



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH69

Examensarbete i redovisning på kandidatnivå

VT18

## **Vilka faktorer påverkar precisionen vid värdering av fastigheter till verkligt värde?**

- En kvantitativ studie av börsnoterade fastighetsföretag

**Författare:**

David Raso

**Handledare:**

Peter W Jönsson

# Sammanfattning

**Examensarbetets titel:** Vilka faktorer påverkar precisionen vid värdering av fastigheter till verkligt värde?

**Seminariedatum:** 31 maj 2018

**Kurs:** FEKH69, Examensarbete i redovisning på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

**Författare:** David Raso

**Handledare:** Peter W Jönsson

**Nyckelord:** Värderingsprecision, tillförlitlighet, IFRS 13, förvaltningsfastigheter, verkligt värde

**Syfte:** Studiens syfte är att undersöka huruvida graden av extern värdering och typ av fastighetsbestånd påverkar precisionen i värdering av fastigheter i fastighetsföretag.

**Metod:** Data från fastighetsförvaltande företag samlas in, datan avser information om försäljningspris för fastigheter samt fastigheternas bokförda värde. Även data som avser graden av extern värdering av fastighetsbeståndet och typ av fastighetsbestånd samlas in. Statistiska korrelationstest genomförs sedan för att undersöka vilka faktorer som påverkar precisionen i fastighetsvärderingar.

**Teoretiska perspektiv:** Tidigare forskning om vilka faktorer som påverkar både precision och tillförlitlighet vid värdering av fastigheter presenteras. Även IFRS regelverk för värdering till verkligt värde (IFRS 13) och IFRS regelverk för vad som utgör förvaltningsfastigheter (IAS 40) presenteras.

**Empiri:** Empirin består av data från fastighetsbolagens årsredovisningar för åren 2013 till 2016. Empirin är inhämtad manuellt och sammanställd i tabellform i uppsatsen figurer och bilagor.

**Resultat:** Studien fann inga statistiskt säkerställda samband mellan varken graden av extern värdering och precision i värderingar eller omfattningen av kommersiellt fastighetsbestånd och värderingsprecision.

## **Abstract**

**Title:** Which factors affect the precision in fair value property valuation?

**Seminar date:** 31 May 2018

**Course:** FEKH69, Bachelor Degree Project in Financial and Management Accounting  
Undergraduate Level, 15 ECTS

**Author:** David Raso

**Advisor:** Peter W Jönsson

**Key words:** Valuation precision, reliability, IFRS 13, investment properties, fair value

**Purpose:** The purpose of the study is to examine whether the type of property or the extent of external valuation has an affect on the precision in property valuations of investment property in property companies listed at the Stockholm Stock Exchange.

**Methodology:** Data from the investment property companies were collected. The data consists of information about the selling price of the sold property and their book value. Data consisting information about the extent of external valuation used by the companies and which type of property the company consisted of were also collected. Statistical correlation tests were used to examine which factors affect the reliability in property valuations.

**Theoretical perspectives:** Earlier research within the field of fair value precision and reliability in property valuation were presented. The IFRS accounting standards about fair value measurement (IFRS 13) and the IFRS accounting standards about investment property (IAS 40) were also presented.

**Empirical foundation:** The empirical data consists of numbers collected from the property companies annual reports between the years 2013 and 2016. The data was collected manually and was compiled in figures and tables in the study.

**Conclusions:** The study did not find any statistical significant results. No significant results were found between the correlation of the degree of external valuation and the precision of the valuation. No significant results regarding the type of property and the precision of the valuation were either found.

## **Förkortningar och definitioner**

**IAS** - *International Accounting Standards*

**IAS 40** - *Förvaltningsfastigheter*

**IASB** - *International Accounting Standards Board*

**IFRS** - *International Financial Reporting Standards*

**IFRS 13** - *Värdering till verkligt värde*

**NAV** - *Net Asset Value*

---

**Förvaltningsfastighet** - “Förvaltningsfastigheter är fastigheter [...] som innehas [...] i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa” (IFRS-volymen, 2017, s.853).

**Realisationskvot** - Försäljningspriset (efter avdrag för transaktionskostnader) dividerat med fastighetens bokförda verkliga värde skapar en realisationskvot.

**Verkligt värde** - “det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer” (IFRS-volymen, 2017, s.360).

# Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Val av ämne	8
1.2 Bakgrund och problematisering	8
1.3 Frågeställningar	11
1.4 Syfte	12
1.5 Avgränsning	12
1.6 Uppsatsens bidrag	12
2. Referensram	14
2.1 Redovisningens kvalitativa egenskaper	14
2.1.1 Definitioner av IASB	15
2.1.2 Definitioner av tillförlitlighet av forskare och akademiker	16
2.1.3 Definitioner av precision	17
2.1.4 Problematisering av tillförlitlighet	17
2.2 IAS 40 Förvaltningsfastigheter	17
2.3 IFRS 13 Värdering till verkligt värde	18
2.3.1 Problematisering av verkligt värde	20
2.4 Tidigare studier om värdering av fastigheter till verkligt värde	21
2.5 Praktisk tillämpning av IFRS 13	22
2.5.1 Nuvärdesmetoden	22
2.5.2 Ortsprismetoden	23
2.5.3 Transaktionskostnadsmetoden	24
2.6 Resultatstyrning och vinstmanipulering	24
2.7 Externa värderingar	25
2.8 Typ av fastighetsbestånd	27
2.9 Syftet med finansiell rapportering	27
3. Undersökta korrelationer baserat på precision	29
3.1 Precision baserat på omfattningen av extern värdering	29
3.2 Precision baserat på fastighetstyp	29
4. Metod	31
4.1 Empiriskt tillvägagångssätt	31

4.2	Statistisk undersökningsmetod	31
4.3	Operationalisering av precision	32
4.4	Uppsatsens validitet	33
4.4.1	Skillnad mellan värderingstidpunkt och försäljningstidpunkt	33
4.4.2	Försäljning av olika typer av fastighetsbestånd	35
4.4.3	Precision baserat på ett fåtal transaktioner	36
4.5	Urval och avgränsning av empiri	36
4.5.1	Avgränsning och urval av fastighetsföretag	37
4.5.2	Avgränsning och urval av fastighetsförvaltande företag	39
4.6	Insamling av data	41
4.6.1	Insamling av data för bokfört värde respektive försäljningsvärde	41
4.6.2	Insamling av data för omfattning av extern värdering	42
4.6.3	Insamling av data för typ av fastighetsbestånd	42
4.7	Språkliga överväganden och definitioner	43
4.7.1	Positivt respektive negativt realisationsresultat	43
5.	Empiri	44
5.1	Hur företagen genomför fastighetsvärderingar i praktiken	44
5.2	Värderingsprecision och positiva respektive negativa realisationsresultat	45
5.2.1	Omfattning av extern värdering av fastighetsbeståndet	45
5.2.2	Omfattning av kommersiellt fastighetsbestånd	46
5.3	Statistiska test av absolut procentuell avvikelse	47
5.3.1	Normalitetstest av absolut procentuell avvikelse	47
5.3.2	Korrelationstest mellan absolut procentuell avvikelse och extern värdering	48
5.3.3	Korrelationstest mellan absolut procentuell avvikelse och typ av fastighetsbestånd	49
6.	Analys	51
6.1	Allmänna iakttagelser	51
6.2	Korrelation mellan värderingsprecision och extern värdering	51
6.3	Korrelation mellan absolut värderingsprecision och fastighetstyp	52
6.4	Andra faktorer som kan ha påverkat resultatet	53
7.	Slutsats	55
8.	Diskussion	56

8.1 Förslag på fortsatt forskning	57
Källförteckning	59
Bilagor	75

# 1. Inledning

## 1.1 Val av ämne

Under mina fördjupningsstudier i redovisning uppmärksammades jag på vilka värderingsmodeller som används vid värdering av förvaltningsfastigheter i IFRS. I samband med att jag har läst aktieanalyser och lyssnat på presentationer av olika fondförvaltare har jag även noterat att några av dem i sina analyser påpekar att vissa bolags fastigheter är undervärderade. Detta trots att fastigheterna i redovisningen har värderats till det som inom IFRS kallas för *verkligt värde*.

Av den anledningen har jag blivit nyfiken på om det finns faktorer som kännetecknar bolag som har låg precision i sina fastighetsvärderingar. Jag har även funderat över vilka anledningar som eventuellt kan finnas bakom bristen av precision i fastighetsvärderingarna. Det skulle exempelvis kunna handla om brister i de värderingsmodeller som är tillåtna inom IFRS. Men det kan även handla om medveten resultatmanipulering i syfte att gynna företagsledningen.

## 1.2 Bakgrund och problematisering

Sedan år 2005 måste samtliga börsnoterade företag i Sverige redovisa i enlighet med IASBs regelverk IFRS (EU förordning 1606/2002). IFRS är ett kapitalmarknadsorienterat redovisningsregelverk vars syfte är att ge mer relevant information till kapitalmarknaden (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016). Ett annat syfte med IFRS är att skapa ökad jämförbarhet mellan olika företag (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016). Genom att skapa en internationell standard kan företag från olika länder lättare jämföras mot varandra, eftersom de följer samma regelverk (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016). Att lättare kunna jämföra företag från olika länder är särskilt intressant vid kapitalplaceringar, och bör leda till en rörligare och därmed effektiv kapitalmarknad.

