Resonemangen gällande valet av redovisningsprincip grundar sig i en avvägning mellan tillförlitlighet och värderelevans. Våra resultat indikerar att NAV prognostiseras bättre av svenska

analytiker och på så sätt att verkligt värde är att föredra i jämförelse med historiskt anskaffningsvärde. Verkligt värde kan sägas minska informationsasymmetrin mellan företag och analytiker och därmed bidra till värdefullare rekommendationer för allmänheten och således mer underbyggda ekonomiska beslut. Däremot, konsekvensen av de mer värderelevanta aspekterna som verkligt värde skapar, med värdejusteringar, är att vinstmått som EPS blir svårare att estimera. Därmed kan historiskt anskaffningsvärde, med dess mer förutsägbara avskrivningar, betraktas som den mer tillförlitliga redovisningsprincipen. Vad som värderas högst blir således ett val beslutsfattarna, i FASB och IASB, gör. Denna studie bekräftar endast vad redovisningsprinciperna kan medföra för ekonomiska konsekvenser hos intressenter som analytiker och investerare.

En vidare tolkning av informationsasymmetrin i sig är av denna studie svår att göra då fundamentala instrument, likt *bid-ask-spread*, som används i tidigare studier som fokuserar på informationsasymmetrin, är utanför denna studies ramar.

5.3. Robust- och känslighetsanalys

En av denna studies beståndsdelar är att den till viss del förmedlar stöd för Liang och Riedls (2014) resultat från tidsperioden 2002 – 2010, samt adderar aspekter som inte nämns eller undersöks i studien av Liang och Riedl.

För det första utgör avgränsningen till minst tre analytiker för varje observation en robust grund för konsensusestimaten och jämförelsen mellan länderna. I slutändan erhölls konsensusestimat från mellan fyra och sex analytiker för svenska fastighetsbolag. Detta kan jämföras med Liang och Riedls (2014) genomsnitt på drygt två analytiker per brittiskt fastighetsbolag. Denna studies ökade analytikerantal torde generera en mer robust konsensusanalys i enlighet Lang och Lundholm (1996), det vill säga att fler analytiker bidrar till ett precisare estimat.

Ytterligare en aspekt denna studie tar upp, skiljt från Liang och Riedl (2014), är att undersöka skillnaderna mellan analytikers individuella förmåga. I och med att EPS och NAV är två mått riktade till fördel respektive nackdel för respektive redovisningsprincip, är inkluderandet av EBITDA en typ av kontroll för analytikers generella förmåga. Resultaten för EBITDA förmedlar ingen generell slutsats för att analytikerprecisionen i de undersökta länderna är ungefärligt likadan, med anledning att endast ett mått undersöks. Däremot kan vissa indikationer påvisas med hänsyn till att estimeringsfelen nästintill är identiska (3,9 % för svenska bolag respektive 3,8 % för amerikanska).

Mellan de svenska och amerikanska fastighetsbolagen föreligger en betydande skillnad i storlek, förlust, bokfört-till-marknadsvärde, räntebärande skulder och i vissa fall analytikerfölje. Dessa skillnader iakttas genom att inkludera respektive som oberoende variabel, för att undersöka deras effekt. Vidare råder det en skillnad mellan länderna avseende antal observationer; fastighetsbolagen är betydligt fler i antal i USA än i Sverige, vilket orsakar att antalet observationer för amerikanska fastighetsbolag är fler än för svenska fastighetsbolag. Detta betraktas inte som problematiskt med anledning att antalet observationer för svenska fastighetsbolag sammanlagt är 392, vilket bör anses vara ett tillräckligt omfattande urval. Dessutom utgår Liang och Riedls (2014) studie utifrån amerikanska och brittiska fastighetsbolag, vilket medför en liknande struktur av observationer; de amerikanska fastighetsbolagen utgör majoriteten av observationerna. Med detta som grund anses de strukturella skillnaderna mellan svenska och amerikanska fastighetsbolag inte som problematiskt vid utförandet av studien.

Inkluderandet av två mått i NAV-prognoserna undersöker känsligheten i en av studiens kritiska delar, kontrollen av estimeringsfelen i NAV. Liang och Riedl (2014) använder aktiepriset mätt under tre tidshorisonter för att undersöka känsligheten i måttet. Denna studie tillägger en aspekt baserat på den redovisningsmässiga teorin där verkligt värde, som används i uträknandet av NAV, för svenska bolag teoretiskt borde motsvara BVPS. Detta undersöks i denna studie och bekräftar teorin och påvisar ett mer precist estimat för svenska analytiker när BVPS används som skattning för NAV per aktie.

5.4. Analys av undersökningsmetod

I följande avsnitt diskuteras studiens undersökningsmetods validitet, reliabilitet och generaliserbarhet.

