

Har marknadsvärdering enligt IFRS ökat fastighetsbolagens finansiella risk?

Abstract

The purpose of this Bachelor Thesis is to investigate whether the introduction of IFRS, and in particular IAS 40 regarding fair value accounting of investment property, has led to increased financial risk for Swedish real estate companies. Financial risk is measured using several financial risk ratios during the period 2000-2009, effectively covering the period before and after the introduction in 2005. The financial risk is found to actually have decreased significantly in comparison with the control group. The relative decrease supports the notion of a factor unique to the real estate companies at least partially driving the change, possibly IAS 40. However, this change is, due to the statistic method employed, only an indication of the direction of change, and consequently interpretations of the magnitude of change cannot be made. Finally, an increase in operating risk was observed, which possibly can explain the decrease in financial risk.

Keywords: *IFRS, IAS 40, financial risk, investment property*

Jessica Eidvall^a

Rickard Löndahl^b

Handledare: Tomas Hjelström

Framläggning: fredagen den 28 maj kl. 9.00-12.00 i sal 542

^a 21129@live.hhs.se

^b 21278@live.hhs.se

Innehållsförteckning

1 Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	2
1.2 Syfte och frågeställning	7
1.3 Avgränsning	7
1.4 Tidigare forskning	8
2 Teoretisk referensram	10
2.1 Finansiell risk ur ett redovisningsperspektiv	10
2.2 Finansiell risk ur ett finasteoretiskt perspektiv	11
2.3 Earnings management.....	14
3 Metod.....	15
3.1 Urval av undersökta företag.....	15
3.2 Explorativ malluppbyggnad	15
3.3 Nyckeltal och övriga undersökta mått	16
3.4 Datainsamling.....	22
3.5 Statistisk Metod.....	22
4 Resultat.....	25
4.1 Observationer och bortfall	25
4.2 Övergång till IAS 40 - värderingsavvikelse.....	25
4.3 Finansiell risk	26
4.4 Rörelserisk	30
4.5 Total risk	30
4.6 Sammanställd riskförändring	31
5 Analys.....	32
5.1 Övergång till IAS 40 - värderingsavvikelse.....	32
5.2 Finansiell risk	33
5.3 Rörelserisk	36
5.4 Total risk	37
6 Slutsatser	39
7 Diskussion	40
7.1 Förslag till vidare forskning	40
8 Källor	41
9 Appendix.....	45

1 Inledning

Den 1 januari 2005 gick Sverige över till att redovisa enligt International Financial Reporting Standards (IFRS). Det var ett enormt arbete för alla börsnoterade bolag, som var tvungna att anamma de nya reglerna, men enligt mångas förmenande upplevde fastighetsbolagen den största förändringen av alla. Det berodde på att fastighetsinnehaven nu skulle tas upp till verkligt värde i balansräkningen, istället för anskaffningsvärde, samt att de därmed genererade orealiserade värdeförändringarna skulle gå direkt in i resultaträkningen.

"[IFRS] är en tickande bomb" säger Gunnar Ek, ledare för bolagsbevakningen på Aktiespararna. Han menar att värdering till verkligt värde kommer att öka svängningarna i både balans- och resultaträkning och skrämja bort kapitalet som företagen behöver (Precht, 2007). Vidare säger Hanna Kjaer (2008) att övergången till IFRS innebär att "[vi] bygger redovisningen på värden som inte finns". Diskussionen om IFRS är således fortfarande i allra högsta grad levande, trots att regelverket infördes för mer än fem år sedan. Farhågorna om IFRS var och är många, varav dessa bara är två.

En relaterad farhåga är att regelverket kan ha lett till ökad finansiell risk för fastighetsbolagen, en fråga som är särskilt aktuell på grund av finanskrisen 2008-2009 som var det första testet av IFRS i lågkonjunktur. En sådan misstanke om ökad finansiell risk är motiverad främst av tre anledningar. För det första kan en konsekvens av att de orealiserade värdeförändringarna går direkt in i resultaträkningen enligt Gunnar Ek bli ökade svängningarna i resultatet. Det leder till ökad risk eftersom ett företag med större svängningar, allt annat lika, är en mer riskfylld placering. Detta kan då innebära en ökning av den finansiella risken och kan i det extrema fallet leda till att bolaget försätts i konkurs.

För det andra innebar möjligheten att ta upp tillgångar till marknadsvärde att fastighetsbolagen över en natt fick dramatiskt förbättrade finansiella nyckeltal, något som kan ha begagnats för att höja hävstången och därmed avkastningen, och risken, på totalt kapital. I linje med detta har införandet av IFRS i högkonjunktur inneburit att fastighetsbolagen lättare uppnår sina finansiella mål. Under tider med hög ekonomisk tillväxt kan ett företag med en målsättning att nå upp till en soliditet på 30 procent lätt uppnå 40 procent eller mer, detta tack vare redovisning till verkligt värde enligt IFRS. Likaså kan, när konjunkturen viker, 40 procent bli till 20. För de företag som i en lågkonjunktur saknar en buffert kan därför konsekvenserna bli stora.

För det tredje kan en direkt konsekvens av redovisning till verkligt värde ha blivit att bolagsstyrelser ändrat sin syn på utdelning. Goda koncernresultat, som påverkats av uppvärdering enligt IFRS men som i sig inte ökar kassan, kan ha inbjudit till ökad utdelning med försämrade

likviditet som följd. En försämrad likviditet innebär att bolagen får svårare att betala tillbaka sina skulder på kort sikt. Detta är således ytterligare en effekt av IFRS som skulle kunna leda till ökad finansiell risk.

Av flera anledningar finns det således en misstanke om att IFRS har lett till ökad finansiell risk. Denna uppsats ämnar därför utreda detta genom att studera hur den finansiella risken har förändrats för svenska fastighetsbolag efter införandet av IFRS.

1.1 Bakgrund

1.1.1 Harmonisering av redovisningsprinciper över världens gränser

I takt med den ökade globaliseringen har diskrepansen mellan olika länders redovisningsprinciper skapat allt större problem och i syfte att förbättra och harmonisera redovisningen över världens gränser bildades år 1973 International Accounting Standards Committee (IASC), idag International Accounting Standards Board (IASB) (Artsberg, 2005). De standarder som IASB ger ut kallas International Financial Reporting Standards (IFRS), tidigare International Accounting Standards (IAS) (Johansson, 2006). Europaparlamentet fastställde år 2002 att samtliga noterade bolag inom Europeiska Unionen från och med 2005 skulle upprätta sina koncernredovisningar enligt de standarder som utfärdas av IASB och som antagits av kommissionen (Smith, 2006). En av de mer debatterade förändringarna var att förvaltningsfastigheter¹ kan värderas till verkligt värde enligt standarden IAS 40, och ett steg mot konvergens på denna punkt togs redan den 1 januari 2003 då RR 24 trädde i kraft (Bokföringsnämnden, 2002).

Med utgångspunkt i att redovisning har till syfte att tillhandahålla information till ekonomiska beslutsfattare, har IASB arbetat fram en föreställningsram där bland annat de finansiella rapporternas syfte och kvalitativa egenskaper behandlas (Thomasson, 2007).

1.1.1.1 De finansiella rapporternas syfte och kvalitativa egenskaper

Enligt IASB:s föreställningsram är de finansiella rapporternas syfte att förse intressenterna med information om ett företags finansiella ställning och resultat samt om förändringar i den ekonomiska ställningen. Vidare har föreställningsramen vissa kvalitativa egenskaper som ligger till grund för att användarna lättare ska kunna tillgodogöra sig informationen. De fyra viktigaste egenskaperna anses vara begriplighet, relevans, tillförlitlighet och jämförbarhet (Internationell redovisningsstandard i Sverige, 2008). Debatten kring att förvaltningsfastigheter enligt IAS 40 ska värderas till verkligt värde har främst kretsat kring två av dessa, nämligen relevans och tillförlitlighet (Alexander & Nobes, 2007).

¹ Förvaltningsfastigheter definieras som fastigheter som innehas i syfte att generera hyresintäkter eller värdestegring eller en kombination av de båda

Relevans

Redovisningsinformation anses vara relevant när den påverkar användarnas beslutsfattande, antingen genom värdering av framtida händelser, bedömning av nuvarande förhållanden eller skattning av framtiden. IASB förklarar att den framåtblickande och tillbakablickande rollen är kopplade till varandra eftersom företagets nuvarande ställning och resultat har betydelse för bedömningar om framtida prestation (Internationell redovisningsstandard i Sverige, 2008).

Tillförlitlighet

För att informationen ska vara användbar krävs att den är tillförlitlig, en egenskap som uppnås om den inte innehåller väsentliga felaktigheter och inte är vinklad (Internationell redovisningsstandard i Sverige, 2008). Redovisningen ska avbilda de aspekter av verkligheten som den avser att avbilda och enligt IASB:s föreställningsram gäller att "informationen på ett korrekt sätt utvisar antingen vad som görs gällande att den utvisar eller vad som rimligen kan antas att den utvisar" (Smith, 2006).

1.1.2 En skiftning från försiktighetsprincipen till rättvisande bild

Försiktighetsprincipen har länge haft en stark ställning inom svensk redovisning, vilket delvis kan förklaras med att landets redovisning växte fram med Tyskland som förebild samt den starka kopplingen som föreligger mellan redovisning och beskattning (Artsberg, 2005). Principen innebär att tillgångar och intäkter inte får överskattas, medan skulder och kostnader hellre ska ges ett högt värde. Vidare ska inte vinster tas upp förrän de har realiserats, samtidigt som förluster av försiktighetsskäl förväntas redovisas redan då de befaras (Thomasson, 2006). Fram till mitten av 1970-talet var försiktighetsprincipen den mest framträdande utgångspunkten för värdering. Till följd av internationellt inflytande förespråkades emellertid alltmer en *rimlig* försiktighet vid värdering och därmed togs ett steg i riktning mot betoning av rättvisande bild (Artsberg, 2005).

Bo Nordlund (2006), redovisningsspecialist på KPMG, förklarar att utvecklingen i stora drag går från transaktionsbaserad redovisning, där nya värden i redovisningen bygger på priser från faktiska transaktioner, till en redovisning som är värderingsbaserad och använder olika former av "uppskattningstekniker" för att komma fram till vilket värde tillgångar och skulder ska tas upp till i balansräkningen. Bo Nordlund beskriver förenklat att tidigare användes värden i balansräkningen som alla visste var fel, men som var lätta att förstå hur de uppkommit. Nu framräknas istället värden som många tror är rätt, men som ofta är svåra att förstå hur de tagits fram.

1.1.3 Redovisning av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40

Det är som tidigare nämnts standarden IAS 40 som sätter ramarna för hur förvaltningsfastigheter ska hanteras i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs. IASB gör en tydlig distinktion mellan förvaltningsfastigheter och rörelsefastigheter. Förvaltningsfastigheter innehas i syfte att generera hyresintäkter eller värdestegring eller en kombination av de båda. Dessa fastigheter ger därför upphov till kassaflöden som i princip är oberoende av andra tillgångar som ett företag äger. Rörelsefastigheter däremot ska följa IAS 16 och är fastigheter som innehas för produktion och tillhandahållande av varor eller tjänster, lagring eller för administrativa ändamål (Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS, 2008).

IAS 40 anger att ett företag kan välja att värdera sina förvaltningsfastigheter antingen till verkligt värde eller till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar och eventuella nedskrivningar, där verkligt värde definieras som (Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS, 2008):

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

1.1.4 Fastställande av verkligt värde

IAS 40 uppger att den bästa beskrivningen för verkligt värde erhålls från aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter, med samma läge och i samma skick, även kallat ortsprismetod. I avsaknad av det ska aktuella priser på en aktiv marknad för fastigheter av annat slag samt senaste priser på fastigheter på mindre aktiva marknader tas i hänsyn. Därtill ska nuvärdet av framtida betalningsströmmar beaktas. Som diskonteringsränta används den räntesats som bäst avspeglar marknadens bedömning av de framtida betalningarnas osäkerhet. Om verkligt värde på en förvaltningsfastighet inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt, ska företaget värdera denna fastighet till anskaffningsvärde i enlighet med IAS 16. Oavsett val av värderingsmetod anger IAS 40 att upplysningar om tillämpade metoder och väsentliga antaganden ska lämnas (Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS, 2008).

Beräkningar av marknadsvärde är emellertid notoriskt svåra att genomföra, särskilt för så säregna tillgångar som fastigheter. Det finns i allmänhet ingen standardisering, alla fastigheter är unika, antingen när det gäller konstruktion, läge, eller båda delar (Geltner, 2007). George Petterson, partner KPMG, menar i *Fastighetsnytt* nr 1/2006 att värdering enligt IAS 40 innefattar svåra överväganden som "kräver expertkunskaper". Pär Ekengren, chef Corporate Finance på Grant Thornton, påpekar i samma artikel att marknadspriset på en tillgång alltid är "ett resultat av specifika omständigheter" och därmed inte detsamma som dess värde, vilket ytterligare försvårar värderingen (Bergstrand, 2006). En from förhoppning är emellertid att revisorernas krav på god redovisningssed inte tillåter missvisande värderingar, men problemet kan alltså förekomma.

1.1.5 Omvärderingens påverkan på årets resultat

Införandet av IFRS har inneburit att samtliga noterade fastighetsbolag värderar sina förvaltningsfastigheter till marknadsvärde i balansräkningen (Nordlund, 2006). Förutom att marknadsvärde, snarare än historiskt anskaffningsvärde, anges i balansräkningen, är en stor förändring att de orealiserade värdeförändringarna går direkt in i resultaträkningen och därmed påverkar årets resultat. Bo Nordlund (2006) påpekar att verkliga värden inte uppför sig som anskaffningsvärden över tiden, de har nämligen en tendens att röra sig upp och ner i cykliska förlopp som följer samhällets underliggande ekonomi. George Pettersson, auktoriserad revisor hos KPMG, spinner vidare på detta och säger i en intervju i *Balans* nr 10/2007 att införandet av IAS 40 kommer att leda till större svängningar i både resultat- och balansräkning för de berörda bolagen (Precht, 2007).

1.1.6 Den ekonomiska bakgrunden

De förändringar som fastighetsbranschen upplevt när det gäller redovisningsreglering måste ses mot bakgrund av de ekonomiska förändringar som skett under perioden. Den allmänna ekonomins och fastighetsbranschens utveckling under det senaste årtiondet illustreras av diagram 1 respektive 2 nedan. Det som kan utläsas är att ekonomin, något förenklat, har genomgått de tre faserna lågkonjunktur, högkonjunktur och kris. Det började med en kraftfull vändning i konjunkturen när IT-bubblan sprack 2000, som ledde till år av rationaliseringar och en lågkonjunktur som varade 2001-2003 (Schön, 2007). Detta speglas i svaga tillväxtsiffror i diagram 1, låga värden för Barometerindikatorn i appendix (bilaga 1) samt i diagram 2 som visar avkastningen inom fastighetsbranschen.

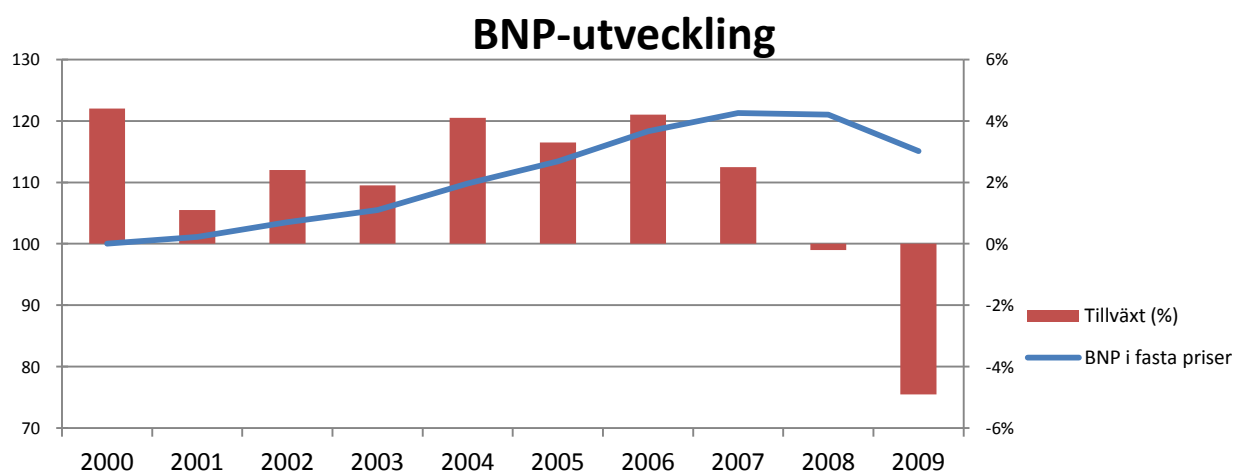


Diagram 1 Sveriges BNP-utveckling under 2000-2009 som index (linje, vänster axel) och som årlig förändring (staplar, höger axel). Källa: SCB

Återhämtningen kom genom ökad världshandel och Sverige upplevde en exportdriven högkonjunktur under åren 2004-2006 (Näringslivets Ekonomifakta AB, 2009). Fortfarande rådde

dock hög konkurrens på hyresmarknaden, men på grund av ett stort inflöde av utländska investerare som gynnades av skattesystemet steg fastighetspriserna kraftigt (Fagerfjäll, 2009). Prisökningarna berodde även på att investerarnas direktavkastningskrav minskade under perioden (Sveriges Riksbank, 2009).

Sommaren 2007 började den svenska ekonomin att känna av effekterna av avmattningen i USA och fastighetspriserna visade tecken på försvagning (Björnsson, 2008). Under 2008, och framförallt 2009, drabbades sedan den svenska ekonomin med full kraft av finanskrisen, och upplevde sitt sämsta år sedan andra världskriget. Kreditgivningen ströps nästan helt, medan Riksbanken försökte lindra effekterna genom kraftigt expansiv monetär politik (Haag, 2010), vilket åskådliggörs i diagrammet av reporäntan i appendix (bilaga 2). Detta var av stor betydelse för fastighetsbranschen som står för den enskilt största delen av de svenska storbankernas utlåning (Sveriges Riksbank, 2009). Effekterna av detta på fastighetsbranschen var blandade. Kreditåttstramningen sänkte priserna och aktiviteten på fastighetsmarknaden markant (Sveriges Riksbank, 2009), medan de kraftiga räntesänkningar som genomfördes hade motsatt effekt och kan ha bromsat fallet. Totalt sett föll ändå fastighetspriserna med 10-20 procent (Haag, 2009), och fastighetsbolagens finansiella ställning försämrades med medföljande ökning, om än svag, av antalet konkurser inom branschen (Sveriges Riksbank, 2009). Det var det första testet av IFRS i en lågkonjunktur, och standardens eventuella påverkan på det finansiella risktagandet kunde nu skönjas allt tydligare.