IFRS är ett principbaserat regelverk, vilket innebär att företag som ska följa regelverket själva i stor utsträckning måste avgöra hur principerna ska appliceras i praktiken (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016). Detta ställer högre krav på yrkeskunnighet och professionalitet hos den



enskilda individen och det enskilda företaget som ska efterfölja regelverket. Det innebär även att olika företag inom samma bransch kan tolka samma regler på väldigt olika sätt.

I många redovisningssammanhang är det vanligt att tillgångar värderas till anskaffningskostnaden minus avdrag för ackumulerade avskrivningar. Sedan IFRS infördes har det dock blivit allt mer vanligt att värdera fler typer av tillgångar till det som inom IFRS kallas för *det verkliga värdet*. Det som i IFRS benämns som *det verkliga värdet* kan jämföras med det som i vanliga företagsekonomiska sammanhang brukar kallas för *marknadsvärde*. Syftet med att använda sig av det verkliga värdet istället för ett historiskt anskaffningsvärde är att öka relevansen i redovisningen (Power, 2010). Det är helt enkelt mer intressant för kapitalmarknaden vad en tillgång är värd idag, än vad dess värde var när den anskaffades.

Enligt IFRS måste fastighetsföretagen ange det verkliga värdet för sina förvaltningsfastigheter i sina finansiella rapporter (IAS 40, p.30 & p.79). För de börsnoterade fastighetsföretagen innebär det att orealiserade värdeförändringar i fastighetsbeståndet numer tas upp i balans- och resultaträkningen. Eftersom de största tillgångarna i balansräkningen i fastighetsföretagen vanligtvis är fastigheter påverkas den redovisade vinsten i företagen i väldigt stor grad av dessa orealiserade värdeförändringar. Dessa kan få stora konsekvenser för hur externa intressenter, exempelvis kreditinstitut och aktiemarknaden, ser på bolaget.

Vid värdering av fastighetsföretag på börsen används ofta företagens net asset value (NAV) som ett av de viktigaste nyckeltalen vid värdering av bolaget (Nellesen & Zuelch, 2011). NAV beräknas genom att subtrahera summan av ett företags skulder från summan av företagens tillgångar (Liow & Yeo, 2018). Det utbredda användandet av nyckeltalet innebär att brister i företagens egna värderingsmodeller kan få stora konsekvenser på företagens aktiekurs, eftersom aktiemarknaden till stor del förlitar sig på företagens finansiella rapporter, där bland annat värdering av det egna fastighetsbeståndet ingår. Eftersom värderingen av fastigheterna kan få stora effekter på aktiekursen finns även en risk att företaget medvetet försöker manipulera värderingen av det egna fastighetsbeståndet.

På grund av att företagens egna värderingar ofta är svåra att kontrollera blir det extra viktigt att investerare kan lita på att värderingarna har hög precision. Trots det är det inte ovanligt att aktieanalytiker och fondförvaltare påstår att ett företags förvaltningsfastigheter är undervärderade. Tidigare studier har visat att det redovisade verkliga värdet enligt IFRS 13 ofta är lägre än det faktiska marknadsvärdet på förvaltningsfastigheterna, vilket visar att analytiker inte sällan har fog för sina påståenden (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). Dessutom brukar aktiemarknaden värdera fastighetsföretagen över sitt redovisade egna kapital, vilket också indikerar att aktiemarknaden anser att företagen själva har värderat sina fastigheter under dess faktiska marknadsvärde (Bengtsson, 2006). Det skulle dock också kunna förklaras av att aktiemarknaden anser att fastighetsföretagen har inneboende stordriftsfördelar, exempelvis extra förmånliga räntor, vilket skulle kunna motivera att värdera företagen till mer än dess bokförda NAV.

Vanligtvis värderas de börsnoterade fastighetsföretagens förvaltningsfastigheter enligt en diskonterad kassaflödesmodell. I praktiken innebär det att företagen själva ska uppskatta fastigheternas framtida kassaflöden och diskontera dessa till en diskonteringsränta de själva anser är lämplig, vilket leder till osäkerhet från marknaden om precisionen i värderingarna. Vid värdering av fastigheter är uppskattning av de framtida hyresintäkterna en av de viktigaste faktorerna (Nordlund, 2010). Samtidigt kan man föreställa sig att vissa typer av fastigheter har mer förutsägbara kassaflöden än andra fastigheter. Exempelvis påpekar Balder i sin årsredovisning (2016) att framtida hyresintäkter för kommersiella fastigheter är svårare att estimera än framtida hyresintäkter för bostadsfastigheter. Av den anledningen kan man tänka sig att värderingsprecisionen för bostadsfastigheter är högre än för kommersiella fastigheter.

Vid värdering till verkligt värde har bristen på tillförlitlighet i värderingarna ofta kritiserats (Du, E. McEnroe & Stevens, 2014). Tillförlitlighet syftar primärt på att informationen ska vara neutral och fri från subjektiv manipulation. Av den anledningen anlitar många fastighetsföretag externa värderare i syfte att ge ökad tillförlitlighet till sina värderingar. Även om värderingar med hög precision och värderingar med hög tillförlitlighet är två skilda saker kan man rimligtvis tänka sig

att neutrala värderingar ofta även får en högre precision. Av den anledningen är det intressant att undersöka om den externa värderingen ökar värderingsprecisionen eller inte. Det finns tidigare studier som visar att externa värderingsmän faktiskt höjer precisionen i fastighetsvärderingarna (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). Samtidigt är det inte klarlagt att värderingar utförda av externa värderingsmän faktiskt är mer tillförlitliga. Exempelvis finns det studier som visar att marknaden inte uppfattar värderingar utförda av externa värderingsmän som mer tillförlitliga (Barth & Clinch, 1998).

Det finns många faktorer som kan påverka precision i fastighetsvärderingar. Förutom omfattningen av extern värdering och typ av fastighetsbestånd (kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter) kan man tänka sig att geografisk plats för fastigheten kan påverka möjligheten att genomföra en värdering med hög precision. Storstäder har ofta fler fastighetstransaktioner än mindre städer, vilket innebär att fastighetsvärderare oftare får information om de aktuella marknadspriserna i området. På grund av mätproblem och motiveringar i bland annat problematisering kommer denna studien primärt att undersöka huruvida värderingsprecisionen påverkas av omfattningen av extern värdering och typ av fastighetsbestånd.

### 1.3 Frågeställningar

Uppsatsen kommer utgå ifrån två huvudsakliga frågeställningar;

- Påverkar omfattningen av extern värdering precisionen i fastighetsvärderingar vid värdering till verkligt värde?
- Påverkar typen av fastighetsbestånd precisionen i fastighetsvärderingar vid värdering till verkligt värde?

## 1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka huruvida graden av extern värdering och typ av fastighetsbestånd påverkar precisionen i värderingen av förvaltningsfastigheter i fastighetsföretag på Stockholmsbörsen.

## 1.5 Avgränsning

Undersökningen begränsas till börsnoterade företag på Stockholmsbörsen vars huvudsakliga verksamhet är fastighetsförvaltning i Sverige. Endast ett land (Sverige) har valts som utgångspunkt för att minimera risken att olika länders redovisningstraditioner ska påverka resultatet. Om flera länder hade undersökts hade de olika ländernas redovisningstraditioner kunnat förvränga resultatet. Exempelvis om ett land hade en låg grad av extern värdering och en redovisningstradition där försiktighetsprincipen var prominent hade man kunnat dra slutsatsen att företag med låg grad av extern värdering ofta värderar sina fastigheter under sitt faktiska marknadsvärde i jämförelse med andra länder. Genom att endast studera ett land undviks således att effekten av landets redovisningstradition korreleras de förklarande variablerna.

Valet av Sverige som land föll sig naturligt eftersom jag har mest kunskap om svenska fastighetsföretag sedan tidigare. Svenska fastighetsbolag har dock inte sällan en del av sitt fastighetsbestånd i andra nordiska länder. Av den anledningen kommer endast fastighetsbolag vars fastighetsbestånd primärt är koncentrerat till Norden att undersökas. Eftersom IFRS 13 började gälla från och med den första januari 2013 kommer inga årsredovisningar före år 2013 att analyseras. När datainsamlingen genomfördes hade årsredovisningar för 2017 ännu inte publicerats för samtliga undersökta företag, varför endast årsredovisningar från 2013 till 2016 kommer att granskas.

## 1.6 Uppsatsens bidrag

De börsnoterade fastighetsföretagen är inte sällan väldigt sparsamma med information om hur deras egna värderingar genomförs. Av den anledningen blir det väldigt svårt för en utomstående investerare att själv bedöma hur väl företagets värdering av sina fastigheter reflekterar dess

faktiska marknadsvärde. Min ambition med uppsatsen är därför att undersöka och visa vilka faktorer som påverkar precisionen i företagens fastighetsvärderingar. Förhoppningsvis är uppsatsens resultat både av intresse för akademiker som är intresserade av redovisningsteori och för kapitalmarknaden som kan påverkas av oprecisa tillgångsvärderingar.