5.4.1. Validitet

Studiens validitet avser hur väl studien undersöker vad den ämnar mäta. Med avseende på att studiens fokusmått, NAV och EPS, är såväl använda i tidigare forskning som etablerade i fastighetsbranschen, anses validiteten vara hög. Förvisso, som diskuterat i tidigare avsnitt, är skattningen av NAV per aktie något arbiträr, men eftersom två kontroller av NAV per aktie används i studien, dels aktiepriset som används av Liang och Riedl (2014) samt dels BVPS som teoretiskt bör motsvara NAV per aktie, betraktas detta inte komprimera validiteten. EBITDA påverkar likaså validiteten, vilket å ena sidan argumenteras höja validiteten då det försäkrar att

studien undersöker estimeringsfel efter redovisningsprinciper och inte efter analytikers skicklighet. Å andra sidan kan EBITDA vara till nackdel för validiteten med anledning att måttet av vår kännedom inte används i tidigare liknande forskning. Däremot tyder resultaten, i form av att estimeringsfelen i EBITDA inte skiljer sig markant, på att måttet uppfyller sitt syfte i studien. Undersökningen av IFRS 13 besitter i denna studie låg validitet med anledning att få observationer erhålls innan införandet, vilket medför att inga starka slutsatser kan dras.

5.4.2. Reliabilitet

Reliabiliteten i studien är relativt hög med avseende på att det noga redogörs hur data insamlas från en tillförlitlig datakälla, Capital IQ, samt hur metoden därefter genomförs. Med hänsyn till att datamängden vi använder är objektiv och historisk förändras inte den data studien använder vilket förmedlar hög reliabilitet. Litteraturen studien är uppbyggd av är refererad till välkända journaler inom respektive område från senare år och även mer underbyggda klassiska teorier. Det som däremot kan påverka reliabiliteten negativt är att datapunkterna hämtas in, och beräknas, manuellt, vilket potentiellt medför fel orsakade av den mänskliga faktorn. Överlag anser vi att studien är replikerbar till en hög grad med bakgrund till resonemangen ovan och att studien i grunden är en replikering av Liang och Riedl (2014).

5.4.3. Generaliserbarhet

Studien inkluderar samtliga noterade förvaltningsfastighetsbolag i Sverige och REITs i USA med estimat av minst tre analytiker vilket gör att studien kan generaliseras för fastighetsbranschen i Sverige och USA. Däremot kan inga vidare generella implikationer dras på andra branscher eller tillgångar. Utifrån studiens omfång och tidsperiod kan inte heller allmänna slutsatser erhållas för andra jurisdiktioner, då nationella redovisningsregler kan spela roll, eller andra tidsperioder.

6. Slutsats

Denna studie undersöker huruvida analytikers prognosförmåga påverkas beroende på huruvida det undersökta bolaget redovisar sina tillgångar till verkligt värde eller historiskt anskaffningsvärde. Ämnet är av intresse sett till den pågående debatten om vilken redovisningsprincip som är att föredra, och det faktum att världens två ledande principsättare, IASB och FASB, till viss del bedömer denna fråga olika. Branschen studien inriktar sig mot är förvaltningsfastighetsbolag då detta dilemma åskådliggörs genom att fastighetsbolag i USA, som följer FASB, redovisar fastigheter till historiskt anskaffningsvärde, och Sverige, som följer IASBs regelverk IFRS, där förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde. Skillnader i analytikers estimeringsfel mellan dessa två länder undersöks under tidsperioden 2010–2020, vilket tar vid efter Liang och Riedls (2014) liknande studies undersökningsperiod 2002–2010.

Denna redovisningsmässiga skillnad avspeglas i balansräkningen för verkligt värde genom att förvaltningsfastigheter tas upp till marknadsmässiga värden, korrigerade med värdejusteringar, istället för av-, ned- eller uppskrivningar. Detta bidrar till att balansräkningen för företag som redovisar fastigheter till verkligt värde torde förenkla analytikers prognoser över balansräkningsmått som NAV. Å andra sidan bör historiskt anskaffningsvärde, som genomför årliga och därmed mer förutsägbara av-, ned- eller uppskrivningar, generera ett bättre underlag för resultaträkningsmått, som EPS, för analytiker. Dessa argument, tillsammans med påverkan av införandet av IFRS 13 och det opåverkade måttet EBITDA, i relation till verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde, utgör studiens hypoteser.

Vi kan till viss del bekräfta hypoteserna genom att påvisa ett större estimeringsfel hos svenska analytiker i prognoser för EPS, samt att svenska analytiker estimerar NAV mer precist och att signaler visar att IFRS 13 tenderar att reducera prognosfelen ytterligare. Resultaten från t-tester, och till viss del regressioner, visar att en skillnad mellan både EPS och NAV är signifikant i linje med hypotesernas riktningar, samt att ingen skillnad råder i EBITDA mellan länderna.

Överlag bidrar vi genom att replikera studien av Liang och Riedl (2014). Detta görs med adderade aspekter som kontroll av en annan marknad, Sverige istället för Storbritannien, samt hur NAV kan mätas och att det, utan påverkan från redovisningsprinciper, tenderar att inte föreligga en prestationsbaserad skillnad mellan länderna, mätt med EBITDA.

Det finns dock en del begränsningar med studien. För det första undersöks endast problematiken med skilda redovisningsprinciper mellan två olika länder, vilket leder till ett lägre antal observationer och därmed lägre signifikans. För det andra är estimeringsfelen av NAV till viss del en arbiträr metod med hänsyn till att inget faktiskt NAV kan observeras. Avslutningsvis observerar denna studie enbart en bransch, fastighetsbranschen, vilket minskar generaliserbarheten med resultaten.