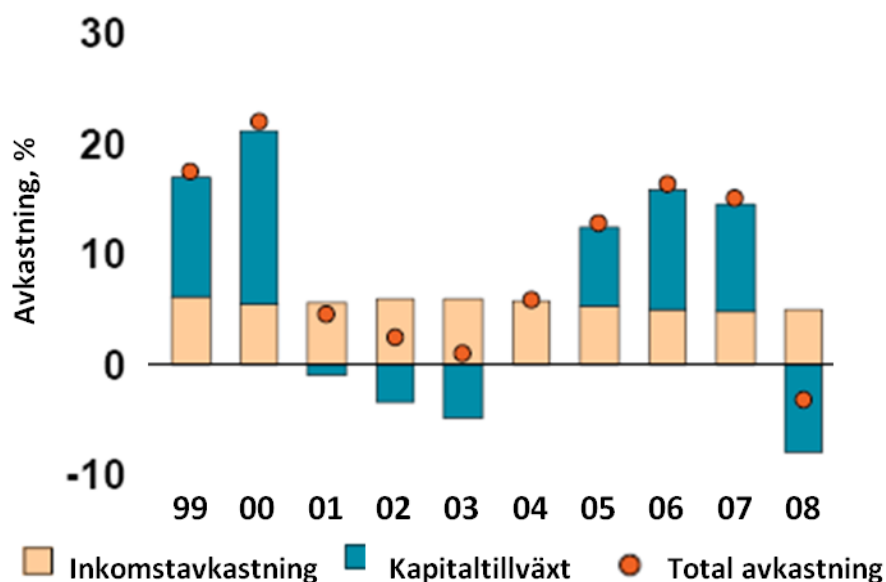


Diagram 2
Fastighetsbranschens
avkastning från driften av
fastigheter, avkastning
genom kapitaltillväxt samt
total avkastning

1.2 Syfte och frågeställning

Uppsatsens syfte är att fördjupa kunskapen om och förståelsen för effekterna av införandet av IFRS, och närmare bestämt IAS 40, på finansiell risk för fastighetsbolagen. Genom att analysera ett antal finansiella riskmått före och efter standardförändringen samt ställa dessa i relation till rörelserisk och riskförändringarna i övriga ekonomin kan effekterna synliggöras, samt även teorier om orsaker till förändringarna framläggas. Frågan som ska besvaras för att uppnå syftet är:

Har marknadsvärdering enligt IFRS ökat fastighetsbolagens finansiella risktagande?

Förhoppningen är att resultatet av studien ska bringa sans till den rådande debatten kring hur IFRS kan ha bidragit till en ökning av fastighetsbolagens finansiella risktagande. Resultaten kan eventuellt även användas för att uppnå en mer generell insikt i hur förändringar av redovisningsstandarder påverkar marknadsaktörers beteende samt ge värdefull information till bolagens alla intressenter om vilka konsekvenser en förändring av redovisningsstandarder kan medföra.

1.3 Avgränsning

Studiens avgränsningar sker i fem dimensioner: geografiskt område, börsnotering, bransch, relevanta variabler och tidsperiod.

Varje lands utgångspunkt i form av standarder och tillämpningar innan övergången till IFRS skiljde sig åt vilket försvårade gränsöverskridande undersökningar. Därför begränsades det undersökta geografiska området till Sverige och svenska företag.

För att underlätta informationsinsamling begränsades urvalet till företag som är, eller har varit, noterade på Stockholmsbörsen. Eftersom börsnoterade koncerner måste redovisa enligt IFRS, uppfylldes automatiskt undersökningens krav på redovisning enligt IFRS genom att fokusera på noterade företag. Det är viktigt att påpeka att företagen även måste ha bedrivit verksamhet och redovisat enligt de regler som gällde innan IFRS för att göra en meningsfull jämförelse, annars exkluderades de.

Eftersom en av de största förändringar vid införandet av IFRS var skillnader som IAS 40 gav upphov till, har effekterna av denna standard utgjort fokus. Då IAS 40 endast berör förvaltningsfastigheter, och innehavarna av sådana till övervägande del är fastighetsbolag, blev detta uppsatsens branschavgränsning. Endast företag vars fastighetsinnehav står för mer än 85 procent av den totala balansslutningen i snitt över tidsperioden inkluderades i undersökningen.

Uppsatsen ämnar studera effekterna av införandet av IAS 40 för fastighetsbolag. Av detta följer att endast mått relevanta för företagens finansiella risktagande kommer att undersökas, samt mått som eventuellt kan förklara förändringarna såsom rörelserisk och totalrisk.

Den tidsperiod som avses undersökas är fem år innan och fem år efter införandet av IFRS, det vill säga 2000-2009. Eftersom IFRS har tillämpats i fastighetsbolagen i fem år bedömdes det lämpligt att även undersöka lika många perioder innan införandet.

1.4 Tidigare forskning

Stora delar av den tidigare forskning som gjorts kring införandet av IFRS och de konsekvenser som övergången medförde har fokuserat på redovisningens relevans och tillförlitlighet samt på avvägningen mellan dessa. Studier kring *relevans* handlar ofta om hur aktiepriset påverkas vid publicering av räkenskaperna för att därigenom mäta hur lämplig informationen är vid beslutsfattande. Studier kring *tillförlitlighet* av de redovisade värdena, däremot, fokuserar på *earnings management*, och inkluderar ofta jämförelser mellan marknadsvärde och historiskt anskaffningsvärde.

Det ligger dock utanför denna studie att ifrågasätta de redovisade värdenas relevans och tillförlitlighet, istället ligger fokus på att utreda huruvida den finansiella risken har ökat för fastighetsbolagen efter införandet av IFRS. En del av undersökningen består även i att kontrollera att värdering av förvaltningsfastigheter rört sig mot marknadsvärdering. Det finns i dagsläget inga tidigare studier som kvantitativt undersöker hur den finansiella risken kan ha påverkats. Detta avsnitt avser därför ge en bättre bild av den forskning som tidigare gjorts på *närliggande* områden.

Dietrich et al (2001) undersöker tillförlitligheten i värdering av förvaltningsfastigheter i Storbritannien under perioden 1988-1996. Han kommer i sin studie fram till att fastigheterna är undervärderade med en median på sex procent, men att värdena ändå bättre avspeglar verkligheten än tidigare då historiskt anskaffningsvärde användes. Enligt Dietrich et al. (2001) kan denna avvikelse på sex procent bero på:

- Värderarnas och revisorernas incitament att undervärdera förvaltningsfastigheter för att skydda sig mot eventuella påföljder om fastigheten säljs för mindre än estimerat.
- Prisökning av fastigheter sedan den senaste värderingen gjordes.
- Företagsledningens incitament att undervärdera fastigheter för att på så sätt öka rapporterat resultat eller minska rapporterad förlust när en fastighet väl säljs.

Vidare menar Dietrich et al (2001, s. 130) att: *“Because appraisers rely on subjective assumptions and exercise considerable judgement, managers may have discretion to manipulate property appraisal estimates.”* De poängterar således att företagsledningen kan se till att synkronisera

fastighetsförsäljningar för att minska volatiliteten i både nettotillgångar och årets vinst samt att öka verkligt värde inför förhandling om nya lån.

Även Dal et al (2009) undersöker hur trovärdiga de angivna marknadsvärdena är genom att jämföra de senaste uppskattade värdet med försäljningspriset för svensk kvartalsdata mellan åren 2005-2008. De kommer fram till att de realiserade värdena var signifikant högre, i genomsnitt högre än 10 procent, än de uppskattade värdena i balansräkningen.

Bengtsson (2008) studerar vilken inverkan införandet av IAS 40 har haft på svenska fastighetsbolag samt de rapporterade siffrornas relevans. Han kommer i sin studie fram till att det faktum att de orealiserade värdeförändringarna hamnar direkt i resultaträkningen bland annat har lett till att volatiliteten i det berörda företags aktiepris har förändrats.

Bartov (1993) utreder huruvida företagsledningarna manipulerar och utjämnar årets resultat genom att tidsmässigt anpassa fastighetsförsäljningar och investeringar. Detta kan de göra genom att dra nytta av den underliggande anskaffningsvärdesmetoden, som innebär att en fastighets värdeförändring, från förvärv till försäljning, rapporteras först vid försäljningstillfället. Vidare lyfter Bartov (1993) fram att marknadsvärdesmetoden är känslig för manipulering på grund av att årets resultat direkt påverkas av värderarens, i somliga fall, subjektiva bedömning.

Anstérus och Svensson (2008) studerar risken av finansiell nödställdhet för svenska fastighetsbolag och kommer fram till att risken verkar vara högre för unga och små företag samt för de bolag som endast fokuserar sin verksamhet kring mindre städer.

Karlin och Ulveström (2007) undersöker hur IAS 40 påverkar de svenska bankernas och kreditgivarnas lånebeslut. De menar att kreditgivarna alltid gör en egen värdering av företags fastighetsbestånd, samt att det är kassaflödet, snarare än årets resultat, som indikerar hur väl företaget klarar av nuvarande räntor, amortering samt eventuella räntehöjningar. Karlin och Ulveström (2007) konstaterar i sin studie att IAS 40 inte har någon inverkan på kassaflödet och de kan därmed konkludera att IAS 40 inte har påverkat kreditgivarnas lånebeslut.

Slutligen, den tidigare forskning som gjorts på vilka konsekvenser IFRS och IAS 40 har medfört har till stor del varit av mer kvalitativ karaktär. Likaså har inga tidigare studier gjorts på huruvida de noterade bolagens finansiella risktagande har *förändrats* efter införandet av IAS 40. Genom att kvantitativt undersöka hur de svenska fastighetsbolagens finansiella risk förändrats under åren 2000-2009 ämnar denna studie ytterligare utreda hur övergången till IFRS kan ha ändrat förutsättningarna för de involverade företagen.

2 Teoretisk referensram

I den teoretiska referensramen kommer finansiell risk behandlas ur två perspektiv. Först är det redovisningsperspektivet som presenteras med fokus på förhållandet mellan komponenterna rörelserisk, finansiell risk och total risk. Därefter introduceras perspektiv utifrån finansiella teorier med tyngdpunkt på kapitalstruktur och dess förmåner och kostnader. Sist förklaras fenomenet *earnings management* som kan förekomma i sammanhanget och påverka analysen av resultatet.

2.1 Finansiell risk ur ett redovisningsperspektiv

Begreppet risk används frekvent i en mängd olika affärssituationer. Det är inte bara investerare på kapitalmarknaden som behöver fatta beslut baserade på risk och förväntad avkastning; långgivare lånar ut kapital till låntagare och tar i denna process hänsyn till risk. Även när chefer överväger investeringsbeslut ser de till risken förknippad med investeringen (Hamberg, 2000). Detta tyder på att ett företags risktagande spelar en stor roll i flertalet viktiga affärssituationer.

Varje enskilt företag har sin egen finansieringspolitik, vilken avser val av skuldsättningsgrad. Valet av skuldsättningsgrad styrs i sin tur av uppsatta mål för räntabilitet på eget kapital och villigheten till risktagande, och således är den finansiella beslutsfattarens benägenhet att ta risk av stor betydelse för utformningen av finansieringspolitiken. Enligt bland andra Hamberg (2000) och Johansson och Runsten (2005) kan ett företags totala risk delas upp på rörelserisk samt finansiell risk enligt nedan:

$$Total\ risk = Rörelserisk + Finansiell\ risk$$

eller

$$\sigma_{R_E} = \sigma_{R_{SYSS}} + \sigma_{(R_{SYSS} - R_S) * S/E}$$

Enligt Johansson och Runsten (2005) mäts rörelserisk som spridningen i räntabilitet på sysselsatt kapital. Denna risk är förknippad med företagets investeringspolitik, prispolitik, marknadspolitik, produktpolitik samt övriga delar av företagspolitiken som *inte* har med finansieringspolitiken att göra. Denna risk är således *oberoende* av företagets val av finansiering. Det ska även påpekas att olika kapitalbaser kan användas för att beräkna rörelserisk, vanligast är sysselsatt, totalt och operativt kapital (Johansson & Runsten, 2005).

Den totala risken definierar Johansson och Runsten (2005) som spridningen i räntabilitet på eget kapital och menar att denna är beroende av den *totala* företagspolitiken, vilken även inkluderar finansieringspolitiken.

Slutligen, den risk som står i fokus för denna studie är den finansiella risken, och enkelt beskrivet består denna av skillnaden mellan total risk och rörelserisk. Hamberg (2000) beskriver hur den finansiella risken hänger samman med S/E-bidraget och visar hur högre skulder leder till ökad finansiell risk, vilket också, allt annat lika, innebär större spridning i räntabilitet på eget kapital. Mer specifikt anses de teoretiska komponenterna av finansiell risk bestå av (1) volatiliteten i räntekostnader, (2) företagets förmåga att anpassa sig till denna volatilitet och (3) den finansiella hävstången skapad av företagets kapitalstruktur (Hamberg, 2000).

Greve (2003) förklarar att möjligheterna för ett företag att på kort sikt påverka sin rörelserisk är relativt liten. Vidare förklarar Johansson och Runsten (2005, s. 45) att:

"en företagslednings villighet att ta finansiell risk är beroende av, dels rörelseriskens förväntade storlek, dels målet för totalrisken".

2.1.1 Sambandet mellan rörelserisk och finansiell risk

Hamberg (2000) spinner vidare på hur sambandet mellan rörelserisk och finansiell risk står i relation till varandra. Han menar att den totala risken, det vill säga variationen i avkastning på eget kapital, även beror på *interaktionen* mellan rörelserisken och den finansiella risken. Finansiell litteratur stipulerar ofta att företag som är aktörer på en marknad förknippad med hög rörelserisk, kan kompensera detta med en lägre finansiell risk. van Horne (1977, p. 784) menar att:

"...operating and financial leverage can be combined in a number of different ways to obtain a desirable amount of risk of common stock. High operating leverage can be offset with low financial leverage and vice versa."

I enlighet med detta argumenterar Mandelker och Rhee (1984) att skuldnivån måste anpassas för att en lämplig avkastning och risk på eget kapital ska nås. Således är det *rörelserisken* som sätter ramarna för den finansiella risken. En som motsätter sig denna teori är Myers (1977) som istället argumenterar för att rörelse- och finansiell hävstång är positivt korrelerade. Tanken bakom detta argument är att när företag väljer att investera i nya och mer kapitalintensiva produktionsstrukturer, varpå rörelsehävstången ökar, så ökar även den finansiella hävstången eftersom investeringen ofta finansieras genom lån.

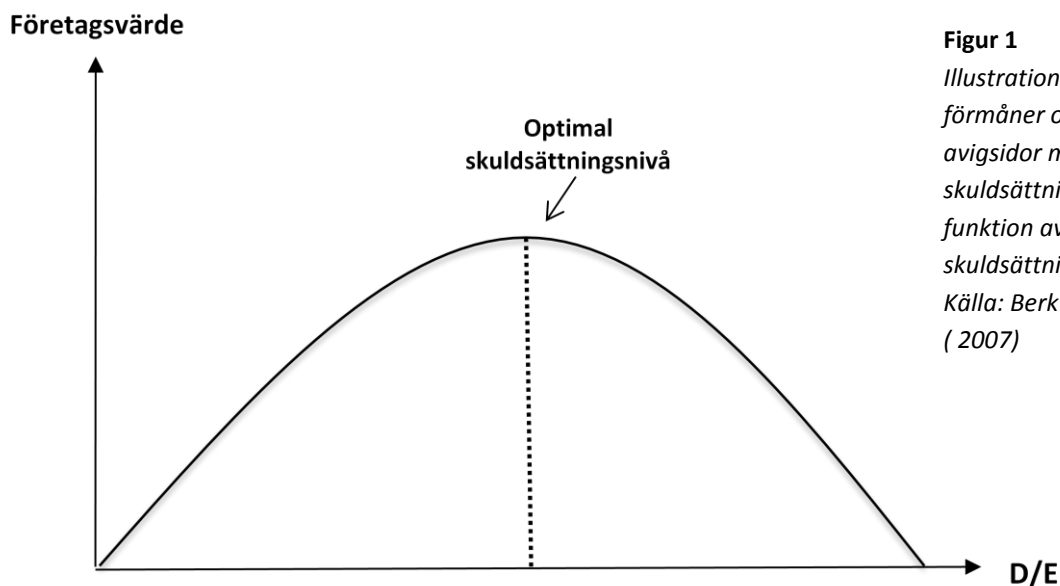
2.2 Finansiell risk ur ett finansteoretiskt perspektiv

Enligt Berk och DeMarzo (2007) finansieras ett företag av främmande och eget kapital, och det är fördelningen mellan dessa två kapitalkällor som utgör kapitalstrukturen. Främmande kapital är i normalfallet lån från kreditinstitut och eget kapital är den residual som uppstår efter subtraktion av det främmande kapitalet från marknadsvärdet av tillgångarna. De två typerna av kapital kan betecknas som kontraktsskuld, eftersom dess betalning är legalt stadfäst, respektive residuals skuld,

eftersom denna utbetalning endast sker efter att övriga utfästelser har fullgjorts. Det är viktigt att påpeka att eget kapital i det här sammanhanget således inte är bokföringsmässigt eget kapital, utan alla komponenter är marknadsvärdebaserade. Det är dessa finansiella teorier som ligger till grund för de lånebeslut som fattas av både banker och företag, även om beslutet självfallet inte endast beror på dessa faktorer (Hamberg, 2000).

2.2.1 Finansiell teori

Två framstående forskare på området, Modigliani och Miller, arbetade under antagandet om en perfekt kapitalmarknad och konkluderade att skuldsättningsbeslutet var irrelevant för värdet på företaget; det fanns ingen optimal kapitalstruktur. Emellertid förändras slutsatsen vid uppluckrande av de antaganden som en perfekt kapitalmarknad består av. Redan vid tillåtande av skatter uppstår förmåner med skuldsättning, tillåts fler marknadsimperfektioner uppstår även avigsidor, samt vissa ytterligare förmåner, med skuldsättning (Berk & DeMarzo, 2007). Detta illustreras i figur 1 där kurvans initiella uppåtlutning beror på förmånerna med skuldsättning, medan dess senare nedåtlutning beror på avigsidorna med skuldsättning. Fastställandet av den optimala kapitalstrukturen kan således svårligen göras exakt.