## 2 Referensram

Uppsatsens syfte är att göra en kvantitativ studie på hur två faktorer påverkar precisionen i fastighetsvärderingar på Stockholmsbörsen. En del tidigare studier i ämnet har dock definierat tillförlitlighet som precision i värderingar (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). Den definitionen av tillförlitlighet stämmer inte överens med IASBs definition. IASB har dock medgett att det är en frekvent förekommande definition av tillförlitlighetsbegreppet, och har av bland annat den anledningen valt att ersätta begreppet tillförlitlighet med sanningsenlig redovisning<sup>1</sup> i sin senaste föreställningsram (IASB, 2018, BC2.22; BC2.25).

Samtidigt har både tillförlitlighet (i enlighet med IASBs definition) och värderingsprecision diskuterats i många artiklar om värdering till verkligt värde. Det är uppenbart att författarna till de akademiska artiklar har olika definitioner av tillförlitlighet och värderingsprecision. Av den anledningen har jag valt att redogöra för olika frekvent förekommande definitioner av begreppen precision, tillförlitlighet och sanningsenlig redovisning.

En del refererade artiklar i uppsatsen har använt ordet tillförlitlighet men främst syftat på precision och exakthet i värdering, vilket inte stämmer överens med IASBs definition. Av den anledningen kommer jag att konsekvent använda begreppen tillförlitlighet och sanningsenlig redovisning i enlighet med IASBs definition.

### 2.1 Redovisningens kvalitativa egenskaper

Enligt IASBs senaste föreställningsram (2018) för utformning av finansiella rapporter ska informationen i ett företags finansiella rapporter karaktäriseras av två fundamentala kvalitativa egenskaper, nämligen relevans och sanningsenlig redovisning. I IASBs första föreställningsram (1989) användes begreppet tillförlitlighet istället för sanningsenlig redovisning (IASB, 2018, BC2.22). Begreppen används dock av IASB för att beskriva samma fenomen och de kommer även användas löpande i uppsatsen i enlighet med IASBs definition av begreppen, såvida annat

---

<sup>1</sup> Översättning av begreppet *faithful representation*, översättningen är hämtad från EU förordningen 492/2010.

inte anges. I uppsatsen gör jag ingen skillnad på begreppen sanningsenlig redovisning och tillförlitlighet.

Syftet med uppsatsen är att främst titta på hur precisionen vid fastighetsvärdering till verkligt värde påverkas av två huvudsakliga faktorer. För att kunna undersöka precisionen i värderingarna med en kvantitativ metod behövs en definition och operationalisering av begreppet precision. Av den anledningen kommer jag nedan redogöra för olika akademikers och organisationers syn på begreppen tillförlitlighet och precision.

Enligt IASB ska relevant information ha förmågan att påverka användarens beslut (2018, 2.6). Exempelvis är tillämpning av verkligt värde istället för historiska anskaffningsvärden ett sätt att öka relevansen i redovisningen (Dietrich, Harris & Muller III, 2001).

För att redovisningen ska vara sanningsenlig enligt IASBs definition ska den vara “fullständig, neutral och fri från felaktigheter”<sup>2</sup> (2018, 2.13). Begreppet tillförlitlighet definierades på ett liknande sätt i IASBs första föreställningsram (1989).

### 2.1.1 Definitioner av IASB

Vissa akademiker menar att tillförlitlighet och precision vid värderingar i princip är samma sak (Muller III, Riedl & Sellhorn, 2011; Dietrich, Harris & Muller III, 2001). IASB har dock vid ett flertal tillfällen påpekat att deras definition av tillförlitlighet (respektive sanningsenlig redovisning på senare år) aldrig har haft varken precision eller exakthet i fokus (2018, BC2.25). Samtidigt är de väl medvetna om att många akademiker har uppfattat begreppet som just precision i redovisningsinformation (Erb & Pelger, 2015). Under 2008 publicerade IASB ett dokument som angav att de hade för avsikt att ersätta begreppet tillförlitlighet med begreppet sanningsenlig redovisning. De två främsta anledningarna var att många misstolkade IASBs definition av begreppet tillförlitlighet samt att det fanns väldigt många olika uppfattningar om vad tillförlitlighet faktiskt innebar inom redovisning (IASB, 2008).

---

<sup>2</sup> Fri översättning.

I sin senaste föreställningsram definierar IASB sanningsenlig redovisning som redovisning som är “fullständig, neutral och fri från felaktigheter”<sup>3</sup> (2018, 2.13). De poängterar även att den ska vara fri från jäv och manipulation som sker i syfte att förvränga verkligheten (IASB, 2018, 2.15).

### 2.1.2 Definitioner av tillförlitlighet av forskare och akademiker

I artikeln *The reliability of investment property fair value estimates* menar författarna att tillförlitliga värderingar har hög träffsäkerhet och påverkas inte av jäv eller partiskhet från värderingsmännen (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). I den akademiska journalen *Management Science* gör författarna Muller III, Riedl och Sellhorn (2011) en liknande definition av tillförlitlighet, och menar att hög precision och hög träffsäkerhet är vad som kännetecknar en tillförlitlig värdering. Samma författare menar även att tillförlitlighet kan operationaliseras som skillnaden mellan det bokförda värdet för en fastighet och det värde fastigheten faktiskt säljs för, alltså det som i svenska sammanhang kallas för realisationsresultat (Muller III, Riedl & Sellhorn, 2011).

Många forskare menar dock att det finns en viktig skillnad mellan precisa och tillförlitliga värderingar. Exempelvis menar Du, McEnroe och Stevens (2014) att tillförlitlighet snarare handlar om huruvida redovisningsinformationen medvetet har manipulerats (av exempelvis företagsledningen) eller inte och om den ger en sanningsenlig bild. De menar att värderingar med hög precision kan ha låg tillförlitlighet, om värderingen exempelvis inte har tagit hänsyn till osäkerheten i tillgångens möjligheter att generera framtida kassaflöden (Du, E. McEnroe & Stevens, 2014). Det är med andra ord inte nödvändigtvis eftersträvansvärt att ett företags värderingar ska ha perfekt precision. Många andra forskare menar också att tillförlitlighet inte ska förväxlas med precision, utan snarare tolkas i enlighet med IASBs definition av begreppet (Erb & Pelger, 2015).

---

<sup>3</sup> Fri översättning.



### 2.1.3 Definitioner av precision

Vid definition av begreppet *precision* vid tillgångsvärderingar till verkligt värde är meningsskiljaktigheterna mellan olika organisationer och akademiker inte lika stora. Det har sannolikt att göra med att begreppet väldigt sällan används av IASB i diskussioner om deras föreställningsramar. Exempelvis används aldrig ordet i IASBs senaste föreställningsram (2018), och i deras *grunder för slutsatser*<sup>4</sup> till deras senaste föreställningsram nämner de endast att precision inte ska förväxlas med deras definition av tillförlitlighet (2018, 2.25).

I uppsatsen kommer värderingsprecision definieras på samma sätt som Muller III, Riedl och Sellhorn (2011) definierar tillförlitlighet i sin artikel. Alltså som skillnaden mellan det bokförda värdet och det faktiska försäljningspriset. Värderingsprecision kommer operationaliseras i absoluta procentuella tal, se *formel 4.3* för exakt beräkningsformel, vilket innebär att värderingar som leder till både positiva och negativa realisationsresultat kommer få ett positivt tal.

### 2.1.4 Problematisering av tillförlitlighet

Till skillnad från Muller III, Riedl och Sellhorns (2011) konkreta och enkla operationalisering av tillförlitlighet finns det även akademiker som menar att begreppet är betydligt mer problematiskt och svårdefinierat. Exempelvis argumenterar Michael Power (2010) i sin artikel för att marknaden har blivit en form av revisor som avgör om en värdering är tillförlitlig eller inte. Genom att marknaden avgör priset för en fastighet blir det slutligen marknaden som avgör om en värdering är tillförlitlig eller ej, istället för en revisor (Power, 2010). Dessutom saknar ofta revisorer kunskapen om exakt hur värderingsprocessen går till vid värdering till verkligt värde, för att avgöra om värderingarna är tillförlitligt utförda eller ej (Smith-Lacroix, Durocher & Gendron, 2012).

## 2.2 IAS 40 Förvaltningsfastigheter

IAS 40 reglerar vad som ska anses utgöra en förvaltningsfastighet. Enligt IAS 40 (p.5) är en förvaltningsfastighet en fastighet vars huvudsakliga syfte är att generera hyresintäkter eller

---

<sup>4</sup> Fri översättning av *basis for conclusions*.

värdestegring. Även fastigheter med ej färdigställda byggnader som innehåses i syfte att generera framtida hyresintäkter eller framtida värdestegring ska värderas som en förvaltningsfastighet.