6.1. Framtida forskning

För framtida forskning skulle vidare undersökning i denna studies huvudområde (analytikerprecision i NAV och EPS för verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde) kunna utvecklas genom att fokusera på andra geografiska områden, eller till en större omfattning. Till exempel skulle alla nationer som applicerar IFRS istället för enbart Sverige undersökas och även andra branscher som exempelvis skogsindustrin. Likaså kan andra/fler resultaträknings- och/eller balansräkningsmått inkluderas för att få en djupare insikt. Att även genomföra en kvalitativ studie som undersöker preferenserna hos analytiker och investerare gällande vilken redovisningsprincip som dessa föredrar skulle ge intressanta indikationer.

En ytterligare intressant vinkel att studera vidare är utifrån ett utilitaristiskt perspektiv. Utifrån studiens resultat observeras högre precision för EPS med historiskt anskaffningsvärde, vilket i förlängningen antyder en större insikt gällande resultat, som ligger till grund för utdelningar. Å andra sidan förmedlas att verkligt värde genererar högre precision för NAV, vilket betraktas ge större insyn i bolagens värde och således fundamentala verksamhet. Därmed skulle det vara intressant att undersöka vilken redovisningsprincip som förmedlar störst nytta för investerare och andra intressenter.

Gällande denna studies mer understödjande område skulle forskning i påverkan av IFRS 13, med utgångspunkt i denna studies metodik, utgöra ett högst intressant fokusområde. Vidare noteras i denna studie att verkligt värde och historiskt anskaffningsvärde inte stödjs att direkt påverka analytikerprecision i mått som inte influeras av avskrivningar eller värdejusteringar, det vill säga EBITDA. Framtida forskning i vad som kan påverka analytikerprecision i ett mått som EBITDA skulle därmed likaså vara av högsta intresse.

Referenser

Akerlof, G.A. 1970, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly journal of economics,* vol. 84, no. 3, pp. 488-500.

Ayres, D., Huang, X. & Myring, M. 2017, "Fair Value Accounting and Analyst Forecast Accuracy", *Advances in Accounting,* vol. 37, pp. 58-70.

Barth, M.E. 2007, "Standard-setting Measurement Issues and the Relevance of Research", *Accounting and Business Research,* vol. 37, pp. 7-15.

Barth, M.E., Beaver, W.H. & Landsman, W.R. 2001, "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 31, no. 1, pp. 77-104.

Barth, M.E., Landsman, W.R., Lang, M. & Williams, C. 2012, "Are IFRS-based and US GAAP-Based Accounting Amounts Comparable?", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 54, no. 1, pp. 68-93.

Behn, B.K., Jong-Hag Choi & Kang, T. 2008, "Audit Quality and Properties of Analyst Earnings Forecasts", *The Accounting Review,* vol. 83, no. 2, pp. 327-349.

Blecher, C. 2019, "The Influence of Uncertainty on the Standard-setting Decision Between Fair Value and Historical Cost Accounting under Asymmetric Information", *Review of Quantitative Finance and Accounting,* vol. 53, no. 1, pp. 47-72.

Chacon, R.G., French, D.W. & Pukthuanthong, K. 2020, "The Information Content of NAV Estimates", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*.

Christensen, H.B. & Nikolaev, V.V. 2013, "Does Fair Value Accounting for Non-financial Assets Pass the Market Test?", *Review of Accounting Studies,* vol. 18, no. 3, pp. 734-775.

Clement, M.B. 1999, "Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources, and Portfolio Complexity Matter?", *Journal of Accounting & Economics,* vol. 27, no. 3, pp. 285-303.

Conover, W.J., Johnson, M.E. & Johnson, M.M. 1981, "A Comparative Study of Tests for Homogeneity of Variances, with Applications to the Outer Continental Shelf Bidding Data", *Technometrics,* vol. 23, no. 4, pp. 351-361.

Fama, E.F. 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance (New York),* vol. 25, no. 2, pp. 383-417.

Ghosh, C., Liang, M. & Petrova, M.T. 2020, "The Effect of Fair Value Method Adoption: Evidence from Real Estate Firms in the EU", *Journal of Real Estate Finance and Economics,* vol. 60, no. 1-2, pp. 205-237.

Healy, P.M. & Palepu, K.G. 2001, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics,* vol. 31, no. 1, pp. 405-440.

Johansson, C., Johansson, R., Marton, J. & Pautsch, G. 2017, *Extern redovisning,* Sanoma utbildning, Stockholm.

Kang, S. & Zhao, Y. 2010, "Information Content and Value Relevance of Depreciation: A Cross-Industry Analysis", *The Accounting Review,* vol. 85, no. 1, pp. 227-260.

Lang, M.H. & Lundholm, R.J. 1996, "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *The Accounting Review,* vol. 71, no. 4, pp. 467-492.

Laux, C. & Leuz, C. 2009, "The Crisis of Fair-value Accounting: Making Sense of the Recent Debate", *Accounting, Organizations and Society,* vol. 34, no. 6-7, pp. 826-834.