Figur 1
*Illustration av
förmåner och
avigsidor med
skuldsättning som
funktion av
skuldsättningsgraden.
Källa: Berk & DeMarzo
(2007)*

2.2.2 Skuldsättningens konsekvenser

De avigsidor och förmåner som uppstår kan förenklat delas in i risk för finansiell nödställdhet, agentkostnader, asymmetrisk information samt transaktionskostnader.

Finansiell nödställdhet

Risken för finansiell nödställdhet definieras av Hamberg (2000) som sannolikheten att en intressent med en kontraktskuld förlorar sin fordran eftersom företaget inte kan uppfylla sina kontraktuella skyldigheter. I det extrema fallet leder detta till konkurs, med överlämnande av företagets tillgångar till långivarna. Då uppstår en mängd direkta kostnader, exempelvis för expertrådgivning samt kostnader för den tid processen tar, men även indirekta kostnader såsom förlust av kunder och leverantörer samt de rabatter som snabb utförsäljning av tillgångar ger upphov till (Berk & DeMarzo, 2007).

Agentkostnader

Agentkostnader uppstår vid intressekonflikter mellan olika intressenter. Många beslut kan ha motsatta effekter för aktieägare och långgivare, då aktieägare exempelvis kan gynnas på långivarnas bekostnad av högre risktagande, eller ledningen gynnas på aktieägarnas bekostnad. Agentkostnader kan i många sammanhang förminska med skuldsättning (Berk & DeMarzo, 2007).

Asymmetrisk information

Det finns även informationsasymmetrier, det vill säga att ledningen för företaget ofta har mer information om företagets framtidsutsikter än övriga intressenter. Detta kan leda till *adverse selection*, som Akerlof (1970) beskrev som idén att när säljaren har privat information om sin vara, kommer köparna rabattera priset på marknaden på grund av *adverse selection*. Denna dynamik kan tillämpas på alla marknader där säljaren har informationsövertag (Berk & DeMarzo), såsom exempelvis marknaden för lån.

Transaktionskostnader

Den sista marknadsimperfektionen som är värd att belysa är transaktionskostnader vid finansiella utbyten, som innebär att företag är ovilliga att ändra sin kapitalstruktur såvida den inte avviker ordentligt från den optimala nivån. Låneupptagningen antas alltså vara trög, vilket medför att merparten av förändringarna i kapitalstrukturen troligen sker passivt, vid förändringar av tillgångarnas värde (Berk & DeMarzo, 2007).

2.3 Earnings management

Eftersom redovisningsstandarder lämnar visst utrymme för val av redovisningsmetod och hur dessa metoder ska tolkas, öppnas möjligheter för ledningen att på olika sätt manipulera resultatet samt fastighetsvärden och genom detta uppnå en mer tilltalande bild av företagets prestation och finansiella ställning. Manipulation går således ut på att utnyttja redovisningsreglernas tolkningsutrymme för att antingen låna vinster från framtiden eller spara vinster inför kommande perioder (Penman, 2010). Detta förlopp brukar kallas *earnings management* och definieras enligt Healy och Wahlén (1999, s. 368) som:

“Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.”

Det finns olika sätt på vilka rapporterna kan manipuleras, två vanligt förekommande typer av manipulation är *income smoothing* och *big-bath accounting*. Det förstnämnda går ut på att visa en så jämn utveckling av resultatet som möjligt (White et al, 2003). Detta är eftersträvarsvärt av flera anledningar. Exempelvis kan företaget bedömas vara mindre riskfyllt av fordrings- och aktieägare om det kan visa upp en jämn resultatutveckling, det vill säga lägre varians i räntabilitet på eget kapital, något som leder till lägre räntekostnader och högre aktiekurser. Enligt Healy och Wahlén (1999) kan en annan anledning vara att företagsledningen belönas av en jämn tillväxttakt i vinster.

Big-bath accounting går istället ut på att företaget under en tid låter bli att göra nedskrivningar för att sedan i dåliga tider rapportera alla förluster i en och samma period (White et al. 2003). Denna typ av manipulering kan till exempel användas av den nytilträdde företagsledningen för att visa intressenterna att de på ett aktivt sätt har tagit itu med företagets tidigare problem (Zucca & Campbell, 1992).

Slutligen, vissa industrier har särskilda poster i rapporterna som är lättare att manipulera än andra. För fastighetsbolagen är det värderingen av förvaltningsfastigheter som är mest utsatt för manipulering (Penman, 2010). Exempelvis har införandet av IAS 40, då värdeförändringar av förvaltningsfastigheterna direkt påverkar årets resultat, öppnat ännu en dörr för hur årets resultat kan påverkas. Detta kan åstadkommas till exempel genom att välja att inte redogöra för värdeminskningar. Ett annat sätt är att rapportera värdehöjningar genom att justera avkastningskravet eller att se alltför ljust på den framtida hyresutvecklingen.

3 Metod

3.1 Urval av undersökta företag

I avgränsningen (avsnitt 1.3) specificerades de dimensioner varefter urvalet av undersökta företag gjordes. För att undvika *survivor bias*, det vill säga att endast observera de företag som faktiskt överlevt och därmed få en skev representation av verkligheten, gjordes en genomgång av *Affärsvärldens* Aktieindikator varje år från 2000-2009 för att kunna inkludera fastighetsbolag som inte längre var noterade. Följande 14 fastighetsbolag undersöktes således:

Atrium Ljungberg	Castellum	Dagon
Fabege	FastPartner	Heba
Home Properties	Hufvudstaden	Klövern
Kungsleden	Ruric	Sagax
Tornet	Wallenstam	

För att kontrollera för allmänna förändringar i hela ekonomin som är orelaterade till fastighetsbolagens övergång till IAS 40 skapades en kontrollgrupp. Kontrollgruppen innefattade stor branschspridning och valdes bland bolag noterade på Stockholmsbörsen, men reflekterade även fastighetsbolagens storlek eftersom fördelningen mellan large/mid/small cap var snarlik. Observationerna från kontrollgruppen genomgick sedan samma tester för finansiell risk som fastighetsbolagen.

Kontrollgruppen bestod av följande 30 företag:

Axfood	Billerud	Biovitrum
Cision	Clas Ohlson	Concordia
Elanders	Electrolux	Enea
Eniro	Fagerhult	Gunnebo
Hennes & Mauritz	Hexagon	Höganäs
Intrum Justitia	JM Bygg	Mekonomen
Munters	ORC Software	Poolia
Precise Biometrics	SAS	Securitas
SkiStar	Sweco	Swedish Match
TeliaSonera	Transcom	Volvo

3.2 Explorativ malluppbyggnad

Därefter gjordes en manuell genomgång av företagens årsredovisningar och mått som vid förundersökningen ansågs vara intressanta sammanställdes. Kontinuerliga utvärderingar gjordes i en explorativ process vars syfte var att avgöra vilka mått som kunde besvara frågeställningen och om dessa faktiskt var möjliga att beräkna på ett konsekvent vis. Preliminära resultat utifrån insamlad data uppvisade inte förväntade resultat, vilket gjorde att antalet undersökningsmått successivt utökades för att utifrån andra perspektiv försöka påvisa en förändring i fastighetsbolagens risktagande. Åsa Bergström (personlig kontakt, 25 mars, 2010), CFO Fabege, och

Katerina Hellström (personlig kontakt, 25 mars, 2010), assisterande professor vid Handelshögskolan i Stockholm, konsulterades i syfte att fastställa de olika riskmåttens relevans och användning bland fastighetsbolagen, varefter några mått exkluderades. Denna explorativa process ledde fram till de fyra finansiella riskmått som sedermera användes, det vill säga:

- Marknadsvärderad skuldandel
- Räntetäckningsgrad
- Ränteskillnad
- Balanslikviditet

3.3 Nyckeltal och övriga undersökta mått

Införandet av IFRS innebar flertalet förändringar, inte minst då det kommer till utformandet av årsredovisningarna. På grund av förändringar i informationsunderlaget samt krav på överensstämmelse över tiden, komplicerades framställandet av formler för beräkningar av nyckeltal. Detta ledde till att det mest uppenbara sättet att beräkna ett nyckeltal inte alltid varit möjligt att använda, utan modifikationer gjordes i vissa fall. Nedan presenteras samtliga nyckeltal och mått som studien innefattar.

3.3.1 Värderingsavvikelse

En för denna uppsats underbyggande tes är att övergången till IFRS faktiskt har lett till att fastighetsinnehav redovisas till marknadsvärde i balansräkningen. Ifall denna övergång inte skett i praktiken fullt ut, komplicerar det tolkningen av övriga resultat i uppsatsen. Till exempel kvarstår det faktum att IAS 40 tillåter ett företag att välja att värdera fastigheterna antingen till verkliga värden *eller* till anskaffningsvärden med avdrag för avskrivningar (Bokföringsnämnden, 2002). Dal et al (2009) pekar på svårigheten att etablera om de bokförda värdena speglar marknadsvärdet, varför undersökningen begränsas till att utreda om de redovisade värdena efter införandet av IAS 40 är *närmare* marknadsvärde. Detta bedöms vara tillräckligt för att eliminera icke-införande av standarden som felkälla i tolkningen. Ett sätt att kontrollera detta är att undersöka de realiserade vinsterna som uppstår vid försäljning av fastigheter. Eftersom de bokförda värdena innan IFRS baserades på anskaffningsvärde, visserligen med justeringar för av-, ned- och uppskrivningar (Bokföringsnämnden, 2002), var dessa vinster tidigare stora. Då fastigheterna numera redan ska vara upptagna till verkligt värde i balansräkningen bör realisationsvinsterna vara väsentligt lägre.

För att undersöka detta togs värderingsavvikelsemättet fram. Mättet utgår från de i årsredovisningen angivna försäljningsintäkterna samt motsvarande fastigheters bokförda värde. Kvoten mellan dessa tal utgör realisationsvinsten i procent, eller värderingsavvikelsen, och definieras som följer:

$$\text{Värderingsavvikelse} = \frac{\text{Fastighetsförsäljningsintäkt} - \text{Bokfört värde sålda fastigheter}}{\text{Bokfört värde sålda fastigheter}}$$

Testning skedde enligt tidigare specificerad metod. Om testet visar att värderingsavvikelsen har minskat indikerar det att värderingen är närmare marknadsvärde.

3.3.2 Marknadsvärderad skuldandel

Andelen skulder av de totala tillgångarna är ett av de viktigaste och vanligaste måtten på finansiell risk (Thorell, 2003). En större andel skulder minskar, allt annat lika, sannolikheten att skulderna kommer kunna återbetalas – något som innebär högre finansiell risk.

Måttet är typiskt sett enkelt att beräkna, då båda bestandsdelarna redovisas tydligt i balansräkningen. Emellertid är det inte okomplicerat att beräkna för fastighetsbolagen då huvuddelen av tillgångarna, förvaltningsfastigheterna, fått ett radikalt förändrat värderingsförfarande på grund av IFRS. Således måste ett mått tas fram som kan beräknas konsekvent både före och efter införandet av IFRS. Marknadsvärderad skuldandel (Markn. Skuld.) definieras således som:

$$\text{Markn. Skuld.} = \frac{\text{Räntebärande skulder}}{\text{Totala tillgångar} - \text{Bokf. värde fastigheter} + \text{Marknadsvärde fastigheter}}$$

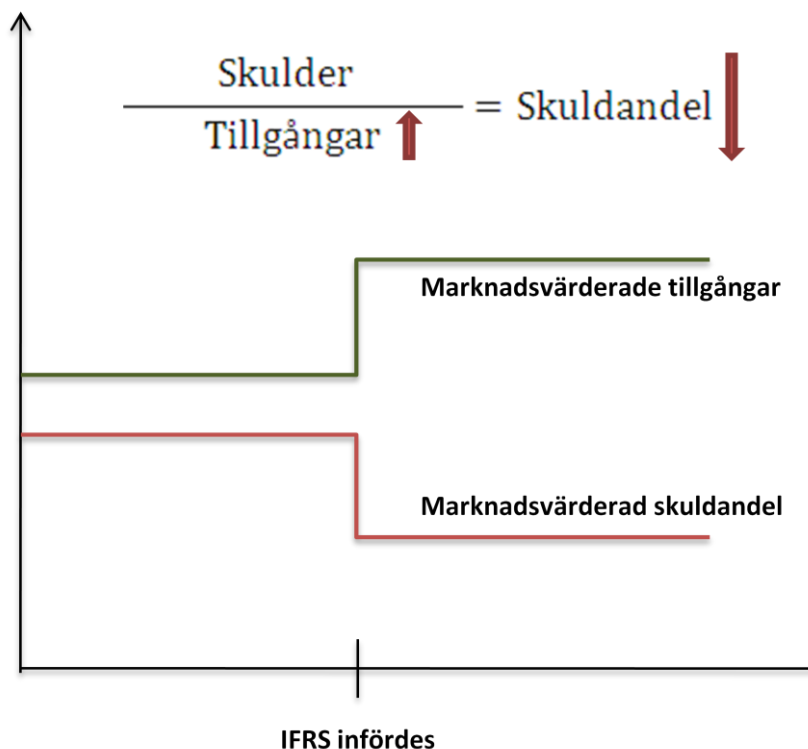
Måttet är konsekvent eftersom bokfört värde och marknadsvärde för fastigheter tar ut varandra efter IFRS, och endast totala tillgångar återstår i nämnaren. Fastigheternas anskaffningsvärde används således inte i denna beräkning överhuvudtaget, det är helt marknadsvärdesbaserat både före och efter IFRS.

Om testet visar att skuldandelen har ökat signifikant, indikerar det att den finansiella risken har ökat.

3.3.3 Omvärdering

Den information om fastighetsinnehavens marknadsvärde som rapporterades innan införandet av IAS 40 var i många fall av bristfällig kvalitet eftersom det inte var en skyldighet att lämna denna uppgift. Det blev en obligatorisk uppgift först 2003 i och med införandet av RR 24, men då endast som en not och inte som en del av balansräkningen. De regelförändringar som skedde ger skäl att misstänka att även värderingsmetoderna förändrades. Om fastigheter inte värderats på samma sätt före och efter IFRS är detta en felfaktor som kan störa tolkningen av nyckeltalen. I figur 2 visas att en eventuell uppvärdering av identiskt fastighetsbestånd vid övergång till IFRS skulle leda till högre tillgångsvärde, och en omedelbar parallellförskjutning av marknadsvärderad skuldandel till en lägre nivå. Observationerna skulle då visa på en lägre marknadsvärderad skuldandel trots att inget har förändrats förutom värderingsförfarandet. Eventuella förändringar i marknadsvärderad

skuldandel skulle då kunna bero på mätfel. För att avgöra om detta hände testades om omvärderingen som skedde vid övergången till IFRS var högre än de genomsnittliga omvärderingarna för de övriga åren.



Figur 2

Illustration av konsekvenserna för marknadsvärderad skuldandel vid eventuell förändring av värderingsmetod vid övergång till IFRS.

Omvärderingsmättet har tagits fram under antagandet att förvärv, försäljningar och investeringar som skett under året har skett till marknadsvärde. Marknadsvärdet i slutet av året har räknats bakåt för att justera bort dessa händelser, och landa i ett värde som endast har påverkats av den interna omvärderingen. Omvärderingen har sedan beräknats som kvoten av det justerade marknadsvärdet och årets ingående marknadsvärde, enligt nedan:

$$\text{Omvärdering} = \frac{\text{Marknadsvärde fastighetsinnehav}_t + \text{Försäljningar}_t - \text{Förvärv}_t - \text{Investeringar}_t}{\text{Marknadsvärde fastighetsinnehav}_{t-1}} - 1$$

Är medelvärdet för året IFRS infördes högre än övriga års medelvärde indikerar det att omvärderingen som då skedde var större än vanligt.

3.3.4 Tröghet

Belåningsbeslut för fastighetsbolagen kan möjligen karaktäriseras av tröghet. Det skulle innebära att ny information som förändrar den optimala kapitalstrukturen inte omedelbart resulterar i handling i riktning mot det optimala. Detta kan eventuellt förklara förändringarna i marknadsvärderad skuldandel, vilket föranledde undersökning av om det förekommer tröghet.

Det förefaller inte finnas något rättframt sätt att undersöka tröghet. Därför antogs en bred ansats till detta problem med diagrammatisk framställning av data, okulär granskning samt beräknades korrelationer mellan räntebärande skulder och marknadsvärderade tillgångar för respektive företag. Diagram framtoogs för att ge en översikt över förändringarna i totala tillgångars marknadsvärde, räntebärande skulder samt marknadsvärderad skuldandel på företagsnivå. Ytterligare diagram gjordes över samtliga företags räntebärande skulder, samt diagram med indexerad marknadsvärderad skuldandel, båda i syfte att skönja eventuell trend och förändring. Regressionsanalys gjordes för att urskilja eventuellt samband mellan räntebärande skulder och marknadsvärderade tillgångar. Är korrelationskoefficienten nära noll, eller till och med negativ, och R^2 nära noll har de inte samvarierat i någon större utsträckning, vilket skulle indikera tröghet. Dessa metoder var för sig var bristfälliga, men sammantaget kan ansatserna åtminstone ge en indikation av om tröghet förekommer.

3.3.5 Räntetäckningsgrad

Räntetäckningsgraden (RG) är ett mått som används för att mäta risk förknippad med skuldfinansiering och som avser företagets förmåga att kunna bära sina räntekostnader för lånat kapital. Traditionellt sett används måttet av så kallade kreditvärderingsinstitut, exempelvis Moody's och S&P, vid deras bedömning och betygssättning av företags kreditvärdighet. Ordinarie räntetäckningsgrad definieras enligt nedan (Johansson & Runsten, 2005):

$$\text{ord. RG} = \frac{\text{Vinst efter finansiella poster} - \text{Räntekostnader}}{\text{Räntekostnader}}$$

Eftersom de orealiserade värdeförändringarna, och visserligen även de därmed associerade uppskjutna skatteskulderna, är inkluderade i fastighetsbolagens resultat, finns det dock en risk för att detta mått blir missvisande i sin ordinarie form. Vanligt förekommande bland fastighetsbolagen är därför att även beräkna en *alternativ* räntetäckningsgrad där justering för de orealiserade värdeförändringarna sker. I denna studie beräknades den alternativa räntetäckningsgraden enligt nedan:

$$\text{alt. RG} = \frac{\text{Vinst efter finansiella poster} - \text{Netto orealiserade värdeförändringar} - \text{Räntekostnader}}{\text{Räntekostnader}}$$

Ifall testningen påvisar en signifikant minskning av räntetäckningsgraden, innebär detta att företagen ökat sin finansiella risk.