IAS 40 anger också vilka värderingsmetoder som får användas vid värdering av förvaltningsfastigheter. Företagen får välja mellan att värdera sina fastigheter till verkligt värde eller till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar. Enligt standarden måste (i princip<sup>5</sup>) samma redovisningsmetod väljas för samtliga förvaltningsfastigheter som företaget innehar (IAS 40, p.30). Om värdering enligt anskaffningsvärde sker måste verkligt värde redovisas i noterna, enligt IAS 40 (p.79). I praktiken innebär det att verkligt värde för förvaltningsfastigheter alltid anges om företaget redovisar enligt IFRS. För fastighetsföretagen noterade på Stockholmsbörsen redovisas dock fastigheterna i princip alltid till verkligt värde direkt i balansräkningen. Att redovisa fastigheter till anskaffningsvärde och ange det verkliga värdet i en not i de finansiella rapporterna är alltså väldigt ovanligt på Stockholmsbörsen.

### 2.3 IFRS 13 Värdering till verkligt värde

IASBs nya standard IFRS 13 utfärdades år 2011 men började gälla från och med den första januari 2013 (EU förordning 1255/2012). Medan IAS 40 anger vilka fastigheter som ska redovisas till verkligt värde anger IFRS 13 vad verkligt värde är och hur det ska beräknas. I IFRS 13 (p.9) definieras verkligt värde som “det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång [...] genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer.” (IFRS-Volymen, 2017, s.360). Verkligt värde kan alltså tolkas som det aktuella marknadsvärdet för tillgången (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016).

Syftet med verkligt värde är att ge mer relevant information till de intressenter som använder sig av informationen i företagets finansiella rapporter, exempelvis investerare och kreditgivare (Power, 2010). IFRS 13 anger vilken typ av värderingsmetoder som kan användas när verkligt värde ska beräknas, men anger inte exakt hur dessa värderingsmetoder ska tillämpas i praktiken.

---

<sup>5</sup> IAS 40 (p.33 & p.53) anger att en förvaltningsfastighet får värderas till anskaffningsvärde om inget verkligt värde kan fastställas på ett tillförlitligt sätt, även om det övriga fastighetsbeståndet värderas till verkligt värde.

Av den anledningen kommer sannolikt variationer i tillämpningen av IFRS 13 att förekomma, och därmed även variationer i precisionen i värderingen. Givet hur otydligt IFRS principbaserade regelverk kan vara skulle man kunna anta att det finns väldigt stora skillnader mellan hur värderingsmetoderna tillämpas i praktiken. Å andra sidan bör man ha i åtanke att nästan alla undersökta fastighetsföretag på Stockholmsbörsen både använder sig av externa värderingsmän samt externa revisorer som kontrollerar värderingarna. Eftersom ett begränsat antal revisions- och fastighetsvärderingsföretag används bör en viss likriktning ske i de olika företagens värderingsmetoder.

I IFRS 13 finns en hierarki med tre olika nivåer som anger vilken typ av indata som ska användas vid värdering till verkligt värde. Hierarkin innebär att indata som är tillgänglig på den högsta möjliga nivån ska användas. Om tillräcklig indata för en tillgång finns på både nivå ett, två och tre ska således endast indata på nivå ett användas för tillgången. I IFRS-Volymen (2017, ss.370-371) definieras indata på nivå ett, två och tre på följande vis:

- “Indata på Nivå 1 är noterade priser (ojusterade) på aktiva marknader för identiska tillgångar [...] som företaget har tillgång till vid värderingstidpunkten.”
- “Indata på Nivå 2 är andra indata än de noterade priser som ingår i Nivå 1, vilka är direkt eller indirekt observerbara för tillgången.”
- “Indata på Nivå 3 är icke observerbara indata för tillgången.”

Eftersom en förvaltningsfastighet i princip aldrig kan anses vara identisk med en annan förvaltningsfastighet används i praktiken endast indata på nivå två och tre vid fastighetsvärdering till verkligt värde. Nivå 2 data för förvaltningsfastigheter kan exempelvis vara slutpriser för liknande förvaltningsfastigheter inom samma geografiska område. Men även marknadsvärden för förvaltningsfastigheter på andra geografiska platser eller förvaltningsfastigheter av annan typ och i annat skick kan användas som indata på nivå 2 (Bengtsson, 2006). Nivå 3 data är vid värdering av förvaltningsfastigheter vanligtvis ett beräknat nuvärde för fastigheten som beräknas

genom att diskontera förvaltningsfastighetens förväntade framtida kassaflöden med en diskonteringsränta.

### 2.3.1 Problematisering av verkligt värde

Inte sällan tolkas IFRS begrepp *verkligt värde* som en typ av marknadsvärde (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016). Begreppet marknadsvärde är dock inte helt oproblematiskt. Professor Michael Power (2010) vid London School of Economics argumenterar för att det finns många typer av marknadsvärden för en och samma tillgång. Exempelvis kan en del fastigheter ha andra alternativa användningsområden som eventuellt skulle utnyttjas vid en försäljning. Vid ett sådant fall kan man fråga sig om fastigheten ska värderas baserat på intäkter och kostnader för det alternativa användningsområdet som eventuellt skulle utnyttjas av den nya köparen. Alternativt om fastigheten ska värderas baserat på de intäkter och kostnader som den faktiskt genererar den befintliga fastighetsägaren.

I Sverige kan man även tänka sig att begreppet verkligt värde är svårdefinierat för bostadsfastigheter. Baserat på de förhållandevis låga reglerade intäkterna som en bostadsfastighet genererar på grund av bruksvärdessystemet bör en bostadsfastighet ha ett lågt marknadsvärde. Å andra sidan kan innehavare av större bostadsfastigheter inte sällan göra stora vinster genom att sälja sina bostadsfastigheter till bostadsrättsföreningar, om hyresinnehavarna vill ombilda fastigheten till en bostadsrätt. Gällande bostadsfastigheter i Sverige kan man alltså fråga sig om det verkliga värdet ska baseras på det potentiella försäljningsvärdet vid en ombildning av fastigheten till en bostadsrätt, eller om det ska baseras på de reglerade hyresintäkterna som fastigheten genererar varje år.

Det finns även de som menar att redovisning till exakt marknadsvärde kan strida mot ett av IASBs kvalitetskriterier, nämligen sanningsenlig redovisning (Du, E. McEnroe & Stevens, 2014). Det kan exempelvis handla om tillgångar vars framtida kassaflöde är så osäkra eller volatila att en exakt marknadsvärdering inte skulle anses kunna vara tillräckligt tillförlitlig (Du,

E. McEnroe & Stevens, 2014). Vid ett sådant tillfälle skulle det kunna vara motiverat att värdera tillgången lägre än dess verkliga värde, även om företaget redovisar i enlighet med IFRS.

En annan kritik som ofta framförs mot marknadsvärdering av tillgångar är att subjektiviteten i uppgifterna ökar väsentlig (Marra, 2016). Vid användning av historiska anskaffningsvärden är möjligheten för bolagen att förvränga siffrorna betydligt mindre. Framförallt blir det svårt för en ny företagsledning att ändra det historiska anskaffningsvärdet för redan inköpta tillgångar. Vid tillämpning av marknadsvärde för företagsledningen istället möjlighet att manipulera värderingen av bolagets tillgångar varje gång en ny finansiell rapport ska produceras.

## 2.4 Tidigare studier om värdering av fastigheter till verkligt värde

Drygt ett år efter införandet av IFRS i Sverige skrev Bengt Bengtsson (2006) sin doktorsavhandling om hur värdering till verkligt värde har påverkat svenska börsnoterade fastighetsföretag. Hans slutsats var att de börsnoterade fastighetsföretagen sedan införandet av IFRS värderas betydligt närmare deras redovisade eget kapital. Att redovisat eget kapital låg betydligt närmare aktiemarknadens värdering av företaget efter införandet av IFRS var en direkt följd av att det egna kapitalet steg markant i samband med att företagen värderade sina fastigheter till dess verkliga värde istället för det historiska anskaffningsvärdet. Samtidigt menar Bengtsson (2006) att aktiemarknaden anser att fastighetsföretagen fortfarande värderar sina fastigheter under dess verkliga marknadsvärde.

Författarna Chen, Tsang och Zhang (2012) har i sin avhandling undersökt hur tillförlitligheten och precisionen i fastighetsvärdering påverkas av resultatmanipulation. De visar att manipulation av värderingarna används i syfte att reducera volatiliteten i företagets redovisade resultat (Chen, Tsang & Zhang, 2012). Genom att medvetet övervärdera sina fastigheter när företaget gör små vinster och medvetet undervärdera sina fastigheter när företaget gör stora vinster kan företagets intjäningsförmåga framstå som mindre volatil. Eftersom studien är genomförd i Kina är det dock oklart i vilken utsträckning deras resultat är relevant för svenska företag.