Liang, L. & Riedl, E.J. 2014, "The Effect of Fair Value versus Historical Cost Reporting Model on Analyst Forecast Accuracy", *The Accounting Review,* vol. 89, no. 3, pp. 1151-1177.

Littleton, A.C. 1935, "Value or Cost", *The Accounting Review,* vol. 10, no. 3, pp. 269.

Magnan, M., Menini, A. & Parbonetti, A. 2015, "Fair Value Accounting: Information or Confusion for Financial Markets?", *Review of Accounting Studies,* vol. 20, no. 1, pp. 559-591.

McDonough, R.P. & Shakespeare, C.M. 2015, "Fair Value Measurement Capabilities, Disclosure, and the Perceived Reliability of Fair Value Estimates: A Discussion of Bhat and Ryan (2015)", *Accounting, Organizations and Society,* vol. 46, pp. 96-99.

McInnis, J.M., Yu, Y. & Yust, C.G. 2018, "Does Fair Value Accounting Provide More Useful Financial Statements than Current GAAP for Banks?", *The Accounting Review,* vol. 93, no. 6, pp. 257-279.

Muller, K.A., Riedl, E.J. & Sellhorn, T. 2011, "Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry: Evidence from the European Real Estate Industry", *Management Science,* vol. 57, no. 6, pp. 1138-1153.

Peek, E. 2005, "The Influence of Accounting Changes on Financial Analysts' Forecast Accuracy and Forecasting Superiority: Evidence from the Netherlands", *European Accounting Review,* vol. 14, no. 2, pp. 261-295.

Penman, S.H. 2007, "Financial Reporting Quality: is Fair Value a Plus or a Minus?", *Accounting and Business Research,* vol. 37, pp. 33-44.

Quagli, A. & Avallone, F. 2010, "Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry", *European Accounting Review,* vol. 19, no. 3, pp. 461-493.

Robinson, T.R., Henry, E. & Broihahn, M.A. 2020, *International Financial Statement Analysis,* Wiley, Hoboken, New Jersey.

Veenman, D. 2019, *Introductory Guide to Using Stata in Empirical Financial Accounting Research*, Amsterdam Business School University of Amsterdam.

Vergauwe, S. & Gaeremynck, A. 2019, "Do Measurement-related Fair Value Disclosures Affect Information Asymmetry?", *Accounting and Business Research,* vol. 49, no. 1, pp. 68-94.

Vincent, L. 1999, "The Information Content of Funds from Operations (FFO) for Real Estate Investment Trusts (REITs)", *Journal of Accounting & Economics,* vol. 26, no. 1, pp. 69-104.

Watts, R.L. 2003, "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, vol. 17, no. 3, pp. 207-221.

Elektroniska källor

BFNAR 2017:3 Kap 17.7. https://www.bfn.se/wp-content/uploads/2020/06/vl17-3-ab-kons.pdf

IFRS. (2021). *About Us*. https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/ [Besökt 2021-02-11]

IFRS. (2021). *IAS 40 – Investment Property*. https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-40-investment-property/ [Besökt 2021-02-11]

IFRS. (2021). *IFRS 13 – Fair Value Measurement*. https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/ [Besökt 2021-02-15]

KPMG. (December 2020). *IFRS Compared to US GAAP*. s.37: Topic 820. s. 143: Topic 360. s.372: Topic 946. https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/12/ifrs-us-gaap-12-2020.pdf

PWC. (November 2017). *Applying IFRS for the Real Estate Industry*. s. 38-45. https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/applying-ifrs-for-the-real-estate-industry.pdf

Appendix

Appendix 1. Värderingsmodell, Capital IQ

Pro-forma valuation model in REIT industry generally followed by the brokers while calculatin Market NAVPS is as bellow:	
Particulars	
Estimated **NOI** (A)	xxx
Assumed **Cap Rate** (B)	%
Estimated value of operating real estate (Market Value) (C=A/B)	xxx
PLUS: Cash + accounts receivable (D)	xxx
LESS: Debt & other liabilities (E)	[xxx]
Net asset value (F=(C+D-E))	xxx
Shared outstanding (G)	xxx
NAVPS (H=F/G)	xxx

Appendix 2.

Beroende variabler	
NAV1_EF	Analytikers estimeringsfel för NAV för bolag *i* år *t*. Den absoluta skillnaden mellan prognosen för NAV och aktiekursen, divideras med prognosen för NAV år *t*.
NAV2_EF	Analytikers estimeringsfel för NAV för bolag *i* år *t*. Den absoluta skillnaden mellan prognosen för NAV och bokvärde per aktie, divideras med prognosen för NAV år *t*.
EPS_EF	Analytikers estimeringsfel för EPS för bolag *i* år *t*. Den absoluta skillnaden mellan prognosen för EPS och det faktiska utfallet av EPS, divideras med prognosen för EPS år *t*.
EBITDA_EF	Analytikers estimeringsfel för EBITDA för bolag *i* år *t*. Den absoluta skillnaden mellan prognosen för EBITDA och det faktiska utfallet för EBITDA, divideras med prognosen för EBITDA år *t*.