3.3.6 Ränteskillnad

Ytterligare ett sätt att undersöka huruvida risken bland fastighetsbolagen har ökat är att undersöka utvecklingen av bolagens genomsnittliga låneränta i förhållande till reporäntan. Detta är intressant eftersom räntesatser ofta sätts ett antal punkter över en referensränta, en skillnad som beror på uppfattad risknivå. Ränteskillnaden definieras enligt nedan:

$$\text{Ränteskillnad} = \text{Genomsnittlig låneränta} - \text{Genomsnittlig reporänta}$$

$$\text{Genomsnittlig låneränta} = \frac{\text{Räntekostnader}}{\text{Räntebärande skulder}}$$

Om det visar sig att ränteskillnaden har ökat hos fastighetsbolagen, innebär detta att den finansiella risken har ökat.

3.3.7 Balanslikviditet

Balanslikviditeten är ett mått på kortsiktig betalningsförmåga. Ifall stora positiva omvärderingar sker på fastighetsbeståndet, och ifall dessa orealiserade vinster används som underlag för utdelning, kommer likviditeten att minska. Detta eftersom någon faktiskt inbetalning inte kommer att ske till följd av omvärdering till verkligt värde. Naturligtvis sker utdelningen utifrån moderbolagets, och inte koncernens, eget kapital där IFRS inte tillämpas, men ett starkt resultat på koncernnivå kan alltså inbjuda till högre utdelning. Enligt Sörling (1996) lämpar sig traditionella likviditetsmått mindre väl för fastighetsförvaltande företag då dessa företags tillgångar domineras av fastigheter, finansieringen är långfristig samt att företagen har ett litet rörelsekapital. Trots detta anger samtliga fastighetsbolag i sina årsredovisningar likviditetsrisken som en av de viktigaste finansiella riskproblemen, och det blir därav intressant att undersöka hur utveckling av denna kvot sett ut. Balanslikviditeten definieras enligt nedan:

$$\text{Balanslikviditet} = \frac{\text{Omsättningstillgångar}}{\text{Kortfristiga skulder}}$$

Om det visar sig att balanslikviditeten minskat hos fastighetsbolagen, innebär detta att den finansiella risken har ökat.

3.3.8 Rörelserisk

Finansiell risk kan förväntas bero på rörelserisk enligt Johansson och Runsten (2005). Måttet beräknades genom att addera resultat före finansiella poster och skatter (EBIT) och ränteintäkter, vilket gav rörelseresultat före räntekostnader för varje kvartal. Detta justerades till en helårsekvivalent genom att multiplicera med fyra. I nämnaren står genomsnittet av kvartalets ingående och utgående sysselsatt kapital. Sedan beräknades variansen av detta mått, enligt nedan:

$$\text{Rörelserisk} = \sigma_{R_{\text{Syss}}}$$

$$R_{\text{Syss}} = \frac{4 * (\text{EBIT} + \text{Ränteintäkter})}{\text{Snitt} (\text{Eget kapital} + \text{Finansiella skulder})}$$

Därefter testades hypotesen om varianserna i period 1 och 2 var lika. Visar det sig att varianserna är högre för andra perioden, indikerar det att rörelserisken har ökat.

3.3.9 Total risk

Den totala risken definieras som variansen i räntabilitet på eget kapital (Johansson & Runsten, 2005). Att analysera utvecklingen i den totala risken kan bidra till att förklara förändringarna i den finansiella risken, och därför kommer förändringarna i denna variabel undersökas före och efter införandet av IFRS.

Räntabilitet på eget kapital används för att mäta företagets lönsamhet. Definitionen av varians i räntabilitet på eget kapital, eller total risk, är:

$$\text{Total risk} = \sigma_{R_e}$$

$$R_e = \frac{4 * (\text{EBIT} + \text{Ränteintäkter})}{\text{Snitt eget kapital}}$$

Dessa data genomgick precis samma hypotestest som variansen för räntabilitet på sysselsatt kapital, med test för om variansen, alltså risken, har ökat efter införandet av IFRS. Kan det visas att varianserna för period 2 är högre än period 1, indikerar det att den totala risken har ökat för fastighetsbolagen.

3.4 Datainsamling

Den fortsatta informationsinsamlingen skedde delvis via Orbis, en databas med årsredovisningsdata. Emellertid kvarstod vissa detaljuppgifter som endast kunde inhämtas manuellt från årsredovisningarna, samt uppgifterna för 2009 som ännu inte hade förts in i databasen. Vidare baserades beräkningar för rörelserisk och total risk på kvartalsdata från Thomson Datastream, och vilka dessa data var redovisas närmare i appendix (bilaga 3). Inhämtning från dessa källor ger hög trovärdighet eftersom årsredovisningarna varifrån informationen hämtas är reviderade av oberoende revisorer.

3.5 Statistisk Metod

I undersökningen har både parametriska och icke-parametriska statistiska metoder använts för de olika testen. Det som avgjort har varit datas karaktäristika, och om data lever upp till de krav som ställs för respektive metod. När normalfördelningsantagande inte är försvarbart, är det mer lämpligt att använda icke-parametriska test eftersom dessa är distributionsfria (Newbold et al, 2007). Normalfördelningsantagande kan lättare göras vid stora sampelstorlekar, och för att uppnå detta kan observationer sammanläggas till en stor grupp. Denna undersöknings observationer för flertalet av måtten låg dock på olika nivåer, det vill säga ett företag hade en skuldandel som låg på 30-40 procent, medan ett annat företags skuldandel låg på 60-70 procent. När observationer befinner sig på markant olika nivåer kan dessa i allmänhet svårtligen sammanläggas, varför sampelstorlekarna blir små. Då kan heller inget normalfördelningsantagande göras, med följd att parametriska test inte blir rättvisande. Således har parametriska test använts när de lämpliga antagandena har kunnat göras, annars har icke-parametriska metoder använts.

3.5.1 Icke-parametriska metoder

Icke-parametriska test har således använts för de mått där ett normalfördelningsantagande inte var försvarbart, det vill säga samtliga fyra finansiella riskmått och värderingsavvikelse. Efter konsultation med Håkan Lyckeborg (personlig kontakt, 1 mars, 2010), Lektor vid centret för ekonomisk statistik vid Handelshögskolan i Stockholm, beslutades att det icke-parametriska Mann-Whitney U-testet lämpade sig bäst som icke-parametriskt test. Valet gjordes eftersom Mann-Whitney U-test endast kräver antagande om identiska populationsfördelningar, bortsett från eventuell skillnad i median, samt att testet är genomförbart på små sampel (Newbold et al, 2007).

Vid testning av om värderingsavvikelse och de finansiella riskmåtten har förändrats användes samma statistiska metod. Varje företags observationer delades in i grupperna före respektive efter övergången till IFRS. För respektive företag har observationerna *före* införandet av IFRS benämnts Grupp 1, medan Grupp 2 består av observationerna *efter* övergången. Likaså innefattar Period 1 tidsperioden *innan* införandet och Period 2 åren 2005-2009. Därefter beräknades medianerna för att se vilken riktning som kunde observeras, för respektive företag. Med riktade Mann-Whitney U-

test undersöktes sedan om den observerade förändringen var signifikant. Under antagandet att populationerna hade identiska fördelningar, fränsett eventuell skillnad i median, gjordes ett av följande två test, beroende på om medianen hade ökat eller minskat:

Minskad median:

$$H_0 = \text{Median}_1 \leq \text{Median}_2$$

$$H_1 = \text{Median}_1 > \text{Median}_2$$

$$\alpha = 10 \%$$

Ökad median:

$$H_0 = \text{Median}_1 \geq \text{Median}_2$$

$$H_1 = \text{Median}_1 < \text{Median}_2$$

$$\alpha = 10 \%$$

3.5.2 Parametriska metoder

Parametriska statistiska test å andra sidan ger i allmänhet mer styrka än icke-parametriska test, men kräver bland annat antaganden om sannolikhetsfördelningar i populationerna, något som lättare kan göras vid stora sampelstorlekar (Newbold et al, 2007). Observationerna för omvärdering kunde sammanläggas, och denna population antogs vara normalfördelad. För rörelserisk och total risk kunde observationerna inte sammanläggas och observationerna var för få för något distributionsantagande, vilket föranledde insamlande av data på kvartalsbasis med resultatet att normalfördelningsantagande av varianserna kunde göras.

För omvärderingsmättet gjordes två statistiska test, först ett F-test för att fastställa om varianserna kan antas vara lika eller olika, sedan ett t-test för att fastställa om omvärderingen för året IFRS infördes var signifikant skild från övriga års omvärderingar. F-testet krävde antagande om normalfördelning av varianserna, ett antagande som testet är väldigt känsligt för (Newbold et al, 2007). Hypoteserna ställdes upp enligt nedan:

$$H_0 = \sigma_1^2 \leq \sigma_2^2$$

$$H_1 = \sigma_1^2 > \sigma_2^2$$

$$\alpha = 5 \%$$

Därefter gjordes ett t-test av medelvärdena med antagandet om varianser som gavs av F-testet. Dessutom gjordes antagandet att populationerna var normalfördelade. Hypoteserna ställdes upp enligt nedan:

$$H_0 = \mu_1 \leq \mu_2$$

$$H_1 = \mu_1 > \mu_2$$

$$\alpha = 5 \%$$

För rörelserisk och total risk testades med samma statistiska metod om varianserna hade förändrats från period 1 till period 2. Även för detta F-test gjordes antagandet att populationernas varianser var normalfördelade, ett antagande som testet är väldigt känsligt för. F-test genomfördes med följande hypoteser:

$$H_0 = \sigma_1^2 \geq \sigma_2^2$$

$$H_1 = \sigma_1^2 < \sigma_2^2$$

$$\alpha = 5 \%$$

I tabell 1 sammanfattas de statistiska test som gjordes i undersökningen.

Nyckeltal	Observations-frekvens	Per företag/ sammanläggning	Statistiskt test	Populationsantagande	Alfa
Värderingsavvikelse	Årsdata	Per företag	Mann-Whitney U-test	Identiska fördelningar före/efter	10 %
Finansiella riskmått*	Årsdata	Per företag	Mann-Whitney U-test	Identiska fördelningar före/efter	10 %
Omvärdering	Årsdata	Sammanläggning	F-test och t-test	Normalfördelning, av F-test lämpligt variansantagande	5 %
Rörelserisk	Kvartalsdata	Per företag	F-test	Varianserna normalfördelade	5 %
Total risk	Kvartalsdata	Per företag	F-test	Varianserna normalfördelade	5 %

Tabell 1 Översikt av de testade måtten och förutsättningar för de statistiska testen.

*Innefattar marknadsvärderad skuldandel, räntetäckningsgrad, ränteskillnad och balanslikviditet, samt motsvarande test för kontrollgruppen

4 Resultat

4.1 Observationer och bortfall

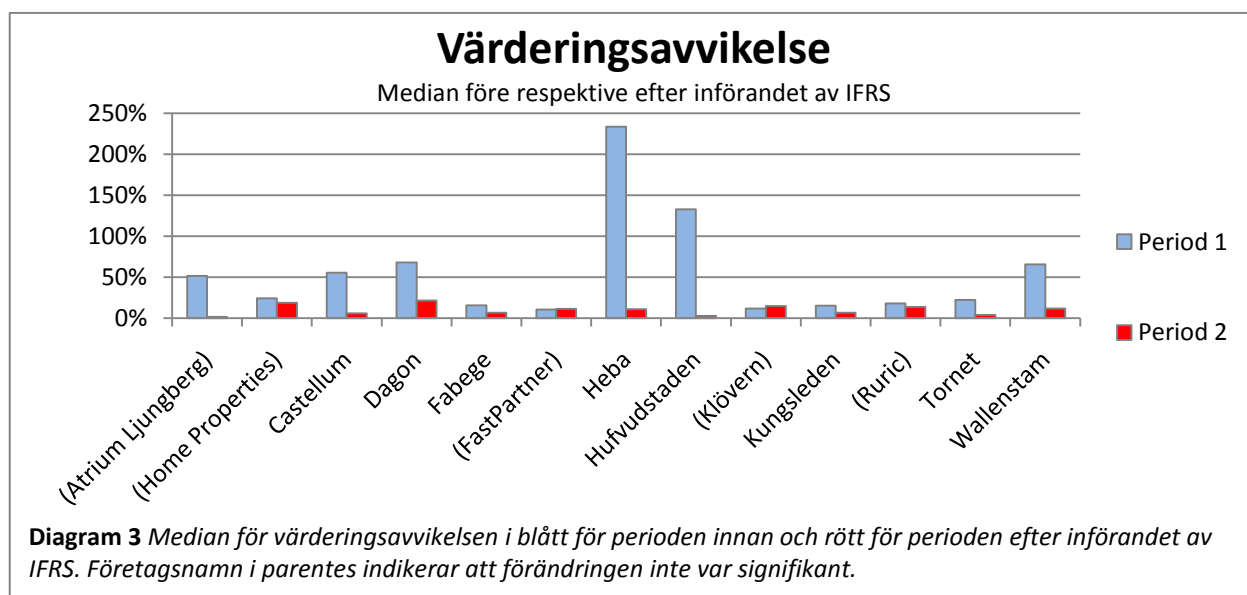
På grund av ofullständig data kunde inte alla mått beräknas för samtliga företag som ingår i undersökningen. Detta resulterade i bortfall och antalet företag som i slutändan medverkade i testet var färre än 14 och 30 för fastighetsbolagen respektive kontrollgruppen. För att få en översikt över sampelstorlekar och bortfall vid respektive test, har dessa sammanställts i tabell 2.

Mått	Fastighetsbolagen			Kontrollgruppen		
	Ursprungligt antal	Bortfall	Medverkande i testet	Ursprungligt antal	Bortfall	Medverkande i testet
Värderingsavvikelse	14	1	13	30	2	28
Omvärdering	14	2	12			
Marknadsvärderad skuldandel	14	1	13			
Räntetäckningsgrad	14	0	14	30	4	26
Ränteskillnad	14	0	14	30	6	24
Balanslikviditet	14	0	14	30	2	28
Rörelserisk	14	5	9			
Total risk	14	5	9			

Tabell 2 Översikt över sampelstorlek och bortfall vid respektive test, för fastighetsbolagen och kontrollgruppen.

4.2 Övergång till IAS 40 - värderingsavvikelse

Värderingsavvikelsen testar om fastigheternas värderingsförfarande har förändrats i riktning mot verkligt värde genom att undersöka om realisationsvinsterna har minskat. Mindre realisationsvinster, det vill säga lägre värderingsavvikelse, innebär att värderingen är närmare marknadsvärdet.



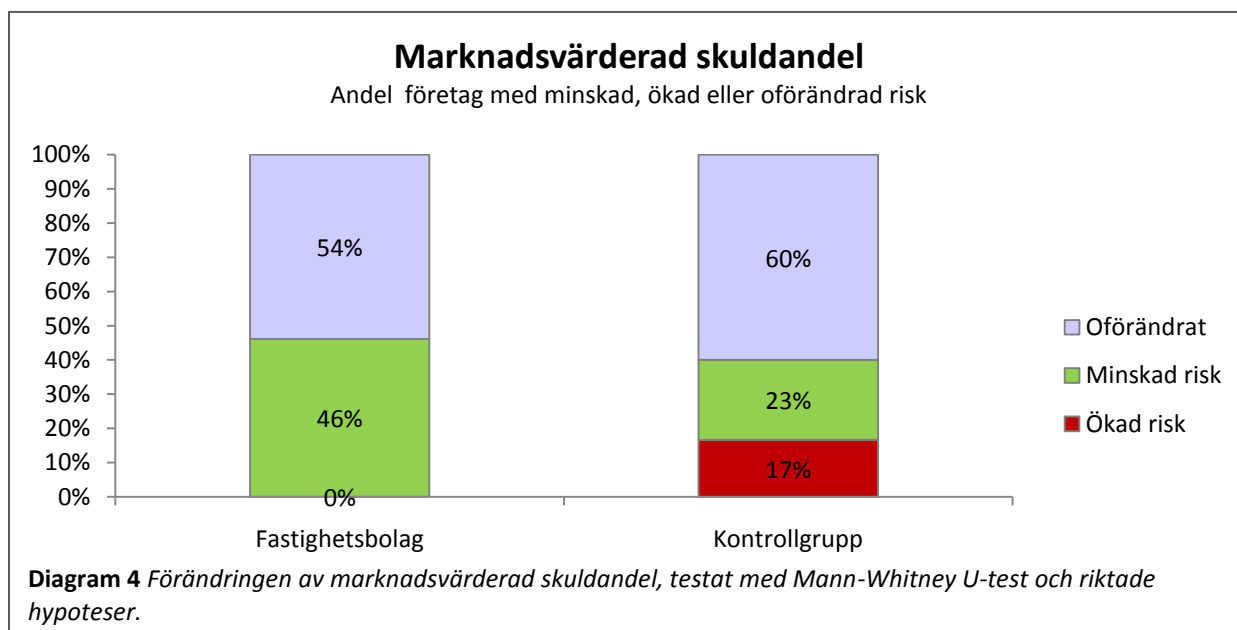
I diagram 3 ovan redovisas medianerna för respektive företag före och efter IFRS. Testet resulterade i att nollhypotesen kunde förkastas för 62 procent av företagen, samtliga minskningar.

4.3 Finansiell risk

4.3.1 Marknadsvärderad skuldandel

Marknadsvärderad skuldandel är, som tidigare förklarat, en något justerad skuldsättningsgrad. Den speglar det finansiella risktagande som ett företag tar på sig, högre skuldandel innebär högre finansiell risk. Diagram 4 visar att nollhypotesen kan förkastas för 46 procent av företagen, och att samtliga dessa signifikanta förändringar är minskningar.

Motsvarande test genomfördes på kontrollgruppen, vilket gav ett klart kontrasterande resultat. Förändringarna är statistiskt signifikanta för 40 procent av företagen, 23 procent är minskningar av risken, medan resterande 17 procent är ökningar.