Dietrich, Harris och Muller III (2001) har i en studie undersökt både hur hög precisionen är i värderingarna av fastigheter vid värdering till verkligt värde i Storbritannien samt vilka faktorer som påverkar precisionen i värderingarna. I studien finner de att företagen ofta uppvisar positiva realisationsresultat när de säljer sina fastigheter (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). De kan också konstatera att precisionen i värderingarna ökar om de granskas av externa oberoende värderingsmän och externa revisorer från världens sex största revisionsföretag (Dietrich, Harris & Muller III, 2001).

## 2.5 Praktisk tillämpning av IFRS 13

Det finns tre huvudsakliga värderingsmodeller vid beräkning av verkligt värde på förvaltningsfastigheter vid tillämpning av IFRS 13. De tre modellerna är: nuvärdesmetoden, ortsprismetoden och transaktionskostnadsmetoden. Ibland är användandet av en enskild modell inte tillräcklig för att på ett exakt sätt kunna fastställa marknadsvärdet för en fastighet. Av den anledningen kombineras ofta de olika metoderna, framförallt ortsprismetoden med nuvärdesmetoden, för att beräkna ett marknadsvärde med högre precision. Vid kombination av nuvärdesmetoden och ortsprismetoden används ortsprismetoden för att beräkna hur högt avkastningskravet vid beräkning med nuvärdesmetoden ska vara. Ortsprismetoden används alltså ofta för att beräkna en parameter i nuvärdesmetoden.

### 2.5.1 Nuvärdesmetoden

Nuvärdesmetoden (även känd som kassaflödesmetoden) bygger på att förvaltningsfastighetens samtliga framtida kassaflöden diskonteras till en diskonteringsränta som ska motsvara marknadens avkastningskrav för fastigheten (Bengtsson, 2006). I IFRS finns inga konkreta instruktioner om hur många variabler nuvärdesmetoden ska ta hänsyn till eller vilka värden dessa variabler ska ha. Av den anledningen kan det finnas stora skillnader mellan både vilka och hur många variabler företagen använder vid värdering till verkligt värde. Även värdet på de olika variablerna kan skilja sig åt mycket. Exempelvis kan avkastningskravet skilja sig åt väldigt mycket mellan olika företag och fastigheter, vilket får stora konsekvenser för det framräknade nuvärdet på fastigheten (Bengtsson, 2006).

Det ska även poängteras att stora skillnader i avkastningskrav mellan olika fastigheter inte behöver vara orimligt eller felaktigt. Exempelvis bör avkastningskravet för en fastighet vars intjäningsförmåga är förknippad med lägre förutsägbarhet och därmed högre risk vara högre än för en fastighet med säkra och förutsägbara kassaflöden. Företagen är också väldigt olika i hur detaljrikt de beskriver sina egna värderingsmetoder. En del redovisar vilka variabler de använder och vilka värden dessa variabler vanligtvis har, medan andra endast anger att deras modell är baserad på fastigheternas framtida kassaflöden. Av den anledningen är det många gånger svårt för en utomstående person att utifrån företagets finansiella rapporter och informationsgivning bedöma pålitligheten i deras kassaflödesbaserade värderingsmodeller.

### 2.5.2 Ortsprismetoden<sup>6</sup>

Ortsprismetoden baseras på slutpriser för liknande fastigheter i det närliggande geografiska området. Ortsprismetoden bygger på genomförandet av 5 olika steg (Lantmäteriet & Mäklarsamfundet, 2010). Det första steget går ut på att gallra fram ett urval av fastigheter baserat på bland annat geografiskt område, fastighetstyp och när i tiden köpen är gjorda. Köp som har genomförts för en väldigt lång tid sen kan vara olämpliga att ta med eftersom de köpen kan ha skett under helt andra förutsättningar. Efter genomförandet av steg ett har man gallrat fram fastigheter baserade på tre olika kriterier. Exempelvis transaktioner av kommersiella bostadsfastigheter (kriterium 1) i Lunds kommun (2) genomförda de senaste fyra åren (3). I steg två skapas ett prisindex för liknande fastigheter baserat på tidigare data. Vid steg tre genomförs en andra gallring av urvalet. Den andra gallringen baseras på egenskaper som är specifika för den enskilda fastigheten, exempelvis boarea och ålder för fastigheten. I steg fyra justeras priserna efter det prisindex som beräknats i steg två. Vid steg 5 har man slutligen ett beräknat medelvärde för exempelvis kvadratmeterpris. Det framräknade genomsnittliga kvadratmeterpriset kan sedan användas för att räkna ut vilket ungefärligt marknadspris en fastighet har.

---

<sup>6</sup> Hela första stycket i kapitel 2.5.2 är baserat på boken *Fastighetsvärdering : Grundläggande Teori och Praktisk Värdering* utgiven av Lantmäteriet & Mäklarsamfundet (2010).

Vid granskning av Svenska företags årsredovisningar framkommer att ortsprismetoden vanligtvis används för att värdera fastigheter med ej färdigställda byggnader, exempelvis byggprojekt och tomträtter (Fastpartner, 2016). Många företag använder även ortsprismetoden för att beräkna marknadens avkastningskrav för deras färdigställda förvaltningsfastigheter (eg., Hemfosa, 2016; Diös, 2016). Det framräknade avkastningskravet används som en variabel vid värdering enligt nuvärdesmetoden. Ortsprismetoden som fullständig värderingsmetod (till skillnad från att enbart använda den i syfte att estimerar variabler i nuvärdesmetoden) för färdigställda förvaltningsfastigheter är ovanlig för fastighetsbestånd i Sverige, men är mer frekvent använd som fullständig värderingsmetod för fastigheter i andra nordiska länder. Exempelvis nämner Balder i sin årsredovisning (2016) att de använder den vid värdering av vissa delar av sitt finländska fastighetsbestånd.

Sammanfattningsvis är ortsprismetoden utgångspunkten vid bestämning av fastighetens avkastningskrav. Avkastningskravet får väldigt stor effekt på värderingen av fastigheten. Exempelvis visar Wallenstam i sin årsredovisning (2017) att deras fastigheter skulle värderas 6,7% högre om avkastningskravet i deras värderingsmodeller var 0,25 procentenheter lägre.

### 2.5.3 Transaktionskostnadsmetoden

När en förvaltningsfastighet förvärvas ska den vid första redovisningstillfället värderas till transaktionskostnaden, enligt IAS 40 (p.20). Eftersom förvaltningsfastigheter endast får redovisas till transaktionskostnaden vid det första redovisningstillfället bör endast en liten del av fastighetsbeståndet vara värderat enligt transaktionskostnadsmetoden. Eventuella brister i transaktionskostnadsmetoden bör således inte få några stora effekter på företagens balans- och resultaträkningar. Av den anledningen kommer värdering enligt transaktionskostnadsmetoden inte granskas närmare i denna uppsats.

## 2.6 Resultatstyrning och vinstmanipulering

Resultatstyrning (även känt som *earnings management*) innebär enligt Schipper (1989) att avsiktligt påverka företagets externa redovisade resultat i syfte att gynna någon personligen.



Resultatstyrning används inte bara som ett sätt att maximera eller minimera ett företags redovisade vinst, utan även som ett sätt att jämna ut vinster över åren i syfte att ge sken av en stabilare och mindre volatil intjäningsförmåga (Schipper, 1989).

Resultatstyrning i fastighetsföretag kan genomföras genom att medvetet manipulera värderingen av fastighetsbeståndet. Tidigare studier i Kina har visat att resultatstyrning används vid värdering av fastigheter till verkligt värde i syfte att jämna ut företags vinster över åren (Chen, Tsang & Zhang, 2012). Resultatstyrning kan även ske genom godtyckliga periodiseringar av exempelvis personalkostnader och hyresintäkter. Den senare typen av resultatstyrning påverkar dock ej de redovisade värdena av förvaltningsfastigheterna och är därför ej av intresse i denna uppsats.

Det skulle vara intressant att undersöka i vilken mån resultatstyrning sker genom medveten felvärdering av företags fastighetsbestånd. Den typen av resultatstyrning skulle nämligen kunna ha en stor effekt på precisionen i företags fastighetsvärderingar. Att undersöka den typen av resultatstyrning i Sverige skulle dock vara så pass tidskrävande att det förtjänar en egen uppsats. Av den anledningen kommer resultatstyrning och dess påverkan på fastighetsvärdering i sig inte granskas i denna studien. Det ska dock noteras att variationer i precisionen av värderingarna av fastigheterna kan ha sin grund i avsiktlig resultatstyrning, och behöver inte vara en effekt av faktiska brister i värderingsmetoderna.

## 2.7 Externa värderingar

Nästan alla undersökta företag har låtit externa värderingsföretag värdera deras förvaltningsfastigheter i någon utsträckning. De flesta undersökta företagen låter externa parter värdera hela fastighetsbeståndet en gång om året, medans andra endast värderar en mindre del av fastighetsbeståndet med hjälp av externa värderingsmän. De externa värderingarna används som en metod för att kontrollera att de interna värderingsmetoderna är korrekta och håller en marknadsmässig standard.