Oberoende variabler	
SIZE	Börsvärde för bolag *i* 31 december år *t - 1*
ANALYSTS	Antalet analytiker som publicerar en prognos för bolag *i* år *t*
LEV	Långsiktiga räntebärande skulder dividerat med totala tillgångar för bolag *i* år *t - 1*
BM	Bokvärde till marknadsvärde för bolag *i* år *t - 1*
LOSS	Dummyvariabel, som visar 1 om bolag *i* redovisar ett negativt årets resultat år *t*, 0 annars
EPSΔ	Den absoluta skillnaden mellan EPS för bolag *t* år t och *t - 1*, dividerat med aktiekursen 31 december år *t - 1*
SWE	Dummyvariabel, som visar 1 om bolag *i* härstammar från Sverige, 0 annars
US	Dummyvariabel, som visar 1 om bolag *i* härstammar från USA, 0 annars
IFRS_SWE	Dummyvariabel som visar 1 om bolag *i* redovisar under IFRS 13, 0 annars

Appendix 3.

Företag, listad marknad	n
Sverige	
AB Sagax (publ) (OM:SAGA A)	1
Atrium Ljungberg AB (publ) (OM:ATRLJ B)	2
Castellum AB (publ) (OM:CAST)	3
Catena AB (publ) (OM:CATE)	4
Cibus Nordic Real Estate AB (publ) (OM:CIBUS)	5
Diös Fastigheter AB (publ) (OM:DIOS)	6
Fabege AB (publ) (OM:FABG)	7
Fastighets AB Balder (publ) (OM:BALD B)	8
FastPartner AB (publ) (OM:FPAR A)	9
Hufvudstaden AB (publ) (OM:HUFV A)	10
Klövern AB (publ) (OM:KLOV A)	11
Kungsleden AB (publ) (OM:KLED)	12
Magnolia Bostad AB (publ) (OM:MAG)	13
Platzer Fastigheter Holding AB (publ) (OM:PLAZ B)	14
Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB (publ) (OM:SBB B)	15
Wallenstam AB (publ) (OM:WALL B)	16
Wihlborgs Fastigheter AB (publ) (OM:WIHL)	17
USA	
Acadia Realty Trust (NYSE:AKR)	1
Agree Realty Corporation (NYSE:ADC)	2
Alexandria Real Estate Equities, Inc. (NYSE:ARE)	3
Alpine Income Property Trust, Inc. (NYSE:PINE)	4
American Assets Trust, Inc. (NYSE:AAT)	5
American Campus Communities, Inc. (NYSE:ACC)	6
American Homes 4 Rent (NYSE:AMH)	7
American Tower Corporation (REIT) (NYSE:AMT)	8
Americold Realty Trust (NYSE:COLD)	9
Apartment Income REIT Corp. (NYSE:AIRC)	10
Apartment Investment and Management Company (NYSE:AIV)	11
Apple Hospitality REIT, Inc. (NYSE:APLE)	12
Armada Hoffler Properties, Inc. (NYSE:AHH)	13
Ashford Hospitality Trust, Inc. (NYSE:AHT)	14
AvalonBay Communities, Inc. (NYSE:AVB)	15
Bluerock Residential Growth REIT, Inc. (AMEX:BRG)	16
Boston Properties, Inc. (NYSE:BXP)	17
Braemar Hotels & Resorts, Inc. (NYSE:BHR)	18
Brandywine Realty Trust (NYSE:BDN)	19
Brixmor Property Group Inc. (NYSE:BRX)	20
Broadstone Net Lease, Inc. (NYSE:BNL)	21
BRT Apartments Corp. (NYSE:BRT)	22
Camden Property Trust (NYSE:CPT)	23
CareTrust REIT, Inc. (NasdaqGS:CTRE)	24
CatchMark Timber Trust, Inc. (NYSE:CTT)	25
Chatham Lodging Trust (NYSE:CLDT)	26
City Office REIT, Inc. (NYSE:CIO)	27
Colony Capital, Inc. (NYSE:CLNY)	28
Columbia Property Trust, Inc. (NYSE:CXP)	29
Community Healthcare Trust Incorporated (NYSE:CHCT)	30
CoreSite Realty Corporation (NYSE:COR)	31
Corporate Office Properties Trust (NYSE:OFC)	32
Cousins Properties Incorporated (NYSE:CUZ)	33
Crown Castle International Corp. (REIT) (NYSE:CCI)	34
CubeSmart (NYSE:CUBE)	35
CyrusOne Inc. (NasdaqGS:CONE)	36
DiamondRock Hospitality Company (NYSE:DRH)	37
Digital Realty Trust, Inc. (NYSE:DLR)	38
Diversified Healthcare Trust (NasdaqGS:DHC)	39
Douglas Emmett, Inc. (NYSE:DEI)	40
Duke Realty Corporation (NYSE:DRE)	41
Easterly Government Properties, Inc. (NYSE:DEA)	42
EastGroup Properties, Inc. (NYSE:EGP)	43
Empire State Realty Trust, Inc. (NYSE:ESRT)	44
EPR Properties (NYSE:EPR)	45
Equinix, Inc. (REIT) (NasdaqGS:EQIX)	46
Equity LifeStyle Properties, Inc. (NYSE:ELS)	47
Equity Residential (NYSE:EQR)	48
Essential Properties Realty Trust, Inc. (NYSE:EPRT)	49
Essex Property Trust, Inc. (NYSE:ESS)	50
Extra Space Storage Inc. (NYSE:EXR)	51
Federal Realty Investment Trust (NYSE:FRT)	52
First Industrial Realty Trust, Inc. (NYSE:FR)	53
Four Corners Property Trust, Inc. (NYSE:FCPT)	54
Franklin Street Properties Corp. (AMEX:FSP)	55
Gaming and Leisure Properties, Inc. (NasdaqGS:GLPI)	56