4.3.1.1 Omvärdering

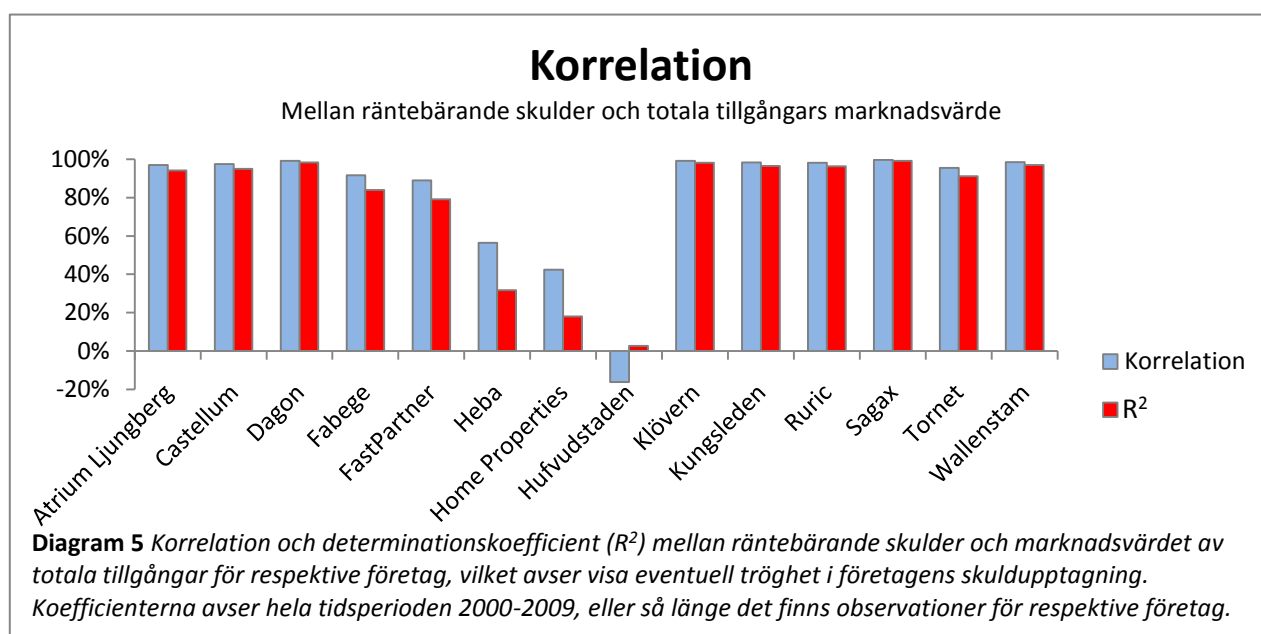
Omvärderingsmättet mäter den interna omvärdering som gjordes av marknadsvärdet på företagens fastigheter. Skedde en högre omvärdering när IFRS infördes än övriga år indikerar det att värderingsmetoden har förändrats, vilket kan vara en förklaring till förändringarna i marknadsvärderad skuldandel.

F-testet om lika varianser, vars resultat specificeras i appendix (bilaga 4), visar att nollhypotesen inte kan förkastas på signifikansnivån 5 procent eftersom p-värdet på 0,164205 är för högt. Således gjordes t-testet under antagande om *lika* varianser för att testa nollhypotesen om lika medelvärden, vars resultat specificeras i appendix (bilaga 5). Testet gav ett p-värde på 0,249199, vilket är för högt för att kunna förkasta nollhypotesen på signifikansnivån 5 procent.

4.3.1.2 Tröghet

I ett försök att förklara utfallet i förändringar av marknadsvärderad skuldandel undersöktes huruvida beslutsfattande kring skuldsättning karaktäriseras av tröghet. Okulär granskning av diagrammen i appendix (bilaga 6), som visar räntebärande skulder, marknadsvärderade tillgångar och marknadsvärderad skuldandel på företagsnivå, antyder att variablerna följer varandra åt. En indexering av marknadsvärderad skuldandel i appendix (bilaga 7) antyder att skuldandelen nådde sin botten året efter IFRS infördes, och därefter har ökat. Ytterligare visar diagrammen i appendix (bilaga 8) att de räntebärande skulderna i absoluta tal har uppvisat en uppåtgående trend, men detta är inte rensat för förvärv och försäljningar. Därtill beräknades korrelationskoefficienter mellan räntebärande skulder och marknadsvärderade tillgångar för varje företag under hela perioden samt R^2 vilket redovisas i diagram 5.

I diagram 5 går att utläsa att tröghet framförallt förekommer i tre företag Heba, Home Properties och Hufvudstaden, som har låga, eller till och med negativa, korrelationer. I övrigt uppvisar företagen höga korrelationer och R^2 .



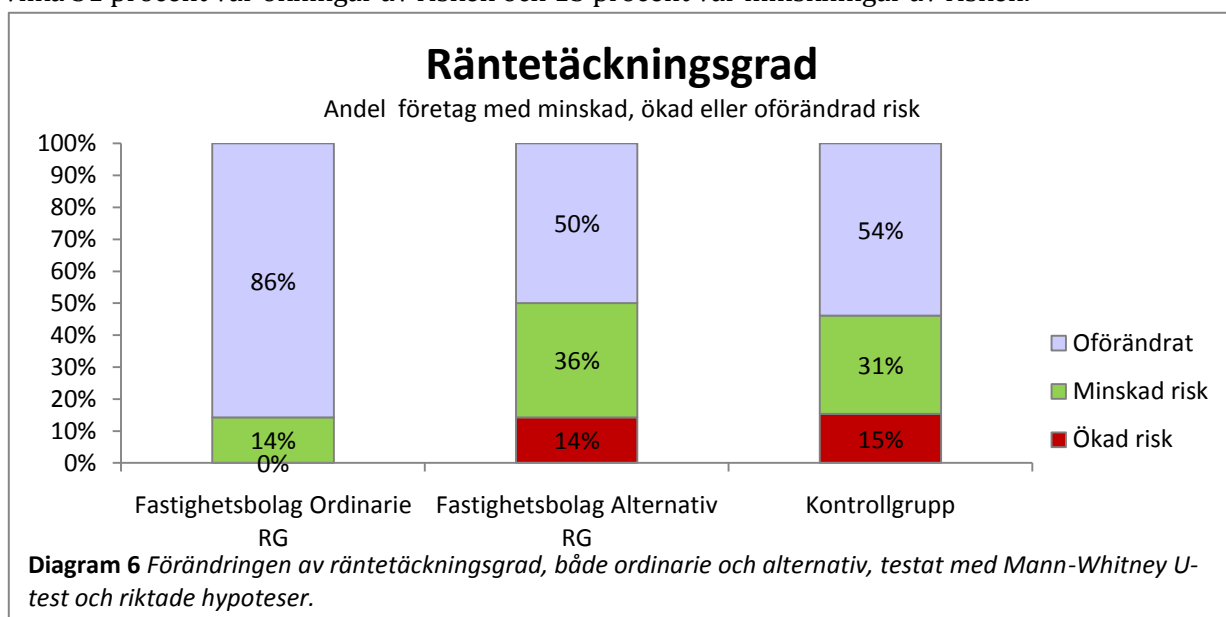
4.3.2 Räntetäckningsgrad

Som beskrevs tidigare utfördes två olika beräkningar för räntetäckningsgraden, en ordinarie beräkning samt en som justerades för orealiserade värdeförändringar.

Utfallet av det statistiska testet på ordinarie räntetäckningsgrad åskådliggörs i diagram 6 nedan och visar att nollhypotesen kan förkastas i 14 procent av fallen. I samtliga dessa fall har räntetäckningsgraden ökat, vilket tyder på minskat risktagande.

Resultaten från den alternativa räntetäckningsgraden visade att nollhypotesen kunde förkastas för hälften av fastighetsbolagen. Förändringarna innebar minskad risk för 36 procent och ökad risk för

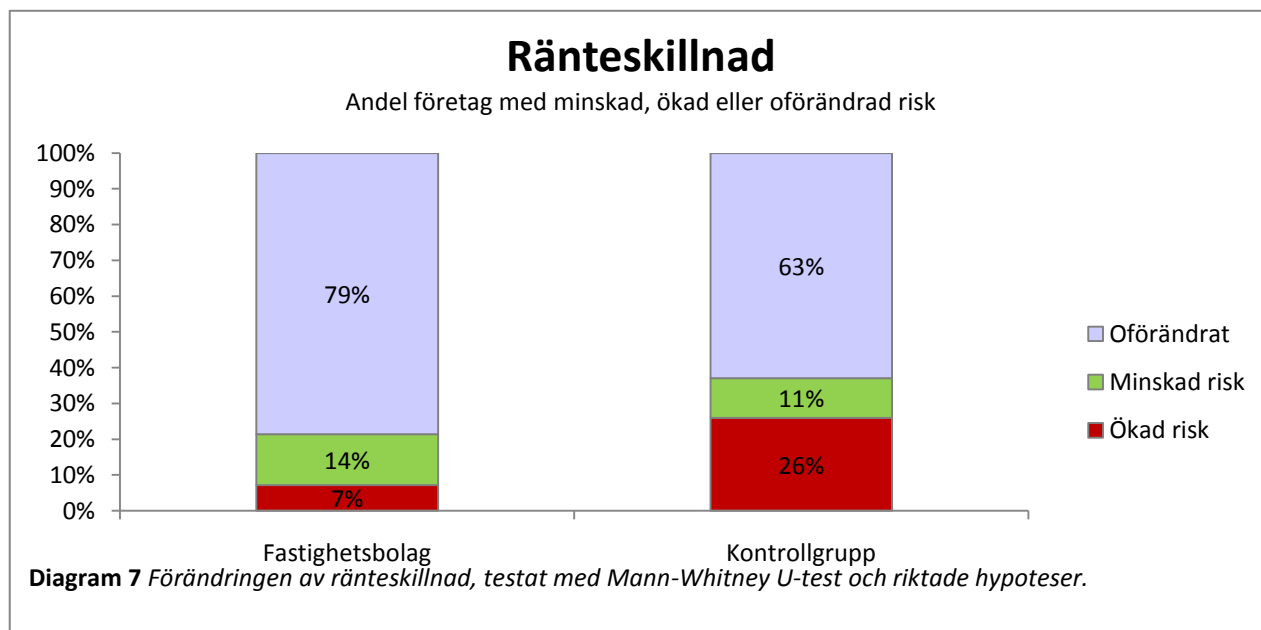
14 procent. För kontrollgruppen kunde nollhypotesen förkastas för 46 procent av företagen, av vilka 31 procent var ökning av risken och 15 procent var minskningar av risken.



4.3.3 Ränteskillnad

Ränteskillnaden mäter differensen mellan den genomsnittliga låneräntan och reporäntan. Ett sätt att påvisa ökat risktagande bland företagen är att se om denna skillnad har ökat sedan införandet av IFRS.

För 21 procent av företagen kunde nollhypotesen förkastas, varpå diagram 7 nedan visar att ränteskillnaden har minskat för 14 procent av företagen samt ökat för 7 procent. För kontrollgruppen kunde nollhypotesen förkastas för 37 procent av företagen, med 11 procent minskad risk och 26 procent ökad risk.

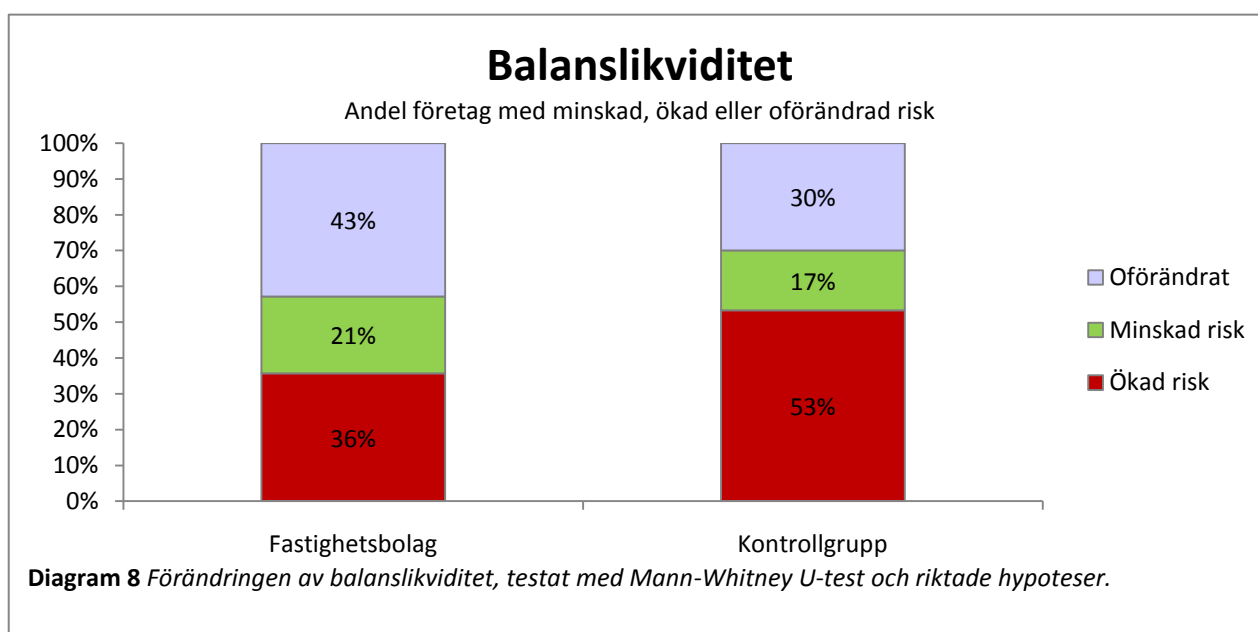


4.3.4 Balanslikviditet

Som tidigare nämnts testas balanslikviditeten för eventuell inverkan på fastighetsbolagens kortsiktiga betalningsförmåga av IFRS. En minskning av balanslikviditeten innebär ökad risk för bolagen.

De utförda testen redogörs för i diagram 8 nedan och resulterade i att nollhypotesen kunde förkastas för 57 procent av fastighetsbolagen. För 36 procent av bolagen hade risken ökat, medan 21 procent stod inför minskad risk.

Vid en närmare granskning av kontrollgruppen kunde nollhypotesen förkastas för 70 procent av företagen. Av dessa stod 53 procent för en ökad risk, medan förändringen för 17 procent av företagen innebar en minskning av deras risktagande.



4.4 Rörelserisk

Räntabilitet på sysselsatt kapital är ett lönsamhetsmått på företagets rörelse och variansen i detta mått blir således ett mått på rörelserisken. En ökning i variansen från period 1 till 2 indikerar att rörelserisken har ökat.

Utfallet från testet visar att nollhypotesen kunde förkastas för 89 procent av företagen (se tabell 3). Vid detta hypotestest användes en signifikansnivå på 5 procent. Utförligare specifikation av resultat av detta test återfinns i appendix (bilaga 9).

Rörelserisk	Varians Period 1	Varians Period 2	Förändring	P-värde	Förkasta H_0
<i>Atrium Ljungberg</i>	0,01%	1,80%	Ökning	0,000000	Ja
<i>Castellum</i>	0,39%	0,65%	Ökning	0,168634	Nej
<i>Fabege</i>	0,02%	0,51%	Ökning	0,000001	Ja
<i>FastPartner</i>	0,08%	0,59%	Ökning	0,001108	Ja
<i>Heba</i>	0,04%	2,84%	Ökning	0,000000	Ja
<i>Hufvudstaden</i>	0,16%	4,30%	Ökning	0,000004	Ja
<i>Klövern</i>	0,02%	0,56%	Ökning	0,000013	Ja
<i>Kungsleden</i>	0,01%	0,98%	Ökning	0,000000	Ja
<i>Wallenstam</i>	0,24%	1,03%	Ökning	0,011635	Ja

Tabell 3 Översikt av respektive företags rörelserisk före och efter IFRS samt statistisk data utifrån detta.

4.5 Total risk

Total risk är variansen i räntabilitet på eget kapital. Visar det sig att varianserna är större i period 2 än period 1, är detta en indikation på att den totala risken för fastighetsbolagen har ökat.

Utfallet från testet visar att nollhypotesen, med en signifikansnivå på 5 procent, kan förkastas för 78 procent av företagen (se tabell 4). Utförligare specifikation av resultat av detta test återfinns i appendix (bilaga 10).

Total risk	Varians Period 1	Varians Period 2	Förändring	P-värde	Förkasta H_0
<i>Atrium Ljungberg</i>	0,1%	7,1%	Ökning	0,000001	Ja
<i>Castellum</i>	3,3%	3,5%	Ökning	0,453303	Nej
<i>Fabege</i>	0,4%	3,6%	Ökning	0,000102	Ja
<i>FastPartner</i>	1,2%	4,3%	Ökning	0,022336	Ja
<i>Heba</i>	1,2%	4,7%	Ökning	0,019878	Ja
<i>Hufvudstaden</i>	0,5%	7,7%	Ökning	0,000050	Ja
<i>Klövern</i>	0,3%	4,0%	Ökning	0,000364	Ja
<i>Kungsleden</i>	0,1%	10,4%	Ökning	0,000000	Ja
<i>Wallenstam</i>	15,8%	7,5%	Minskning	0,076454	Nej

Tabell 4 Översikt av respektive företags totala risk före och efter IFRS samt statistisk data utifrån detta.

4.6 Sammanställd riskförändring

Sammanställningen i tabell 5 nedan är tänkt att inför analysen ge en översikt över hur riskförändringarna sett ut på företagsnivå. I tabellen nedan indikerar minustecken minskning av risken, plustecken indikerar ökning medan "0" innebär oförändrad risk. I appendix (bilaga 11 och 12) återfinns dessutom utförligare resultat av de statistiska testen som gjordes för fastighetsbolagen och kontrollgruppen, respektive.

Företag	Marknadsvärderad skuldandel	Räntetäckningsgrad	Ränteskillnad	Balanslikviditet	Rörelserisk	Total risk
Atrium	-	0	0	+	+	+
Ljungberg						
Castellum	0	0	0	0	0	0
Dagon	n.a.	-	0	-	n.a.	n.a.
Fabege	0	-	0	+	+	+
FastPartner	-	0	0	0	+	+
Heba	-	-	0	0	+	+
Home Properties	-	0	0	-	n.a.	n.a.
Hufvudstaden	-	-	-	-	+	+
Klövern	0	0	0	+	+	+
Kungsleden	0	0	0	0	+	+
Ruric	0	+	-	+	n.a.	n.a.
Sagax	0	-	0	0	n.a.	n.a.
Tornet	0	+	+	0	n.a.	n.a.
Wallenstam	-	0	0	+	+	0

Tabell 5 Sammanställning av respektive företags riskförändringar i respektive mått. Minustecken indikerar minskning av risken, plustecken indikerar ökning medan "0" innebär oförändrad risk.

5 Analys

5.1 Övergång till IAS 40 - värderingsavvikelse

De statistiska undersökningarna av fastighetsförsäljningarna visar att värderingsavvikelsen minskat sedan övergången till IAS 40 för 62 procent av företagen, medan resterande 38 procent inte kunde uppvisa signifikanta förändringar. Detta kan anses vara ett relativt starkt resultat med tanke på att testet är icke-parametriskt. Resultatet indikerar att fastigheternas värdering har närmat sig marknadsvärdering, och därmed har IAS 40 haft en reell påverkan på fastighetsbranschen. Detta är också i linje med förväntningarna om att avvikelserna, på grund av att det tidigare var de historiska anskaffningsvärdena som realisationsvinsterna baserades på, var större innan införandet av IFRS. Detta visar att den kvalitativa egenskapen tillförlitlighet även i praktiken har blivit mindre viktig inom redovisning till fördel för egenskapen relevans. Således är det första kravet för studiens fortsatta betydelse uppfyllt; nämligen att värderingen av förvaltningsfastigheter efter införandet av IFRS har rört sig mot marknadsvärdering.