Värderingar som genomförs av en extern part anses ibland vara mer pålitliga eftersom den externa parten inte bör gynnas av att medvetet göra en felaktig fastighetsvärdering. Man bör dock ha i åtanke att värderingsföretag vars värderingar kraftigt avviker från fastighetsföretagets interna värderingar, kan bli bortvalda. Det skulle alltså kunna finnas incitament för värderingsföretagen att ta hänsyn till kundens önskemål, även vid genomförandet av så kallade oberoende värderingar.

Trots den risken är det sannolikt att externa värderingsföretag åtminstone är mer oberoende i sin fastighetsvärdering än en motsvarande intern värderingsman. Man bör dock ha i åtanke att både interna och externa värderingsmän sannolikt båda använder sig av förhållandevis liknande värderingsmodeller. Eftersom de mest frekvent använda värderingsmodellerna (exempelvis nuvärdesmetoden) saknar flexibilitet och perfekt anpassning efter alla specifika marknadsförhållanden bör man inte förvänta sig att de externa företagens värderingar speglar tillgångens exakta marknadsvärde.

Samtidigt bör man ha i åtanke att ett företags interna värderingsmän har ett informationsövertag gentemot deras anlitade externa värderingsmän. Exempelvis finner Barth och Clinch (1998) i sin studie att investerare inte anser att externa värderingar är mer tillförlitliga än de som genomförs av interna värderingsmän. De argumenterar för att de interna värderingsmännens informationsövertag väger upp för de externa värderingsmännens oberoende, vilket innebär att det inte bör finnas några stora skillnader i tillförlitlighet (Barth & Clinch, 1998). Barth och Clinch (1998) studie undersöker dock värderingar i allmänhet och har inte enbart tittat på värdering av fastigheter. De har även valt att fokusera sin artikel på just tillförlitlighet i värderingar, snarare än värderingsprecision.

Samtidigt som användningen av externa värderingsmän kan ge sken av ett ökat oberoende kan man samtidigt argumentera för att det minskar revisorns roll och ansvar. Exempelvis finner Smith-Lacroix, Durocher och Gendron (2012) i sin studie att många revisorer uppger att de saknar den kompetens för att utföra tillförlitliga tillgångsvärderingar till verkligt värde. Av den

anledningen måste revisorerna förlita sig på värderingsmännens kompetens, trots att revisorerna bär ansvaret för att intyga att balans- och resultaträkning saknar väsentliga felaktigheter (Smith-Lacroix, Durocher & Gendron, 2012).

Som nämnts tidigare finns det empiri som stödjer tesen att externa parter värderingar har högre precision i sina värderingar. Exempelvis har tidigare studier i Kina visat att interna värderingar ibland manipuleras i syfte att få ett jämnare resultat eller i syfte att få ett högre resultat (Chen, Tsang & Zhang, 2012). Dessutom har tidigare studier indikerat att värderingar genomförda av externa värderingsmän är mer träffsäkra än när de endast genomförs internt (Dietrich, Harris & Muller III, 2001).

## 2.8 Typ av fastighetsbestånd

I uppsatsen har företagens fastighetsbestånd delats in i kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter. Eftersom samtliga undersökta företag främst använder nuvärdesmetoden för att värdera sitt fastighetsbestånd är det intressant att undersöka om precisionen påverkas av olika parametrar som används i nuvärdesmetoden. Vid värdering av kommersiella fastigheter menar Nordlund (2010) att framtida hyresintäkter är en av de viktigaste faktorerna. Samtidigt påpekar Balder i sin årsredovisning (2016) att hyresintäkter för kommersiella fastigheter är svårare att förutspå, vilket borde göra det svårare att värdera kommersiella fastigheter. En annan faktor som är särskilt viktig att ta hänsyn till vid värdering av kommersiella fastigheter är den förutspådda framtida vakansnivån för fastigheten (Netzell, 2009). Även den framtida förutspådda vakansnivån bör vara svårare att förutspå för kommersiella fastigheter.

## 2.9 Syftet med finansiell rapportering

Innan man studerar hur väl redovisningen stämmer överens med verkligheten är det lämpligt att diskutera vad syftet med redovisning och framförallt finansiell rapportering är. Om inte syftet med den finansiella rapporteringen är klargjort blir det svårt att avgöra hur någonting ska redovisas om det finns flera alternativ. Som tidigare poängterats kan det vara svårt att avgöra om tillgångar som värderas till verkligt värde ska fokusera på precision och exakthet eller

tillförlitlighet. Många gånger kan den mest tillförlitliga värderingen också vara den med högst precision, men så behöver nödvändigtvis inte vara fallet.

IASB anger i sin senaste föreställningsram att syftet med finansiell rapportering är att tillhandahålla information som underlättar för kredit- och kapitalmarknaden att fatta egna välgrundade beslut (2018, 1.2; 1.7). Syftet är alltså inte främst att berätta vad ett bolag är värt utan snarare tillhandahålla information som marknaden kan använda för att själv avgöra ett bolags värde eller betalningsförmåga (IASB, 2018, 1.7).

För att informationen som finns i den finansiella rapporteringen ska underlätta för marknaden att fatta beslut behöver den vara jämförbar med andra liknande företag. IASB påpekar i sin senaste föreställningsram att det ofta krävs en konsekvent metodik för att uppnå jämförbarhet (2018, 2.26). Det finns studier som visar att jämförbarheten har ökat i samband med införandet av IFRS (Armstrong et al., 2010). Samtidigt påpekar Barth (2013) i en annan artikel att införandet av värdering till verkligt värde ökar möjligheten för företagsledningen att förvränga värderingen och vilket kan leda till minskad jämförbarhet i redovisningen.

### 3. Undersökta korrelationer baserat på precision

#### 3.1 Precision baserat på omfattningen av extern värdering

Den första korrelationen som kommer undersökas i uppsatsen är huruvida omfattningen av extern värdering korrelerar med precisionen i företagens fastighetsvärderingar. Tidigare studier har visat att värderingar som kontrollerats av externa värderingsmän har högre precision än andra värderingar (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). Tidigare studier har även visat att företag använder fastighetsvärderingar som ett sätt att antingen jämna ut resultatet eller i syfte att öka resultatet (Chen, Tsang & Zhang, 2012). Av den anledningen bör oberoendet av en extern värderingsman öka precisionen i värderingen, eftersom han inte har samma incitament till att manipulera värderingen i syfte att manipulera resultatet.

Man kan även anta att externa värderingsföretag vars huvudsakliga verksamhet är fastighetsvärdering bör ha en väldigt stor marknadskänedom och kunskap om hur värderingar ska genomföras på ett korrekt sätt. Det finns dock studier som visar att kapitalmarknaden inte uppfattar externa värderingsmän som mer objektiva än interna värderingsmän (Barth & Clinch, 1998). I studien argumenterar Barth och Clinch (1998) för att interna värderingsmän har ett informationsövertag gentemot de externa värderingsmännen. De menar att informationsövertaget innebär att det inte bör finnas några stora skillnader i värder relevans<sup>7</sup> mellan värderingar utförda av interna respektive externa värderingsmän (Barth & Clinch, 1998). Givet ovan nämnda argument förväntar jag mig att företag som har en hög grad av extern värdering av sitt fastighetsbestånd har en högre precision i sina fastighetsvärderingar.

#### 3.2 Precision baserat på fastighetstyp

Den andra korrelationen som kommer undersökas är huruvida företagens typ av fastighetsbestånd korrelerar med precision i företagens fastighetsvärderingar. Fastighetsbeståndet har delats in i bostadsfastigheter respektive kommersiella fastigheter.

---

<sup>7</sup> Värder relevans syftar på att värderingen bör ha påverkan på bolagets aktiekurs (Barth & Clinch, 1998).

Nuvärdesmetoden är en frekvent använd modell vid värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde och baseras på fastighetens förväntade framtida kassaflöden (Bengtsson, 2006). Det är allmänt vedertaget att bostadsfastigheter har mer förutsägbara kassaflöden än kommersiella fastigheter, bland annat Balder påpekar det i sin årsredovisning (2016). Dessutom är framtida hyresintäkter en väldigt viktig parameter vid värdering enligt nuvärdesmetoden (Nordlund, 2010). Det bör även vara svårare att förutspå den framtida vakansnivån, som kan påverkas i stor grad av den rådande ekonomiska konjunkturen, vilket kan få stor effekt på värderingen av fastigheten (Netzell, 2009). Givet ovan nämnda argument förväntar jag mig att fastighetsvärderingar i fastighetsföretag med stor andel kommersiella fastigheter har lägre precision än i företag vars fastighetsbestånd främst består av bostadsfastigheter.

## 4. Metod

Studien har en kvantitativ utgångspunkt, vilket innebär att en hypotes kommer att formuleras utifrån befintlig teori. Data kommer sedan samlas in och analyseras varefter resultat och slutsatser kommer att dras av den analyserade datan (Bryman, Bell & Nilsson, 2005).