Getty Realty Corp. (NYSE:GTY)	57
Gladstone Commercial Corporation (NasdaqGS:GOOD)	58
Gladstone Land Corporation (NasdaqGM:LAND)	59
Global Medical REIT Inc. (NYSE:GMRE)	60
Global Net Lease, Inc. (NYSE:GNL)	61
Healthcare Realty Trust Incorporated (NYSE:HR)	62
Healthcare Trust of America, Inc. (NYSE:HTA)	63
Healthpeak Properties, Inc. (NYSE:PEAK)	64
Hersha Hospitality Trust (NYSE:HT)	65
Highwoods Properties, Inc. (NYSE:HIW)	66
Host Hotels & Resorts, Inc. (NasdaqGS:HST)	67
Hudson Pacific Properties, Inc. (NYSE:HPP)	68
Independence Realty Trust, Inc. (NYSE:IRT)	69
Industrial Logistics Properties Trust (NasdaqGS:ILPT)	70
Innovative Industrial Properties, Inc. (NYSE:IIPR)	71
Investors Real Estate Trust (NYSE:CSR)	72
Invitation Homes Inc. (NYSE:INVH)	73
Iron Mountain Incorporated (NYSE:IRM)	74
iStar Inc. (NYSE:STAR)	75
Kilroy Realty Corporation (NYSE:KRC)	76
Kimco Realty Corporation (NYSE:KIM)	77
Kite Realty Group Trust (NYSE:KRG)	78
Lamar Advertising Company (REIT) (NasdaqGS:LAMR)	79
Lexington Realty Trust (NYSE:LXP)	80
Life Storage, Inc. (NYSE:LSI)	81
LTC Properties, Inc. (NYSE:LTC)	82
Mack-Cali Realty Corporation (NYSE:CLI)	83
Medical Properties Trust, Inc. (NYSE:MPW)	84
MGM Growth Properties LLC (NYSE:MGP)	85
Mid-America Apartment Communities, Inc. (NYSE:MAA)	86
Monmouth Real Estate Investment Corporation (NYSE:MNR)	87
National Health Investors, Inc. (NYSE:NHI)	88
National Retail Properties, Inc. (NYSE:NNN)	89
National Storage Affiliates Trust (NYSE:NSA)	90
NETSTREIT Corp. (NYSE:NTST)	91
New Senior Investment Group Inc. (NYSE:SNR)	92
NexPoint Residential Trust, Inc. (NYSE:NXRT)	93
Office Properties Income Trust (NasdaqGS:OPI)	94
Omega Healthcare Investors, Inc. (NYSE:OHI)	95
Outfront Media Inc. (REIT) (NYSE:OUT)	96
Paramount Group, Inc. (NYSE:PGRE)	97
Park Hotels & Resorts Inc. (NYSE:PK)	98
Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	99
Physicians Realty Trust (NYSE:DOC)	100
Plymouth Industrial REIT, Inc. (NYSE:PLYM)	101
Postal Realty Trust, Inc. (NYSE:PSTL)	102
PotlatchDeltic Corporation (NasdaqGS:PCH)	103
Preferred Apartment Communities, Inc. (NYSE:APTS)	104
Prologis, Inc. (NYSE:PLD)	105
PS Business Parks, Inc. (NYSE:PSB)	106
Public Storage (NYSE:PSA)	107
QTS Realty Trust, Inc. (NYSE:QTS)	108
Rayonier Inc. (NYSE:RYN)	109
Realty Income Corporation (NYSE:O)	110
Regency Centers Corporation (NasdaqGS:REG)	111
Retail Opportunity Investments Corp. (NasdaqGS:ROIC)	112
Retail Properties of America, Inc. (NYSE:RPAI)	113
Rexford Industrial Realty, Inc. (NYSE:REXR)	114
RLJ Lodging Trust (NYSE:RLJ)	115
RPT Realty (NYSE:RPT)	116
Ryman Hospitality Properties, Inc. (NYSE:RHP)	117
Sabra Health Care REIT, Inc. (NasdaqGS:SBRA)	118
Safehold Inc. (NYSE:SAFE)	119
SBA Communications Corporation (NasdaqGS:SBAC)	120
Service Properties Trust (NasdaqGS:SVC)	121
Simon Property Group, Inc. (NYSE:SPG)	122
SITE Centers Corp. (NYSE:SITC)	123
SL Green Realty Corp. (NYSE:SLG)	124
Spirit Realty Capital, Inc. (NYSE:SRC)	125
STAG Industrial, Inc. (NYSE:STAG)	126
STORE Capital Corporation (NYSE:STOR)	127
Summit Hotel Properties, Inc. (NYSE:INN)	128
Sun Communities, Inc. (NYSE:SUI)	129
Sunstone Hotel Investors, Inc. (NYSE:SHO)	130
Tanger Factory Outlet Centers, Inc. (NYSE:SKT)	131
Terreno Realty Corporation (NYSE:TRNO)	132
The Macerich Company (NYSE:MAC)	133
UDR, Inc. (NYSE:UDR)	134
UMH Properties, Inc. (NYSE:UMH)	135
Uniti Group Inc. (NasdaqGS:UNIT)	136
Urban Edge Properties (NYSE:UE)	137
Urstadt Biddle Properties Inc. (NYSE:UBA)	138
Ventas, Inc. (NYSE:VTR)	139
VEREIT, Inc. (NYSE:VER)	140
VICI Properties Inc. (NYSE:VICI)	141
Vornado Realty Trust (NYSE:VNO)	142
W. P. Carey Inc. (NYSE:WPC)	143
Washington Prime Group Inc. (NYSE:WPG)	144
Washington Real Estate Investment Trust (NYSE:WRE)	145
Weingarten Realty Investors (NYSE:WRI)	146
Welltower Inc. (NYSE:WELL)	147
Weyerhaeuser Company (NYSE:WY)	148
Xenia Hotels & Resorts, Inc. (NYSE:XHR)	149