Emellertid kvarstår det faktum att studiens resultat visar på att det även vid marknadsvärdering enligt IAS 40 förekommer en värderingsavvikelse. Detta är i linje med vad Dal et al (2009) samt Dietrich et al (2001) konkluderar i sina studier. Anledningar till detta kan endast spekuleras kring eftersom det inte har testats i denna uppsats. Först kan konstateras att viss avvikelse förekommer naturligt som en följd av värdestegring sedan värderingstillfället. Emellertid kan detta endast förklara en bråkdel av värderingsavvikelsen ens i den bästa av värdeuppgångar. *Earnings management* framträder som en trolig ytterligare orsak eftersom vinster kan flyttas i tiden av företagsledningarna som vill jämna ut vinster. Detta underlättas av att förrädiska incitament är inblandade i värderingsprocessen eftersom de som gör värderingen ofta är i beroendeställning till uppdragsgivaren. Med beroendeställning åsyftas att utföraren av värderingen, antingen i funktion av anställd eller som inhyrd konsult för syftet, avlönas och utvärderas av uppdragsgivaren och ingen annan.

5.2 Finansiell risk

För att utvärdera förändringen i finansiell risk för fastighetsbolagen användes fyra finansiella riskmått; marknadsvärderad skuldandel, räntetäckningsgrad, ränteskillnad samt balanslikviditet. En analys av riskmåten visar att tre av fyra går tvärtemot den förväntade riskökningen. Istället tyder resultaten på att den finansiella risken har *minskat* för fastighetsbolagen relativt den övriga ekonomin (se tabell 6).

Finansiellt riskmått	Fastighetsbolagen	Kontrollgruppen	Fastighetsbolagen relativt kontrollgruppen
Marknadsvärderad skuldandel	Minskad risk	Otydlig tendens	Minskad risk
Räntetäckningsgrad	Minskad risk	Minskad risk	Oförändrad risk
Ränteskillnad	Minskad risk	Ökad risk	Minskad risk
Balanslikviditet	Ökad risk	Ökad risk	Minskad risk

Tabell 6 Översikt av riskförändringarna i absoluta termer för fastighetsbolag och kontrollgrupp, samt fastighetsbolagens riskförändringar relativt kontrollgruppen.

Riskminskningen är olika påtaglig för respektive riskmått och ofta har förändringarna olika orsaker. Nedan analyseras därför förändringarna i finansiell risk mått för mått.

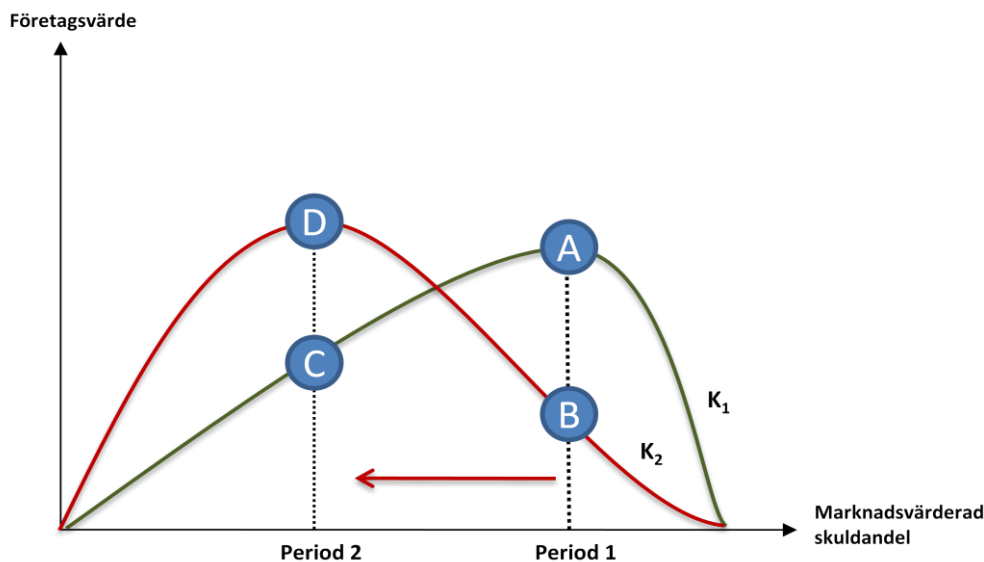
5.2.1 Marknadsvärderad skuldandel

I detta avsnitt kommer måtten marknadsvärderad skuldandel, omvärdering och tröghet behandlas tillsammans, eftersom analysen av de tre är nära sammankopplad. Inledningsvis kan konstateras att den marknadsvärderade skuldandelen har minskat betydligt för fastighetsbolagen. Denna minskning står sig även vid en jämförelse med kontrollgruppen, där förändringarna är mer spridda. Det betyder att skuldandelen även minskat relativt den övriga ekonomin. En lägre skuldandel antyder minskad finansiell risk, och således kan konstateras att fastighetsbolagens finansiella risk har minskat, åtminstone utifrån detta mått. Detta stärker uppfattningen att fastighetsbolagen, relativt den övriga ekonomin, har minskat sin finansiella risk.

En potentiellt störande faktor var omvärdering vid övergången till IAS 40. Det visade sig emellertid att denna effekt kunde elimineras eftersom omvärderingen som skedde vid övergången till IAS 40 inte var signifikant skild från övriga års omvärderingar. Således finns ingen anledning att tro att värderingsmetoden förändrades vid införandet av IFRS och att observerade förändringar skulle bero på mätfel, anledningen till den minskade skuldandelen finns följaktligen i andra faktorer.

Figur 3 nedan illustrerar ur ett finasteoretiskt perspektiv olika möjliga utvecklingar för fastighetsbolagens marknadsvärderade skuldandel. Den marknadsvärderade skuldandelens minskning visas av förskjutningen av den streckade linjen mot vänster. Då uppsatsens syfte endast var att undersöka förändringen i finansiell risk kan tillsammans med teori på området endast teorier om möjliga orsaker och händelseförlopp presenteras. Tre möjliga förlopp framträder med stöd av teori:

- 1) Ursprungsläget var punkt B, det vill säga överskuldsättning, som sedermera har justerats nedåt för att nå punkt D på kurva K_2 .
- 2) Ursprungsläget var punkt A, men underskuldsättning har uppstått och fastighetsbolagen hamnat i punkt C på kurva K_1 .
- 3) Ursprungsläget var punkt A, men kurvan har förskjutits från K_1 till K_2 och fastighetsbolagen uppnått en ny optimal skuldnivå vid punkt D.



Figur 3
Illustration av möjliga händelseförlopp vid förändring av kapitalstrukturen. Figuren är främst avsedd som ett konceptuellt stöd, och visar inte de exakta förändringarna.

Förlopp 1 innebär att fastighetsbolagen upplevde negativa effekter av överskuldsättning som bland annat kan innebära hög risk för finansiell nödställdhet och höga agentkostnader. För att minska dessa nackdelar och uppnå företagets maximala värde har kapitalstrukturen justerats i riktning mot den optimala nivån. Detta är rationellt handlande, och ett fullt möjligt händelseförlopp.

I förlopp 2 har fastighetsbolagen rört sig från en optimal, eller åtminstone mer optimal, kapitalstruktur till underskuldsättning. En möjlig orsak till underskuldssättningen är förändrade underliggande marknadsvärden som på grund av tröghet inte har lett till förändrad belåning. Tröghet i sin tur beror på att transaktionskostnaderna för att förändra skuldsättningsnivån har varit för höga för att det ska vara värt besväret. Företagen förändrar i allmänhet endast sin kapitalstruktur aktivt om den avviker markant från det optimala. Det enda som krävs för lägre skuldandel enligt denna teori är således passivitet i en uppåtgående marknad.

Belåningsbesluten är tröga om korrelationen mellan marknadsvärde och räntebärande skulder är låg, eller till och med negativ. Utfallet från detta test gav dock tvetydiga resultat, där tröghet framförallt förekom i tre företag, medan de övriga företagen uppvisade både höga korrelationer och R^2 , vilket indikerar att räntebärande skulder och marknadsvärdet följt varandra relativt väl. Diagrammet i appendix (bilaga 8) visar emellertid att räntebärande skulder har uppåtgående trend, vilket talar emot tröghet. Emellertid kan inte med säkerhet tröghet uteslutas som förklaring till den påvisade minskningen av marknadsvärderad skuldandel hos fastighetsbolagen.

I förlopp 3 har kurvan på grund av externa faktorer förskjutits från K_1 till K_2 . Det innebär att fastighetsbolagens optimala kapitalstruktur förskjutits från punkt A mot en lägre nivå, punkt D, och företagen har då justerat sin kapitalstruktur för att uppnå denna. Orsaker till förskjutningen av kurvan kan vara någon kombination av ökad risk och kostnad för finansiell nödställdhet, ökade agentkostnader och ökad rörelserisk. Om rörelserisken ökar, ökar nackdelarna med finansiell skuldsättning, och därför sänks den optimala finansiella skuldsättningsnivån. Innan detta resonemang utvecklas ska övriga finansiella riskmått behandlas, för att bekräfta att uppfattningen om minskad finansiell risk stämmer.

5.2.2 Räntetäckningsgrad

Eftersom räntetäckningsgraden i sin ordinarie form kan anses missvisande på grund av att årets resultat påverkats av extrema upp- eller nedvärderingar, är det främst den alternativa räntetäckningsgraden som är av intresse. Vid en närmare analys av den denna är utfallen från både fastighetsbolagen och kontrollgruppen lika. Således kan misstanken att IFRS skulle ha lett till en minskning av detta mått, och därmed ökad risk för bolagen, avfärdas. Testet bekräftar således endast att fastighetsbolagen ur detta perspektiv har upplevt liknande förändringar som ekonomin i stort.

Det är viktigt att belysa det samband som kan finnas mellan räntetäckningsgrad och ränteskillnad. Enligt Damodaran (2006) är räntetäckningsgrad ett viktigt mått när kreditvärderingsinstitut bestämmer kreditbetyg för bolag. Detta kreditbetyg influerar i sin tur den mängd punkter över en referensränta som långivarna anger som ränta till låntagarna, det vill säga ränteskillnaden.

5.2.3 Ränteskillnad

Ränteskillnaden gav inte det resultat som förväntades, nämligen att den skulle ha ökat och därmed inneburit ett ökat risktagande för fastighetsbolagen. Fastighetsbolagen upplevde istället en minskning av ränteskillnaden, vilket indikerar minskad finansiell risk. Förändringen blir ännu tydligare vid kontrastering med den övriga ekonomin där ränteskillnaden har ökat. Följaktligen har ränteskillnaden minskat mer för fastighetsbolagen än för ekonomin i övrigt. Således kan det påvisas att den finansiella risken i detta avseende har minskat.

Tolkningen av detta mått, och i viss mån även det föregående måttet räntetäckningsgrad, försvåras av att period två först upplevde stadiga höjningar av räntan, för att sedan se räntan stört dyka till 0,25 procent, medan första perioden upplevde mindre svängningar, vilket illustreras av appendix (bilaga 2). Således kan stora delar av variationen i ränteskillnad bero på när, eller om, räntesäkringar och liknande finansiella instrument har använts, och måttet riskerar således att snarare spegla företagens skicklighet eller tur i att hantera risk än deras faktiska risk.

När det gäller riskhantering är det möjligt att fastighetsbolagen haft en fördel gentemot kontrollgruppen eftersom de ofta har ett långt perspektiv i sin upplåning (Sörling, 1996). Därigenom kan de ha undvikit de värsta delarna av kreditåtstramningen och kommit undan med lägre totala räntekostnader, och därmed lägre ränteskillnad. Det är troligt att kreditåtstramningen relativt sett drabbade den övriga ekonomin hårdare ifall deras verksamhet präglas av kortare upplåning, då detta skulle ha inneburit ökad risk för långivarna att låna ut kapital till dessa företag. Detta är en möjlig förklaring till utfallet av både räntetäckningsgraden och ränteskillnaden.

5.2.4 Balanslikviditet

Efter en analys av resultatet kan konstateras att balanslikviditeten för fastighetsbolagen har försämrats efter införandet av IFRS, men inte lika mycket som för kontrollgruppen. I en jämförelse med ekonomin i övrigt har således likviditetsrisken minskat relativt sett för fastighetsbolagen.

En tänkbar orsak till varför utfallet skiljer sig åt mellan fastighetsbolagen och kontrollgruppen kan vara att fastighetsbolagen har svårare att påverka de komponenter som balanslikviditetsmålet baseras på, nämligen omsättningstillgångar och kortfristiga skulder. Enligt Sörling (1996) har fastighetsbolagen generellt mycket små omsättningstillgångar. Samtidigt består de kortfristiga skulderna till stor del av förutbetalda hyresintäkter, vilket minskar möjligheterna för fastighetsbolagen att själva påverka balanslikviditeten.

5.3 Rörelserisk

Sammanfattningsvis har således den finansiella risken för fastighetsbolagen minskat, vilket går stick i stäv med den hypotes som framlades inledningsvis. Som Mandelker och Rhee (1984) föreslår kan detta vara en reaktion på ökad rörelserisk, det vill säga företagen har svarat på exogent förändrad rörelserisk genom att ändra den risk som är lättast att kontrollera, den finansiella, för att moderera förändringen i totalrisken. Inget stöd tycks finnas för Myers (1977) motargument att högre rörelserisk även leder till högre finansiell risk. Som tidigare förklarats i avsnittet om marknadsvärderad skuldandel är det då troligt att fastighetsbolagen har följt förlopp 3 och hamnat i punkt D i figur 3. I denna punkt har skuldandelen minskats som ett svar på en förskjutning av kurvan mot vänster, en förskjutning som eventuellt berodde på ökning av rörelserisken.

Testerna visade att variansen i räntabilitet på sysselsatt kapital har ökat signifikant för 89 procent av företagen sedan införandet av IFRS. Det innebär att rörelserisken har ökat för fastighetsbolagen. Om förändringen i finansiell risk beror på förändringen i rörelserisk måste även denna förändrings orsaker undersökas, det vill säga det måste etableras varför förskjutningen av kurvan i figur 3 skedde. Då rörelserisken mäts som variansen i räntabilitet på sysselsatt kapital kan det konstateras att dessa värden varierade mindre innan övergången till IFRS. Det beror givetvis delvis på att den första perioden i allmänhet var goda år för fastighetsbolagen medan den andra perioden innehöll en dramatisk finanskris. Det faktum att alla företag redovisade minst ett förlustkvartal i andra perioden, något som inte inträffade en enda gång för något företag i första perioden, talar sitt tydliga språk om den ökade variansen.

Finanskrisen i sig själv är emellertid inte en tillräcklig förklaring till den ökade variansen, det krävdes troligtvis ytterligare en faktor, nämligen införandet av IFRS. Med de nya reglerna redovisades värdeminskningar omedelbart, istället för vid försäljningstillfället. Hade IFRS inte införts hade fastighetsbolagen således kunnat redovisa betydligt bättre resultat under andra perioden eftersom alla värdeförändringar inte hade behövt redovisas. IFRS för sig självt, utan inverkan av finanskrisen, hade även det haft begränsad påverkan på variansen eftersom de variationer som fastigheternas värdeförändringar gav upphov till tidigare redovisades det kvartal de såldes, vilket gav upphov till stora variationer även tidigare. Det är alltså kombinationen av de två faktorerna finanskris och införande av IFRS som har lett till den högre rörelserisken.

Många menar tvärtom att införandet av IFRS borde ha lett till *lägre* rörelserisk eftersom fastighetsbolagens möjligheter till vinstutjämning, så kallad *earnings management*, har ökat. Det har inte varit denna undersöknings syfte att undersöka förekomsten av *earnings management*, men i det fall det förekommer är det tydligt att möjligheten inte utnyttjats i tillräcklig utsträckning för att minska rörelserisken, eftersom rörelserisken tydligt ökat för fastighetsbolagen.

5.4 Total risk

Fastighetsbolagens totala risk, mätt som variansen i räntabilitet på eget kapital, har ökat efter införandet av IFRS. Den slutsatsen kan dras eftersom 78 procent av företagen har signifikant ökade totala risker. Fastighetsbolagen har alltså inte helt lyckats att neutralisera den ökade rörelserisken genom lägre finansiell risk, men det är troligt att de åtminstone har tagit udden av ökningen. Utan minskningen av den finansiella risken hade den totala risken varit ännu högre.

Här är det emellertid viktigt att ta ett steg tillbaka. I denna diskussion framstår det som om fastighetsbolagens verksamhet har förändrats fundamentalt med radikalt högre risk. Det främsta som förändrats är emellertid att de orealiserade värdeförändringarna blir en del av resultatet direkt i det kvartal som förändringen märks. Värdeförändringarna har egentligen endast flyttats

närmare i tiden från försäljningstillfället. Resultatvariationerna bör ha varit stora redan tidigare eftersom hela vinsten sedan en fastighets inköp realiserades det kvartal fastigheten såldes. Därför är det lämpligt att tolka dessa slutsatser med försiktighet.

Det kan i denna uppsats inte uteslutas att riskminskningen beror ensamt på att finanskrisen har uppmuntrat till minskning av företagens hävstång, så kallad *deleveraging*. Emellertid återstår i detta fall skillnaden mellan fastighetsbolagen och kontrollgruppen när det gäller riskförändring, då fastighetsbolagens risk relativt sett har minskat. Denna skillnad ger anledning att tro att minskningen av den finansiella risken faktiskt beror på något som är utmärkande för fastighetsbolagen, och då är IAS 40 en möjlig, till och med trolig, förklarande skillnad.

6 Slutsatser

Uppsatsens syfte var att fördjupa kunskapen om och förståelsen för effekterna av införandet av IFRS genom att fastställa om fastighetsbolagens risk ökade efter införandet, samt framlägga möjliga förklaringar till förändringarna. En slutsats som drogs, som var av avgörande betydelse för fortsättningen av uppsatsen, var att införandet hade påverkat fastighetsbolagens redovisning av fastighetsinnehav i riktning mot marknadsvärde, vilket visades genom minskningen av värderingsavvikelsen.

Fastighetsbolagens finansiella risk har minskat

Undersökningens främsta resultat är att den finansiella risken inte bara har minskat i absoluta termer för fastighetsbolagen, utan även relativt den övriga ekonomin. Fastighetsbolagens ledningar har alltså om något blivit försiktigare när det gäller finansiellt risktagande. Slutsatsen går således emot den hypotes som inledningsvis framlades, och detta kan förklaras med teorier som inkluderar rörelserisk och total risk.