Fastighetsbolagens årsredovisningar kommer användas som empiriskt dataunderlag. En sammanställning av priset på bolagens sålda fastigheter kommer att jämföras med det bokförda verkliga värdet för fastigheten. Det faktiska försäljningspriset (efter avdrag för transaktionskostnader) dividerat med det bokförda värdet för fastigheten skapar en kvot som är större eller mindre än ett, alternativt exakt lika med ett. Om kvoten är större än ett har fastigheten sålts för mer än dess bokförda värde, om det är mindre än ett har fastigheten sålts till ett pris som är lägre än fastighetens bokförda värde. Om kvoten är exakt lika med ett var försäljningspriset exakt samma som det bokförda värdet för fastigheten och värderingen av fastigheten hade således perfekt precision.

### 4.1 Empiriskt tillvägagångssätt

Empirin baserades uteslutande på information i företagens årsredovisningar och samlades in manuellt. Empirin sammanställdes sedan i Microsoft Excel och analyserades i statistikprogrammet SPSS.

### 4.2 Statistisk undersökningsmetod

Förväntade korrelationer baserade på den teoretiska referensramen har sedan testats med hjälp av statistiska test. Först har normalitetstest använts på den beroende variabeln (värderingsprecision) för att undersöka huruvida datan är normalfördelad eller ej. Normalitetstesten som har använts är One-Sample Kolmogorov-Smirnov test och Shapiro-Wilks test (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2010).

Eftersom datan inte visade sig vara normalfördelad behövdes icke-parametriska test användas för att undersöka korrelationen mellan de oberoende och beroende variablerna (Wahlgren, 2012).

Korrelationen analyserades i SPSS med Spearmans och Kendalls icke-parametriska korrelationstest.

### 4.3 Operationalisering av precision

Värderingsprecision operationaliseras i denna studien som hur stor den procentuella skillnaden är mellan försäljningspriset och det bokförda värdet för fastigheten. För att beräkna det används följande formel:

$$\begin{aligned} \text{Försäljningspris} / \text{Bokfört värde} &= \text{Realisationskvot} \\ (\text{Realisationskvot} - 1) &= \text{Procentuell avvikelse} \\ |\text{Procentuell avvikelse}| &= \text{Absolut procentuell avvikelse} \end{aligned}$$

*Formel 4.3 Beräkning av värderingsprecision.*

Genom att beräkna den procentuella avvikelsen i absoluta tal blir precisionen i ett positivt respektive negativt realisationsresultat lika stort, givet att den procentuella avvikelsen i försäljningspriset från det bokförda värdet är lika stort i båda fallen. En stor absolut procentuell avvikelse innebär att värderingen hade låg precision, och en liten eller obefintlig avvikelse innebär att värderingen hade hög precision.

Fördelen med operationaliseringen är att den på ett konkret och relevant sätt mäter skillnaden mellan värderingen av en grupp fastigheter och dess faktiska försäljningsvärde. Metodens främsta nackdel är att den inte tar hänsyn till skillnaden mellan tidpunkten då fastigheten värderas och tidpunkten då fastigheten säljs. Eftersom förvaltningsfastigheter i börsnoterade företag endast omvärderas i bokföringen en gång per kvartal finns det oftast en skillnad mellan värderingstidpunkt och försäljningstidpunkt för fastigheten. Detta problemet diskuteras mer ingående i kapitel 4.4.



## 4.4 Uppsatsens validitet

### 4.4.1 Skillnad mellan värderingstidpunkt och försäljningstidpunkt

Vid värdering och försäljning av fastigheter finns det vanligtvis en skillnad mellan värderingstidpunkten och försäljningstidpunkten. Detta leder till problem när precisionen i värderingar ska analyseras, eftersom värdet av fastigheten kan ha förändrats mellan de två tidpunkterna. Problemet innebär givetvis att validiteten i studien är lägre än den hade varit om både värdering och försäljning av fastigheten skedde vid samma tidpunkt (Bryman, Bell & Nilsson, 2005).

Det finns dock ett antal förmildrande omständigheter som gör att problemet inte är så stort som det kan framstå vid en första anblick. Först och främst genomförs en värdering av samtliga förvaltningsfastigheter vid varje kvartal. Det innebär att det aldrig kan gå mer än cirka 90 dagar mellan värderingen av fastigheten och försäljningen av fastigheten. Mediantiden mellan en fastighetsvärdering och en fastighetsförsäljning bör dock vara cirka 45 dagar, givet ett antagande om att fastighetsförsäljningar sker jämt fördelat över ett kvartals tidsspänn.

Vidare finns det primärt två faktorer som påverkar värderingen av en fastighet, nämligen avkastningskravet på marknaden och driftnettot av fastigheten. Avkastningskravet beräknas vanligtvis utifrån försäljningspriser för fastigheter i det geografiska närområdet enligt ortsprismetoden. Driftnettot är summan av en fastighets hyresintäkter med avdrag för fastighetens driftskostnader.

Det är rimligt att anta att avkastningskravet på marknaden vanligtvis inte förändras särskilt mycket över ett kvartal. Man kan anta att avkastningskraven till stor del påverkas av andra marknadsröntor, exempelvis marknadsröntan på sveriges statsobligationer, dessa brukar inte vara särskilt volatila. Av den anledningen bör värderingen av en fastighet inte förändras mycket över en genomsnittlig 90-dagars period. Exempelvis anger Castellum att värdestegringar hänförliga

till sänkta avkastningskrav ökade värdet på deras fastighetsportfölj i kvartal ett 2018 respektive kvartal ett 2017 med 0,135% respektive 0,310% (Castellum kvartalsrapport 1<sup>8</sup>, 2018).

Driftnettet för en fastighet styrs främst av fastighetens driftsintäkter, eftersom dessa vanligtvis är betydligt större än fastighetens driftskostnader. Nästan samtliga undersökta bolag har främst kommersiella fastigheter i sin fastighetsportfölj, vars hyresnivåer många gånger är reglerade i avtal som löper över lång tid (många gånger över flera år). Av den anledningen bör driftnettet för fastigheterna inte variera särskilt mycket under en 90-dagarsperiod. Castellum angav i sin första kvartalsrapport 2018 att värdestegringar hänförliga till förbättrade driftnetton ökade värdet på deras fastighetsportfölj i kvartal ett 2018 respektive kvartal ett 2017 med 0,129% respektive 0,273% (Castellum kvartalsrapport 1<sup>9</sup>, 2018). Det finns tyvärr inte lika utförlig statistik från Castellum perioden som studeras i uppsatsen (år 2013-2016).

Syftet med att redovisa hur stora förändringar förändrade driftnetton och avkastningskrav har påverkat Castellum i två av deras kvartal är för att ge en indikation på hur stora förändringar det kan få på värdet av bolagens fastighetsportföljer. Förändringarna avser en 90-dagars period och som påpekats tidigare bör medianen för skillnaden mellan en fastighetsvärdering och en fastighetsförsäljning snarare vara cirka 45 dagar. Givetvis hade validiteten i uppsatsen ökat om försäljningstidpunkt och värderingstidpunkt varit den samma, men givet ovan nämnda argument menar jag att skillnaderna inte påverkar precisionen i så stor grad att validiteten av hela uppsatsen bör ifrågasättas. Även en del tidigare studier i ämnet har haft en liknande syn på värderingsprecision, trots att tid har passerat mellan värdering och försäljning av fastigheten (Dietrich, Harris & Muller III, 2001; Du, E. McEnroe & Stevens, 2014). Du, E. McEnroe och Stevens (2014) studie avser dock hypotetiska försäljningar och värderingar som aldrig har ägt rum i verkligheten.

Ett sätt att undvika problemet med tidsskillnader mellan värderings- och försäljningstidpunkt är att mäta ett bolags värderelevans på rapportdagen. Bengt Bengtsson (2008) har undersökt de

---

<sup>8</sup> Egna beräkningar.

<sup>9</sup> Egna beräkningar.

svenska börsnoterade fastighetsbolagens värder relevans genom att undersöka sambandet mellan bolagens redovisade egna kapital och dess aktiekurs. Genom att mäta aktiekursen dagen då kvartalsrapporten publiceras undviker man tidsskillnader. Om ett fastighetsbolags aktie värderas till 110% av eget kapital kan man således argumentera för att fastigheterna är värderade till 90% av sitt faktiska marknadsvärde. Det finns dock ett flertal problem med den metoden. Först och främst finns det många faktorer som kan påverka värderingen av ett fastighetsbolag. Även om majoriteten av värdet består av förvaltningsfastigheter finns det varumärke, bolagsledningen och övriga tillgångar som påverkar värdet. Det andra huvudsakliga problemet är att värderingen av fastigheterna sker av aktiemarknaden, vilket inte kan likställas med en faktiskt försäljning av fastigheterna. Dessa nackdelar väger i min mening betydligt tyngre än nackdelen med en modell som inte tar hänsyn till skillnad mellan värderings- och försäljningstidpunkt, givet att den faktiska tidsskillnaden är förhållandevis liten. Om fastighetsvärderingarna endast hade reviderats en gång per år hade givetvis metoden blivit betydligt mer bristfällig.