Appendix 4.

Deskriptiv Statistik

Variabel	N	Genomsnitt	Std. Av.	Min	Med	Max	Winsorize percentil	Max om Winsorize
EBITDA_EF	1287	0,04	0,10	0,00	0,01	2,65	99	0,38
SIZE	1244	6152,79	9017,58	60,80	2985,05	101796,60		
ANALYSTS	1287	7,54	3,92	3,00	7,00	26,00		
LEV	1284	0,47	0,16	0,00	0,47	1,38	95	0,70
BM	1244	0,58	0,45	-0,99	0,54	11,40	95	1,09
LOSS	1287	0,14	0,34	0,00	0,00	1,00		
EPSΔ	1239	0,03	0,05	0,00	0,01	0,62		
SWE	1287	0,08	0,27	0,00	0,00	1,00		
IFRS_SWE	1287	0,06	0,23	0,00	0,00	1,00		

Variabel	N	Genomsnitt	Std. Av.	Min	Med	Max	Winsorize percentil	Max om Winsorize
NAV1_EF	4262	0,14	0,13	0,00	0,11	1,39	99	0,59
SIZE	4202	5793,44	7931,09	60,80	2969,50	60163,30		
ANALYSTS	4262	7,62	3,75	3,00	7,00	21,00		
LEV	4261	0,46	0,13	0,00	0,46	1,08	99	0,76
BM	4203	0,59	0,38	-0,26	0,55	11,40	95	1,06
LOSS	4262	0,13	0,33	0,00	0,00	1,00		
EPSΔ	4201	0,07	0,31	0,00	0,01	3,07	95	0,12
US	4262	0,96	0,20	0,00	1,00	1,00		
IFRS_SWE	4262	0,04	0,19	0,00	0,00	1,00		

Variabel	N	Genomsnitt	Std. Av.	Min	Med	Max	Winsorize percentil	Max om Winsorize
NAV2_EF	4262	0,14	0,13	0,00	0,11	1,39	99	0,59
SIZE	4202	5793,44	7931,09	60,80	2969,50	60163,30		
ANALYSTS	4262	7,62	3,75	3.00	7,00	21,00		
LEV	4261	0,46	0,13	0,00	0,46	1,08	99	0,76
BM	4203	0,59	0,38	-0,26	0,55	11,40	95	1,06
LOSS	4262	0,13	0,33	0,00	0,00	1,00		
EPSΔ	4201	0,07	0,31	0,00	0,01	3,07	95	0,12
US	4262	0,96	0,20	0,00	1,00	1,00		
IFRS_SWE	4262	0,04	0,19	0,00	0,00	1,00		

Appendix 5.

Jämförelse mellan oberoende variabler

NAV_EF

	Sverige n = 180		USA n = 4082	
Variabel	**Genomsnitt**	**Std. Av.**	**Genomsnitt**	**Std. Av.**
SIZE	2588,398	1411,034	5936,878***	8071,495
ANALYSTS	4,050	1,095	7,776***	3,747
LEV	0,407	0,157	0,461***	0,127
BM	0,848***	0,126	0,557	0,242
LOSS	0,028	0,165	0,131***	0,337
EPSΔ	0,050***	0,038	0,022	0,032

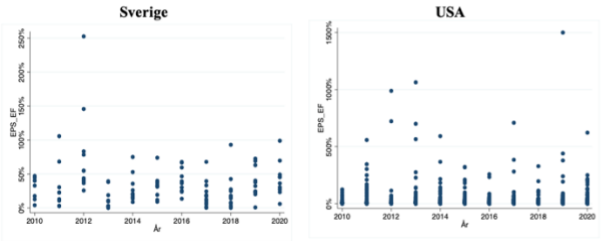
EBITDA_EF

	Sverige n = 98		USA n = 1287	
Variabel	**Genomsnitt**	**Std. Av.**	**Genomsnitt**	**Std. Av.**
SIZE	2159,849	1423,535	6494,245***	9307,185
ANALYSTS	5,378	2,273	7,721***	3,978
LEV	0,408	0,173	0,470 ***	0,129
BM	0,874***	0,156	0,556	0,276
LOSS	0,031	0,173	0,146***	0,354
EPSΔ	0,066***	0,060	0,023	0,048