Den finansiella riskminskningen kan bero på fastighetsbolagens ökade rörelserisk

Denna uppsats visar att både rörelserisk och total risk har ökat för fastighetsbolagen, medan den finansiella risken har minskat. Myers (1977) teori om att finansiell risk och rörelserisk skulle öka tillsammans finner således inget stöd i denna uppsats. Mandelker och Rhee (1984) däremot menar att rörelserisken sätter ramarna för den finansiella risken i syfte att hålla den totala risken på en viss nivå. Denna teori kan förklara orsaken till minskningen i finansiell risk som ett svar på den ökade rörelserisk som IFRS tillsammans med skarpa konjunktursvängar gav upphov till. Ambitionen att hålla den totala risken konstant har emellertid inte uppfyllts, men minskningen i finansiell risk har åtminstone mildrat ökningen i total risk.

Dessa slutsatser är viktiga eftersom de visar på de genomgripande effekter som redovisningsstandardförändringar kan ha på marknadens aktörers beteende. Vidare kommer hela tiden nya redovisningsstandarder, och kunskap om vad dessa förändringar kan innebära är viktig information för samtliga intressenter i ett företag. Dessutom, och kanske främst, kan denna uppsats som ett inlägg i debatten avliva den vitt spridda uppfattningen att IFRS har ökat fastighetsbolagens finansiella risk.

7 Diskussion

7.1 Förslag till vidare forskning

Denna studie har till stor del begränsats av tidpunkten vid vilken IFRS infördes i Sverige. Det var den 1 januari 2005 som de svenska börsnoterade bolagen anammade den internationella standarden, vilket innebär att den aktuella studietiden naturligt begränsades till de fem år som har passerat efter införandet. Eftersom tiden efter övergången till att redovisa enligt IFRS har präglats av stora konjunktursvängningar, går det inte helt att utesluta att de genererade resultaten för denna studie till viss del förklaras av utvecklingen i ekonomin eller andra externa faktorer. Det vore därför intressant att göra om samma undersökning om ytterligare ett par år, dels för att fånga upp en större bit av konjunkturcykeln, men också för att fler observationer ger tydligare och mer robusta statistiska resultat att basera analysen på.

Vidare vore det intressant att utföra samma studie även i andra länder som redovisar enligt IFRS. För det första är det troligt att både konjunktursvängningar och andra externa faktorer för den studerade perioden skiljer sig åt mellan olika länder. I linje med vad som tidigare diskuterades i analysen, där det konstaterades att utvecklingen i ekonomin sannolikt har påverkat studiens utfall, finns anledning att tro att samma studie inte skulle få identiska utfall i andra geografiska områden. För det andra så infördes IFRS i ett försök att harmonisera redovisningsstandarderna länderna emellan, vilket betyder att standarderna innan övergången skilde sig åt mellan staterna. Exempelvis redovisade svenska bolag sina förvaltningsfastigheter enligt anskaffningsvärdesmetoden, medan brittiska bolag marknadsvärderade sina fastigheter i balansräkningen redan innan IFRS anammades. Därför vore det av intresse att utföra studien på brittiska fastighetsbolag under samma tidsperiod. Konsekvenserna av införandet av IAS 40 torde inte ha varit lika stora för de brittiska fastighetsbolagen som för de svenska.

8 Källor

Akerlof, G. A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500. doi:10.2307/1879431.

Aktieindikatorn, *Affärsvärlden*, nr 1 2000-2009.

Alexander, D. & Nobes, C. (2007). *Financial accounting: an international introduction*. 3. ed. Harlow: Prentice Hall.

Anstérus, L. & Svensson, J. (2008). *Finansiell analys med avseende på risk – en studie av svenska fastighetsbolag*. Masteruppsats inom redovisning och finansiell styrning. Stockholm

Artsberg, K. (2005). *Redovisningsteori: -policy och -praxis*. 2. Uppl. Malmö: Liber ekonomi

Bartov, E. (1993). —The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation||, *The Accounting Review* (October 1993), pp. 610-622.

Bengtsson, B. (2008). *Redovisningens värder relevans I svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS40*. Åbo: Åbo akademins förlag.

Bergstrand, D (2006) Redovisning enligt IFRS i fastighetsbolag. *Fastighetsnytt*, nr 1.

Berk, J. B. & DeMarzo, P. M. (2007). *Corporate finance*. International edition Boston, Mass.: Pearson Addison Wesley.

Björnsson, A. (2008). *Britannica Book of the Year, 2008, "Sweden"*. Encyclopædia Britannica Online: <http://search.eb.com/eb/article-9437951> [2010-04-29].

Bokföringsnämnden (2002). *Redovisningsrådet*, RR 24. Tillgänglig [online]: <http://www.bfn.se/redovisning/RADET/RR/RR24.pdf> [2010-04-20].

Dal, J., Liljestrand, F. & Sandman, K. (2009). *Representation Faithfulness of Investment Property in Real Estate Companies*, Master-uppsats, Department of Accounting.

Damodaran, A. (2006). *Applied corporate finance: a user's manual*. 2.ed., New York: John Wiley & Sons.

Dietrich, R., Harris, M. and Muller, K. (2001). —The reliability of investment property fair value estimates, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 30, Issue 2, October 2000, pp 125-158.

Fagerfjäll, R. (2009). *Sveriges näringsliv*. 2., [uppdaterade och omarb.] uppl. Stockholm: SNS förlag.

Geltner, D. & Miller, N. (2007). *Commercial real estate analysis & investments*. 2. ed., international student ed. Mason, Ohio: Thompson South-Western.

Greve, J. (2003). *Modeller för finansiell planering och analys*. Lund: Studentlitteratur.

Haag, M. (2009). *Britannica Book of the Year, 2009, "Sweden"*. Encyclopædia Britannica Online: <http://search.eb.com/eb/article-9443297> [2010-04-29].

Haag, M. (2010). *Britannica Book of the Year, 2010, "Sweden"*. Encyclopædia Britannica Online: <http://search.eb.com/eb/article-9475643> [2010-04-29].

Hamberg, M. (2000). *Risk, uncertainty & profitability*. Uppsala:

Healy, P. & Wahlen, J. (1999). —A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting||, *Accounting Horizons*, Volume 13, No4, p365-383.

Internationell redovisningsstandard i Sverige: IFRS/IAS 2008. [5., uppdaterade uppl.] (2008). Stockholm: FAR SRS förlag.

Johansson, C. (red.) (2006). *Extern redovisning*. 2. uppl. Stockholm: Bonnier Utbildning.

Johansson, S. & Runsten, M. (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt: mål, samband och mätmetoder*. 3., [rev.] uppl. Lund: Studentlitteratur.

Karlin, M. & Ulveström, L. (2007). *Ringarna på vattnet – en studie över IAS:s påverkan på fastighetsbolag, kreditgivare samt värderingmän*. Kandidatuppsats. Borås

Kjaer, H. (2008) Verkligt värde fungerar inte i konjunkturedgång. *Balans*, nr 6-7.

Konjunkturinstitutet (2009). *Konjunkturbarometern, Företag och hushåll, Januari 2010*. URL http://www.konj.se/download/18.481a186d12661a09c3c80001749/KonjBar_100128.pdf [2010-04-29]

Mandelker, G. N. & Rhee, S. G. (1984). "The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 45-57.

Myers, S. C. (1977). "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, pp. 147-175.

Newbold, P., Carlson, W. & Thorne, B. (2007). *Statistics for Business and Economics*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Nordlund, B. (2006) Externredovisningen och verkligheten. *Fastighetsnytt*, nr 5.

Näringslivets Ekonomifakta AB, *BNP – Bruttonationalprodukt*. Tillgänglig [online]: <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/> [2010-04-20].

Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation / Stephen H. Penman*. 4. ed. Boston, Mass.: Mcgraw-Hill.

Precht, E. (2007) Är IFRS en tickande bomb?. *Balans*, nr 10.

SCB (2010). " *Bruttonationalprodukten (BNP) årsdata 1950-*". www.scb.se [2010-04-29]

Schön, L. (2007). *En modern svensk ekonomisk historia: tillväxt och omvandling under två sekel*. 2., [rev.] uppl. Stockholm: SNS förlag.

Smith, D. (2006). *Redovisningens språk*. 3., rev. uppl. Lund: Studentlitteratur.

Sveriges Riksbank (2010). "Årsgenomsnitt reporänta 2000-2009". URL <http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16736> [2010-04-29].

Sveriges Riksbank (2009). *Finansiell stabilitet 2009:2*. URL http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2009/FS_2009_2.pdf [2010-03-01].

Sörling, S. (1996). *Finansiell ställning Nyckeltal: litteraturgenomgång och reflektioner*. Stockholm: SABO.

Thomasson, J. (2006). *Den nya affärsredovisningen*. 17., [rev.] uppl. Malmö: Liber.

Thomasson, J. (2007). *Extern redovisning och finansiell analys*. 12. uppl. Malmö: Liber.

Thorell, P. & Edenhammar, H. (2003). *Företagens redovisning: grundläggande räkenskapsförståelse*. 4., [omarb. och uppdaterade] uppl. Uppsala: Iustus.

van Horne, J. C. (1977). *Financial management and policy*. 3. ed. Englewood Cliffs, N.J.:

White, G., Sondhi, A. & Fried, D. (2003). *The analysis and use of financial statements*. 3. ed. New York: Wiley.

Zucca, L. & Campbell, D. (1992). A Closer Look at Discretionary Writedowns of Impaired Assets, *Accounting Horizons*, September, 30-42.

Årsredovisningar, fastighetsbolagen:

Atrium Ljungberg, Årsredovisning 1999-2009

Castellum, Årsredovisning 1999-2009

Dagon, Årsredovisning 2003-2009

Fabege, Årsredovisning 1999-2009

FastPartner, Årsredovisning 1999-2008

Heba, Årsredovisning 1999-2009

Home Properties, Årsredovisning 1999-2008

Hufvudstaden, Årsredovisning 1999-2009

Klövern, Årsredovisning 2002-2009

Kungsleden, Årsredovisning 1999-2009

Ruric, Årsredovisning 2005-2008

Sagax, Årsredovisning 2004-2008

Tornet, Årsredovisning 1999-2005

Wallenstam, Årsredovisning 1999-2009

Årsredovisningar, kontrollgruppen:

Axfood, Årsredovisning 2009

Billerud, Årsredovisning 2009

Biovitrum, Årsredovisning 2009

Cision, Årsredovisning 2009

Concordia, Årsredovisning 2009

Elanders, Årsredovisning 2009

Electrolux, Årsredovisning 2009

Enea, Årsredovisning 2009
Eniro, Årsredovisning 2009
Fagerhult, Årsredovisning 2009
Gunnebo, Årsredovisning 2009
Hennes & Mauritz, Årsredovisning 2009
Hexagon, Årsredovisning 2009
Höganäs, Årsredovisning 2009
Intrum Justitia, Årsredovisning 2009
JM Bygg, Årsredovisning 2009
Mekonomen, Årsredovisning 2009
Munters, Årsredovisning 2009
ORC Software, Årsredovisning 2009
Poolia, Årsredovisning 2009
Precise Biometrics, Årsredovisning 2009
SAS, Årsredovisning 2009
SkiStar, Årsredovisning 2009
Sweco, Årsredovisning 2009
Swedish Match, Årsredovisning 2009
Telia Sonera, Årsredovisning 2009
Volvo, Årsredovisning 2009

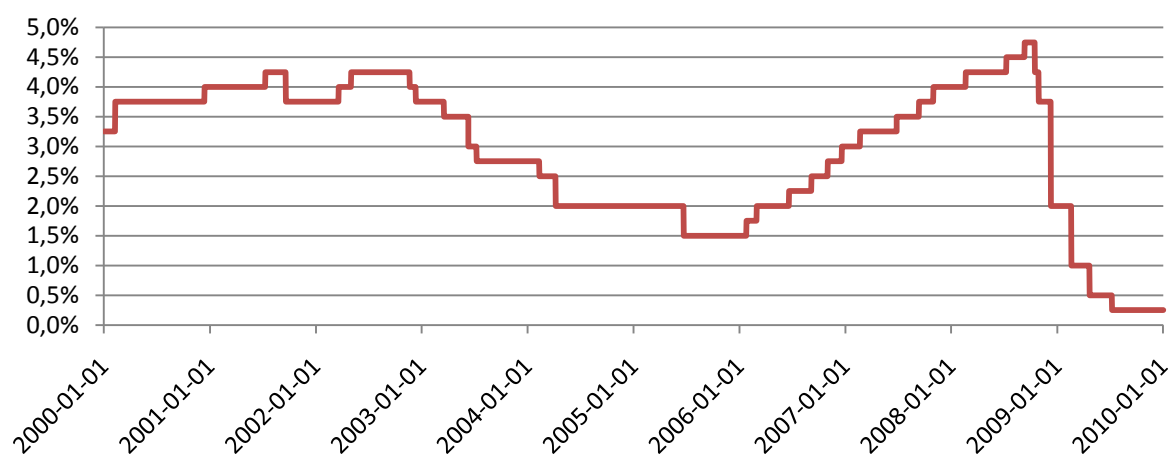
9 Appendix

Bilaga 1 Utvecklingen av Konjunkturinstitutets Barometerindikator 2000-2010. Källa: Konjunkturinstitutet.



Bilaga 2 Utvecklingen av Riksbankens reporänta 1 jan 2000 - 1 jan 2010. Källa: Riksbanken

Reporäntan



Bilaga 3 Specifikation av variabler hämtade från Thomson Datastream.

Följande *mnemonics* användes:

Finansiella skulder = WC03255

Eget kapital = WC03501

EBIT = WC18191

Ränteintäkter = WC01266

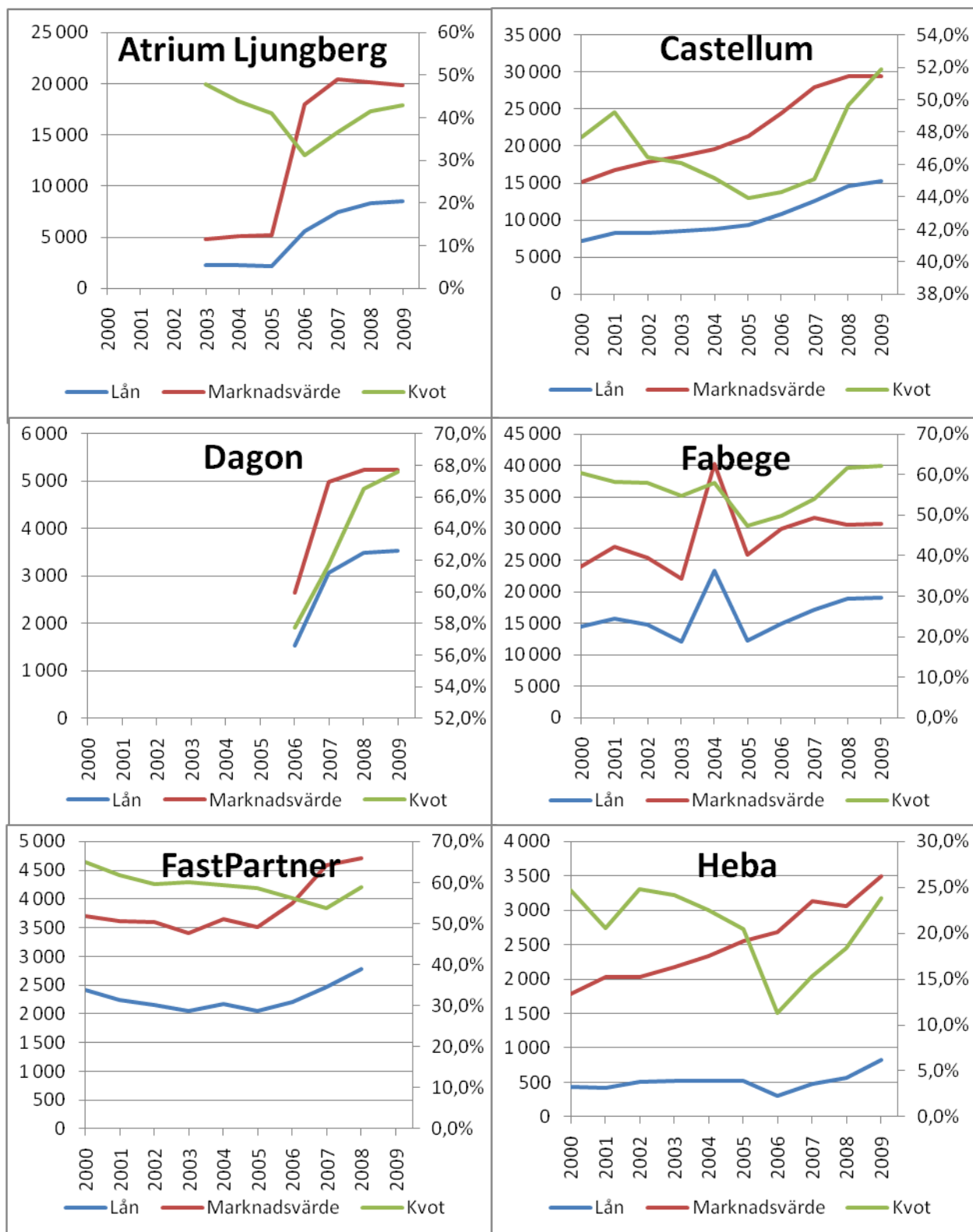
Bilaga 4 F-test av variansernas likhet för omvärderingsmättet.