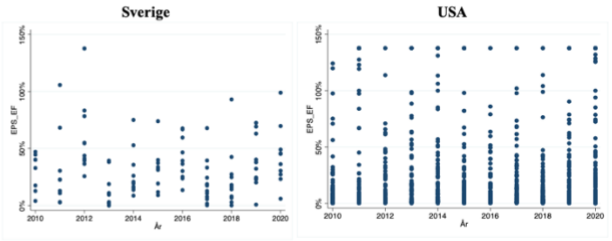
Signifikansnivåer: *** p < 0,01, ** p < 0,05, *p < 0,1

Appendix 6.

Före winsorize-funktionen



Efter winsorize-funktionen 95:e percentilen



Appendix 7.

Pearson korrelationsmatriser

Variabel	*EPS_EF*	*SIZE*	*ANALYSTS*	*LEV*	*BM*	*LOSS*	*EPSΔ*	*SWE*	*IFRS_SWE*
EPS_EF	1,000								
SIZE	-0,085**	1,000							
ANALYSTS	-0,038	0,403***	1,000						
LEV	0,061	0,021	0,147***	1,000					
BM	0,017	-0,368***	-0,284***	-0,302***	1,000				
LOSS	0,107***	-0,135***	-0,015	0,103**	0,228***	1,000			
EPSΔ	0,017	-0,141***	-0,092**	0,011	0,409***	0,271***	1,000		
SWE	-0,011	-0,188***	0,037	-0,141***	0,382***	-0,094**	0,185***	1,000	
IFRS_SWE	-0,025	-0,153***	-0,046	-0,140***	0,296***	-0,083**	0,137***	**0,855*** **	1,000

	EBITDA_EF	*SIZE*	*ANALYSTS*	*LEV*	*BM*	*LOSS*	*EPSΔ*	*SWE*	*IFRS_SWE*
EBITDA_EF	1,000								
SIZE	-0,054	1,000							
ANALYSTS	-0,070*	0,424***	1,000						
LEV	-0,037	0,024	0,084**	1,000					
BM	0,112***	-0,276***	-0,238***	-0,265***	1,000				
LOSS	0,156***	-0,141***	-0,052	0,104***	0,223***	1,000			
EPSΔ	0,040	-0,101***	-0,044	0,017	0,181***	0,192***	1,000		
SWE	-0,000	-0,130***	-0,168***	-0,128***	0,207***	-0,084**	0,233***	1,000	
IFRS_SWE	0,001	-0,101***	-0,178***	-0,129***	0,157***	-0,073*	0,175***	**0,848*** **	1,000

	NAV1_EF	*SIZE*	*ANALYSTS*	*LEV*	*BM*	*LOSS*	*EPSΔ*	*US*	*IFRS_SWE*
NAV1_EF	1,000								
SIZE	-0,032*	1,000							
ANALYSTS	-0,107***	0,492***	1,000						
LEV	-0,004	-0,036*	0,080***	1,000					
BM	0,039*	-0,278***	-0,229***	-0,141***	1,000				
LOSS	-0,062***	0,265***	0,025	-0,096***	-0,018	1,000			
EPSΔ	-0,019	-0,057***	-0,009	0,085***	0,023	-0,021	1,000		
US	0,026	0,086***	0,204***	0,083***	-0,153***	-0,720***	0,006	1,000	
IFRS_SWE	-0,020	-0,079***	-0,198***	-0,091***	0,140***	0,742***	-0,006	**-0,953*** **	1,000

	NAV2_EF	*SIZE*	*ANALYSTS*	*LEV*	*BM*	*LOSS*	*EPSΔ*	*US*	*IFRS_SWE*
NAV2_EF	1,000								
SIZE	-0,027	1,000							
ANALYSTS	-0,096***	0,492***	1,000						
LEV	0,006	-0,036*	0,080***	1,000					
BM	0,032*	-0,278***	-0,229***	-0,141***	1,000				
LOSS	-0,095***	0,265***	0,025	-0,096***	-0,018	1,000			
EPS Δ	-0,020	-0,057***	-0,009	0,085***	0,023	-0,021	1,000		
US	0,074***	0,086***	0,204***	0,083***	-0,153***	-0,720***	0,006	1,000	
IFRS_SWE	-0,078***	-0,079***	-0,198***	-0,091***	0,140***	0,742***	-0,006	**-0,953*** **	1,000

Signifikansnivåer: *** p < 0,01, ** p < 0,05, *p < 0,1

Appendix 8.

Utveckling i analytikers prognosfel (NAV2_EF) i svenska fastighetsbolag, mätt i procentenehter

		IFRS 13 implementeras							
t	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Δ%-enheter mellan *t - 1* och *t*	-3,71%	0,27%	-3,61%	-5,86%	2,47%	0,62%	1,48%	-1,20%	1,25%