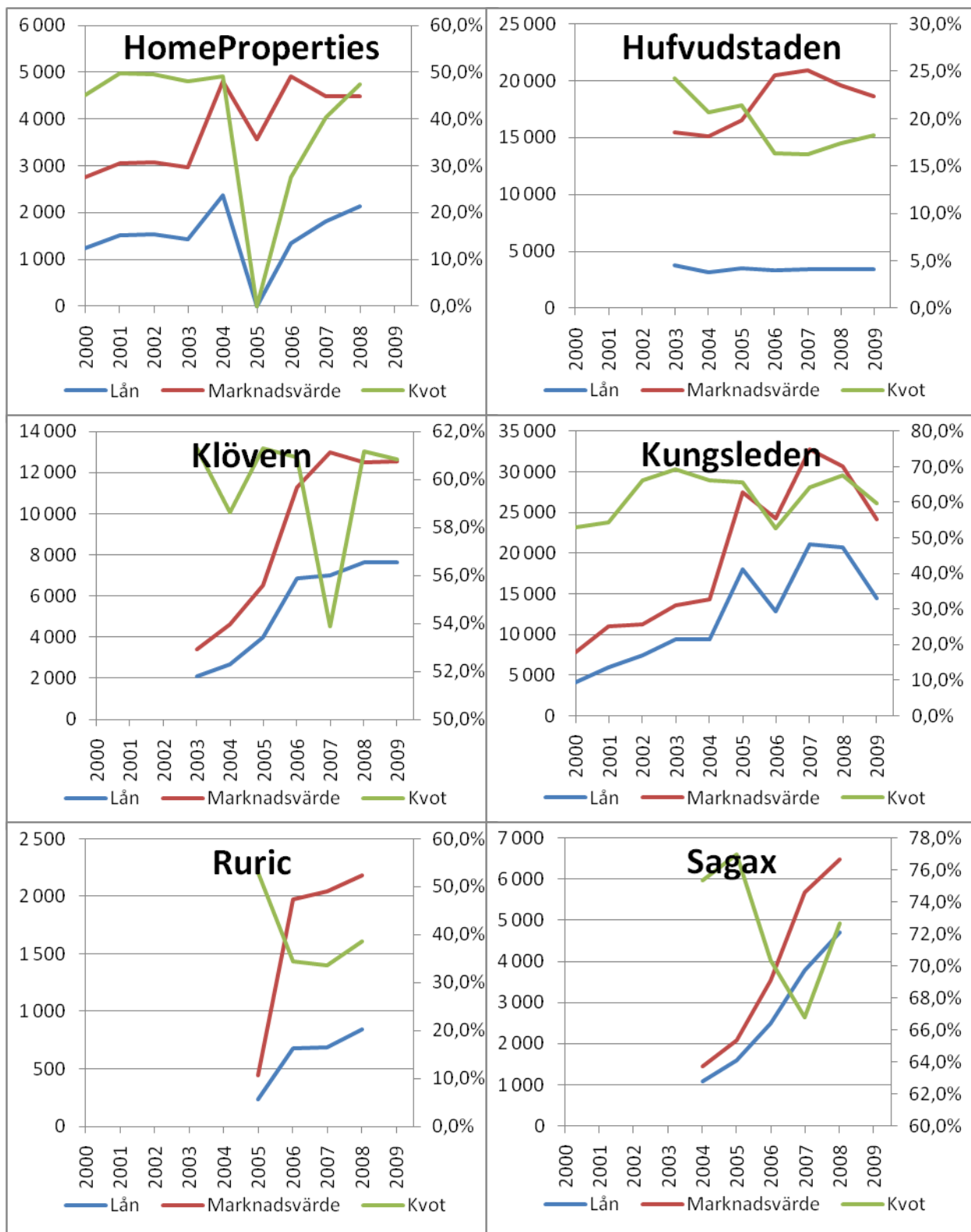
F-test: två sampel för varianser	Grupp 1	Grupp 2
<i>Medelvärde</i>	0,052135	0,034533
<i>Varsians</i>	0,004284	0,007331
<i>Observationer</i>	12	76
<i>Frihetsgrader</i>	11	75
<i>F</i>	0,584352	
<i>P(F>F-obs)</i>	0,164205	
<i>F-kritisk</i>	0,404294	

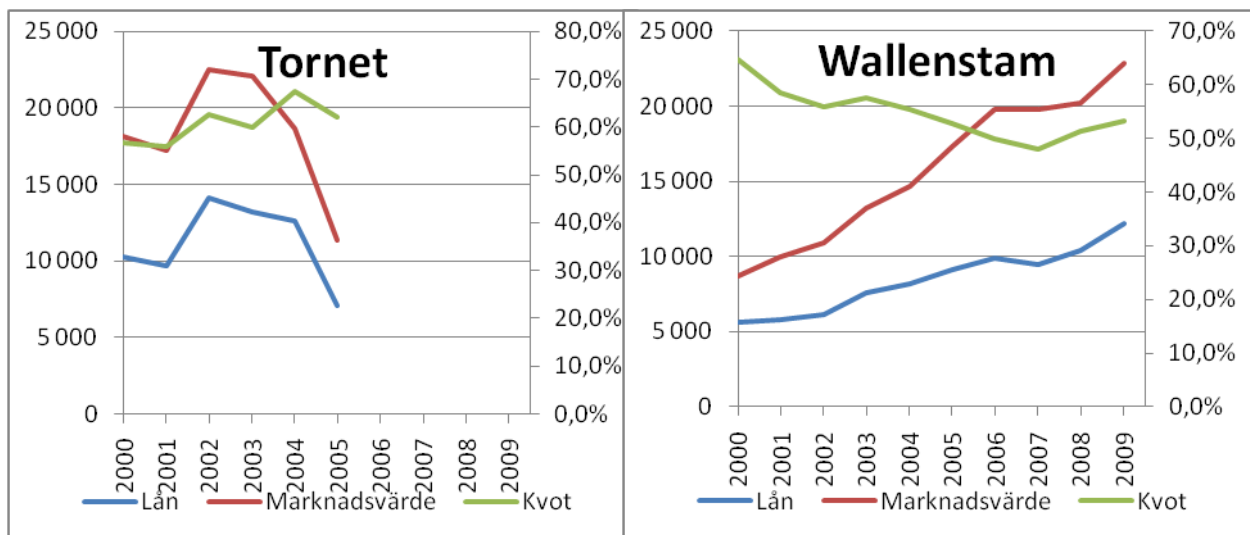
Bilaga 5 t-test av medelvärdenas likhet för omvärderingsmättet.

t-test: två sampel antar lika varsians	Grupp 1	Grupp 2
<i>Medelvärde</i>	0,052135	0,034533
<i>Varsians</i>	0,004284	0,007331
<i>Observationer</i>	12	76
<i>Parad varsians</i>	0,006941	
<i>Antagen medelvärdesskillnad</i>	0	
<i>Frihetsgrader</i>	86	
<i>t-kvot</i>	0,680146	
<i>P(T<=t) ensidig</i>	0,249119	
<i>t-kritisk ensidig</i>	1,662765	
<i>P(T<=t) tvåsidig</i>	0,498239	

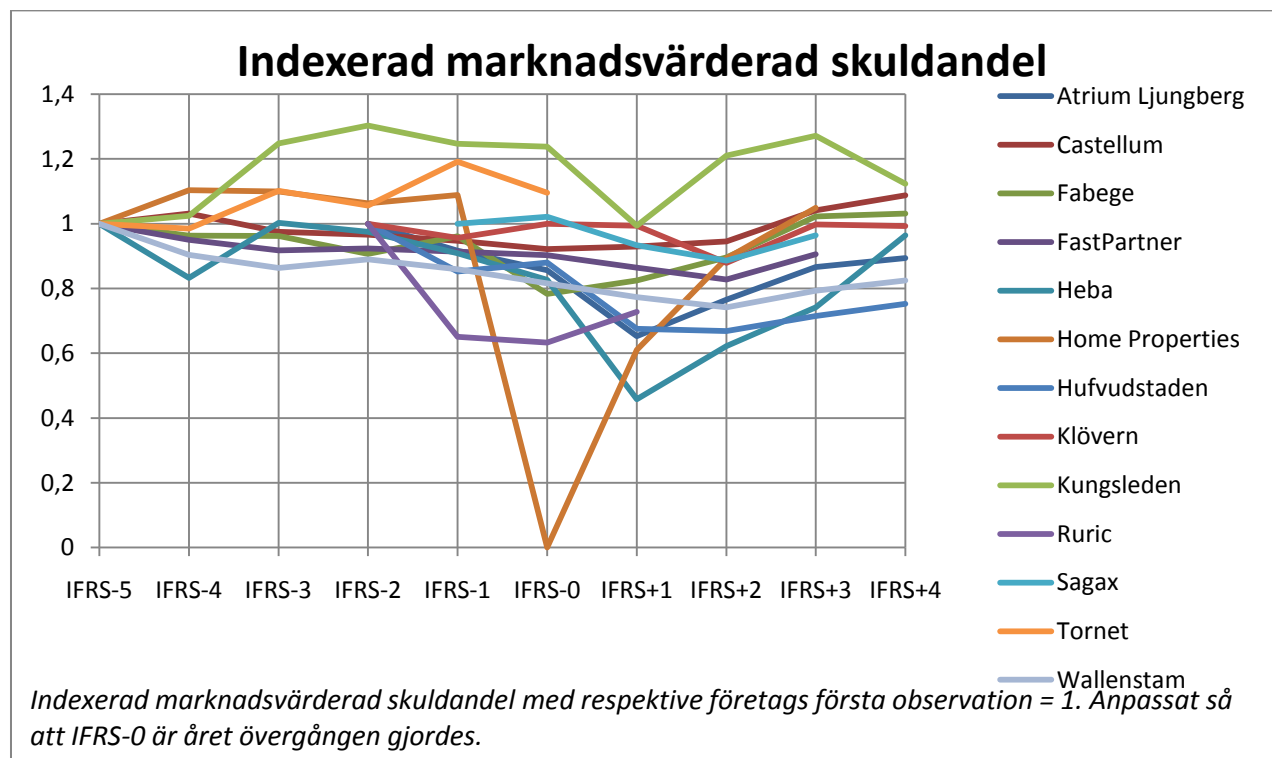
Bilaga 6 Diagram av respektive företags absoluta räntebärande skulder (lån) och fastighetsinnehav värderade till marknadsvärde (marknadsvärde) samt kvoten mellan dessa (kvot), det vill säga marknadsvärderad skuldandel.



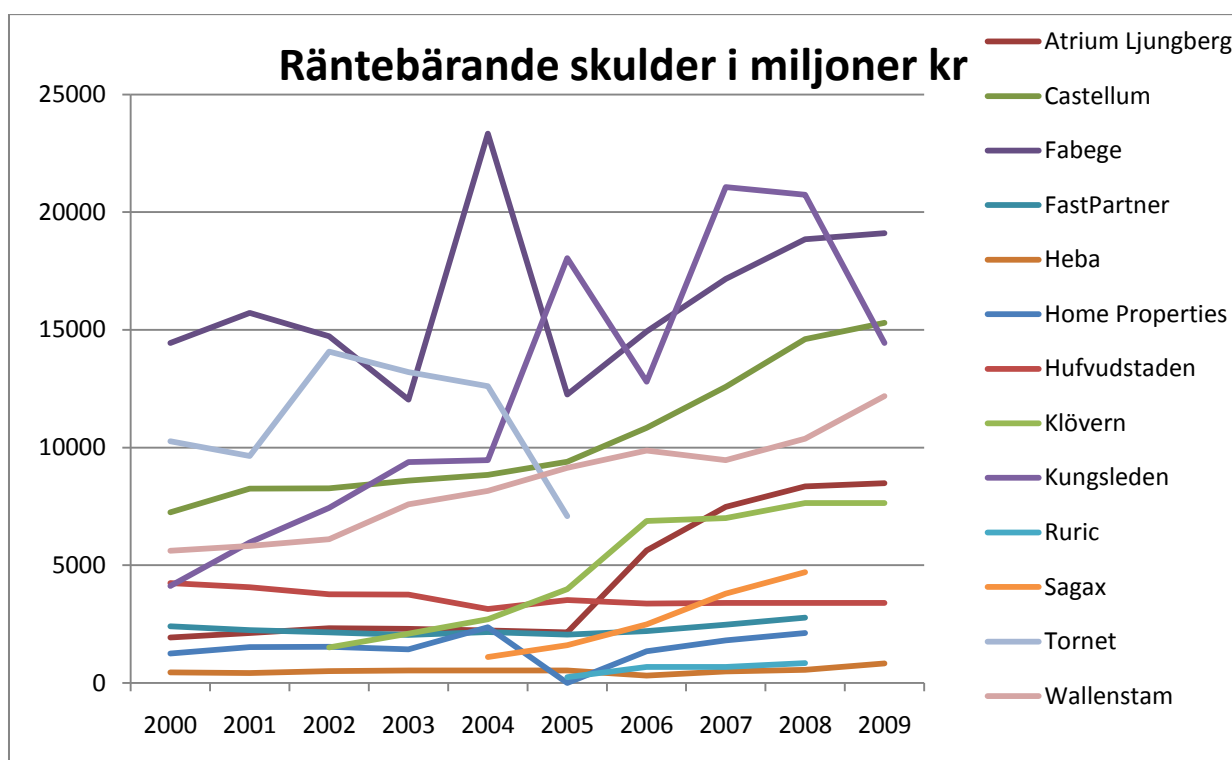




Bilaga 7 Diagram av indexerad marknadsvärderad skuldandel.



Bilaga 8 Diagram av samtliga företags räntebärande skulder i absoluta tal.



Bilaga 9 F-test av variansernas likhet före/efter IFRS för rörelserisken.

Rörelserisk	Varians Period 1	Varians Period 2	Observationer Period 1	Observationer Period 2	F	P-värde
Atrium						
Ljungberg	0,01%	1,80%	9	16	0,003141	0,000000
Castellum	0,39%	0,65%	15	16	0,594120	0,168634
Faberge	0,02%	0,51%	13	20	0,043282	0,000001
FastPartner	0,08%	0,59%	11	18	0,128431	0,001108
Heba	0,04%	2,84%	10	20	0,014649	0,000000
Hufvudstaden	0,16%	4,30%	11	20	0,038065	0,000004
Klöver	0,02%	0,56%	9	20	0,029841	0,000013
Kungsgleden	0,01%	0,98%	10	20	0,009658	0,000000
Wallenstam	0,24%	1,03%	11	20	0,235099	0,011635

Bilaga 10 F-test av variansernas likhet före/efter IFRS för total risk.

Total risk	Varians Period 1	Varians Period 2	Observationer Period 1	Observationer Period 2	F	P-värde
<i>Atrium</i>						
<i>Ljungberg</i>	0,1%	7,1%	9	16	0,015472	0,000001
<i>Castellum</i>	3,3%	3,5%	15	16	0,936113	0,453303
<i>Fabege</i>	0,4%	3,6%	13	20	0,098532	0,000102
<i>FastPartner</i>	1,2%	4,3%	11	18	0,278615	0,022336
<i>Heba</i>	1,2%	4,7%	10	20	0,253132	0,019878
<i>Hufvudstaden</i>	0,5%	7,7%	11	20	0,064774	0,000050
<i>Klövern</i>	0,3%	4,0%	9	20	0,071880	0,000364
<i>Kungsleden</i>	0,1%	10,4%	10	20	0,013722	0,000000
<i>Wallenstam</i>	15,8%	7,5%	11	20	2,117703	0,076454

Bilaga 11 Resultat av Mann-Whitney U-test för fastighetsbolagen och samtliga undersökta mått (p-värden).

P-värde	Värderings- avvikelse	Marknadsvärderad skuldandel	Ord. Ränte- täckningsgrad	Alt. Ränte- täckningsgrad	Ränteskillnad	Balans- likviditet
<i>Atrium</i>						
<i>Ljungberg</i>	0,1060	0,0255	0,3010	0,2325	0,1735	0,0295
<i>Castellum</i>	0,0045	0,3365	0,3010	0,2325	0,2650	0,2650
<i>Dagon</i>	0,0170	n.a.	0,2400	0,0170	0,1445	0,0785
<i>Fabege</i>	0,0575	0,2980	0,1255	0,0585	0,4585	0,0140
<i>FastPartner</i>	0,3215	0,0120	0,1105	0,3120	0,3120	0,1615
<i>Heba</i>	0,0605	0,0180	0,0585	0,0875	0,1735	0,1730
<i>Home</i>						
<i>Properties</i>	0,4135	0,0135	0,0430	0,1635	0,1105	0,0070
<i>Hufvudstaden</i>	0,0415	0,0380	0,3010	0,0140	0,0295	0,0375
<i>Klövern</i>	0,2195	0,3145	0,4405	0,4405	0,3275	0,0255
<i>Kungsleden</i>	0,0105	0,4160	0,3010	0,3000	0,3770	0,1255
<i>Ruric</i>	0,1585	0,3415	0,5000	0,0605	0,0605	0,0605
<i>Sagax</i>	n.a.	0,2400	0,2400	0,0785	0,5000	0,2400
<i>Torner</i>	0,0685	0,3850	0,1865	0,0685	0,0715	0,1900
<i>Wallenstam</i>	0,0045	0,0450	0,1255	0,3010	0,4585	0,0045

Bilaga 12 Resultat av Mann-Whitney U-test för kontrollgruppen och samtliga undersökta mått (p-värden).

<i>P-värde</i>	Marknadsvärderad skuldandel	Räntetäckningsgrad	Ränteskillnad	Balanslikviditet
<i>Axfood</i>	0,047	0,014	0,301	0,024
<i>Billerud</i>	0,069	0,328	0,014	0,007
<i>Biovitrum</i>	0,328	n.a.	0,069	n.a.
<i>Cision</i>	0,301	0,008	0,008	0,088
<i>Clas Ohlson</i>	0,132	0,159	0,043	n.a.
<i>Concordia</i>	0,500	0,014	0,059	0,233
<i>Elanders</i>	0,265	0,126	0,338	0,301
<i>Electrolux</i>	0,124	0,459	0,006	0,377
<i>Enea</i>	0,080	0,328	0,038	0,032
<i>Eniro</i>	0,005	0,500	0,059	0,126
<i>Fagerhult</i>	0,003	0,072	0,005	0,072
<i>Gunnebo</i>	0,169	0,059	0,005	0,008
<i>Hennes & Mauritz</i>	0,068	n.a.	0,148	n.a.
<i>Hexagon</i>	0,125	0,005	0,233	0,005
<i>Höganäs</i>	0,147	0,088	0,377	0,232
<i>Intrum Justitia</i>	0,299	0,014	0,377	0,038
<i>JM Bygg</i>	0,005	0,005	0,059	0,024
<i>Mekonomen</i>	0,032	0,149	0,071	0,043
<i>Munters</i>	0,300	0,301	0,008	0,301
<i>Orc Software</i>	0,500	n.a.	0,007	n.a.
<i>Poolia</i>	0,067	0,228	0,006	0,500
<i>Precise Biometrics</i>	0,013	0,312	0,059	0,228
<i>SAS</i>	0,047	0,005	0,058	0,377
<i>Securitas</i>	0,229	0,312	0,025	0,231
<i>SkiStar</i>	0,338	0,451	0,018	0,174
<i>Sweco</i>	0,299	0,301	0,008	0,377
<i>Swedish Match</i>	0,038	0,459	0,301	0,459
<i>TeliaSonera</i>	0,417	0,459	0,174	0,014
<i>Transcom</i>	0,403	0,387	0,164	0,111
<i>Volvo</i>	0,233	0,301	0,006	0,088