#### 4.4.2 Försäljning av olika typer av fastighetsbestånd

Vid analysen av hur fastighetsbeståndet påverkar värderingsprecisionen utgår antag jag att företag med stor andel kommersiella fastigheter också främst säljer kommersiella fastigheter. Detta skapar ett validitetsproblem eftersom det givetvis inte behöver vara på det viset. Exempelvis kan man tänka sig att företag vars fastighetsbestånd primärt består av bostadsfastigheter försöker sälja av sina kommersiella fastigheter i syfte att renodla sitt fastighetsbestånd. Kungsleden nämner i sin årsredovisning (2016) att de har sålt av mycket bostadsbyggrätter, i syfte att renodla sitt fastighetsbestånd mot ett mer kommersiellt fokus. Det innebär att stora delar av Kungsledens fastighetsförsäljningar består av bostadsrelaterade fastigheter, trots att nästan hela deras fastighetsbestånd är kommersiellt.

Eftersom de flesta börsnoterade fastighetsföretagen har en överväldigande majoritet av sitt fastighetsbestånd i en fastighetstyp (kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter) bör det i de flesta fallen rimligtvis vara så att man främst säljer den typen av fastighetsbestånd som man primärt innehar. Även om det som i Kungsledens fall kan finnas undantag under enskilda år.

Eftersom statistisk analys har använts på en förhållandevis stor urvalsgrupp minskar risken dessutom betydligt att ett fåtal undantag ska påverka hela resultatet i stor utsträckning.

#### 4.4.3 Precision baserat på ett fåtal transaktioner

Precisionen i värderingarna baseras på det framräknade kvotvärdet som beräknas genom att ta det faktiska försäljningspriset (efter avdrag för transaktionskostnader) dividerat med det bokförda värdet för fastigheten. Man bör dock ta i beaktning att man endast kan beräkna värderingsprecisionen genom metoden med kvotvärden på de fåtal fastighetsförsäljningar som företaget faktiskt genomför. Trots det är min ambition med uppsatsen att uttala mig om precisionen i värderingen av ett företags hela fastighetsbestånd.

Vanligtvis säljer företagen endast en ytterst liten del av sin fastighetsportfölj varje år. Av den anledningen bör man fundera över om realisationsresultatet för ett fåtal fastigheter är representativt för precisionen i värderingen av hela fastighetsbeståndet. Exempelvis kan man tänka sig att företag som sällan säljer sina fastigheter kräver högre ersättning än ett normalt marknadspris för sina fastigheter, för att det ska bli aktuellt för dem att sälja en fastighet.

För företag som försöker sälja stora delar av sitt fastighetsbestånd kan man tänka sig att företaget accepterar ett lägre pris än marknadsvärdet för att kunna sälja fastigheter som de vill bli av med. Exempelvis anger Kungsleden i sin årsredovisning (2016) att de mellan år 2016 och 2017 har som mål att avyttra fastigheter till ett värde om cirka två miljarder kronor. Den typen av mål skulle kunna leda till att de är villiga att sälja av en del av sitt fastighetsbestånd under sitt marknadsvärdet. När fastigheterna säljs till ett negativt realisationsresultat kan kapitalmarknaden sedan komma att tro att hela fastighetsbeståndet är övervärderat. Givet ovan framförda argument bör man ha i åtanke vid analys av det statistiska resultatet att metoden har vissa brister.

#### 4.5 Urval och avgränsning av empiri

För att kunna samla in empirin behövdes vissa avgränsningar göras. Först avgränsades datan till fastighetsföretag noterade på Stockholmsbörsen. Sedan behövdes en definition av vilka företag

som ska anses ha fastighetsförvaltning som sin huvudsakliga verksamhet, vilket inte var helt oproblematiskt. Slutligen sorterades ett fåtal bolag bort eftersom stora delar av deras fastighetsbestånd återfanns utanför nordén.

#### 4.5.1 Avgränsning och urval av fastighetsföretag

Undersökningen är avgränsad till börsnoterade företag på Stockholmsbörsen, vars huvudsakliga syfte är fastighetsförvaltning. För att hitta dessa företag användes Nasdaq OMX Nordics hemsida, där samtliga börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen finns listade. Alla företag är sorterade in i en branschkategori enligt Morgan Stanleys Global Industry Classification Standard, som är en global standard för att dela in börsnoterade bolag efter branscher. Alla bolag i kategorin *financials* (engelsk motsvarighet till finans & fastighet) på Stockholmsbörsens Large-Mid och Small Cap lista granskades sedan. 29 börsnoterade företag med koppling till fastighetsmarknaden kunde sedan identifieras, företagets koppling till fastighetsmarknaden baserades på deras egen verksamhetsbeskrivning som återfanns i företagets årsredovisningar samt min personliga kännedom om företagen sedan tidigare. Följande lista över börsnoterade fastighetsföretag togs fram:

Tabell 4.5.1. Lista över börsnoterade fastighetsföretag på Stockholmsbörsen.

Lista över börsnoterade fastighetsföretag	
1	Atrium Ljungberg
2	Besqab
3	Bonava
4	Castellum
5	Catena
6	Corem Property Group
7	D. Carnegie
8	Diös
9	Eastnine
10	Fabege
11	Fastpartner
12	Balder
13	HEBA
14	Hemfosa
15	Hufvudstaden
16	JM
17	Klövern
18	Kungsleden
19	Lundbergföretagen
20	NP3
21	Oscar Properties
22	Pandox
23	Platzer
24	Sagax
25	SSM Holding
26	Stendörren
27	Victoria Park
28	Wallenstam
29	Wihlborgs fastigheter

Eftersom uppsatsen endast undersöker fastighetsföretag på Stockholmsbörsen som främst är verksamma i Sverige och Norden kommer Pandox och Eastnine (nummer 9 och 22 i listan) inte tas vidare till den kvantitativa analysen. Pandox har knappt hälften av sina hyresintäkter från Sverige (49%), och en betydande del (20%) av sina hyresintäkter från utomnordiska länder (Pandox årsredovisning, 2016). Information om hur stor värdemässig andel av Pandox fastighetsbestånd som finns i Sverige respektive Norden framgår ej i deras årsredovisning

(2016). Av den anledningen har fastighetsbeståndets geografiska läge beräknats utifrån andelen hyresintäkter i respektive geografiska område. Eastnine är ett företag vars huvudsakliga verksamhet består i förvaltning av en portfölj som består av fastigheter och investeringar i private equity. Eftersom deras fastighetsbestånd främst finns i Baltikum, Ryssland och Balkanländerna kommer inte Eastnine heller tas vidare till den kvantitativa analysen (Eastnine årsredovisning, 2016).

#### 4.5.2 Avgränsning och urval av fastighetsförvaltande företag

För att vidare undersöka vilka fastighetsföretag som har fastighetsförvaltning som sin huvudverksamhet undersöktes företagens balansräkningar. Syftet var att reda ut hur stor andel av företagens balansräkningar som bestod av förvaltningsfastigheter som redovisas i enlighet med IAS 40. Det finns ingen definition på hur stor andel av ett företags balansomslutning som ska bestå av förvaltningsfastigheter för att det ska anses vara ett företag vars huvudsakliga verksamhet består i fastighetsförvaltning. Men de stora renodlade fastighetsförvaltningsföretagen (exempelvis Wallenstam, Hufvudstaden, Castellum etcetera) brukar ha minst 90% förvaltningsfastigheter. För att ge lite marginal valde jag, ganska godtyckligt, 85% som gräns. Ett börsnoterat företags balansomslutning (som redovisar fastigheter till verkligt värde) ska (enligt min definition) bestå av minst 85% förvaltningsfastigheter, för att det ska anses vara ett företag vars huvudsakliga verksamhet består i förvaltning av fastigheter. Givetvis hade jag föredragit att använda en definition som tidigare har använts i andra akademiska studier, men de studier jag har granskat har inte gett några tydliga definitioner på hur fastighetsförvaltande företag ska definieras. Exempelvis har Bengt Bengtsson (2006) endast utgått från vilka bolag som finns under kategorin *fastigheter* på aktiemäklaren Nordnets hemsida, vilket jag anser är en ganska trubbig definition. Efter att företagens balansräkningar granskades kunde en tabell sammanställas. Det empiriska underlaget för tabell 4.5.2 kommer från respektive företags årsredovisning avseende verksamhetsåret 2016.

Tabell 4.5.2. Andel förvaltningsfastigheter i börsnoterade fastighetsbolag. Baserat på årsredovisningar från 2016.

Nummer	Företag	Förvaltningsfastigheter Mkr	Balansomslutning Mkr	Andel förvaltningsfastigheter, %
1	Atrium Ljungberg	36 054	37 001	97
2	Besqab	Inga		
3	Bonava	Inga		
4	Castellum	70 757	78 313	90
5	Catena	10 786	12 355	87
6	Corem Property Group	10 667	12 118	88
7	D. Carnegie	16 998	18 904	90
8	Diös	13 683	13 920	98
10	Fabege	47 842	50 223	95
11	Fastpartner	17 216	18 456	93
12	Balder	86 177	92 623	93
13	HEBA	7 525	7 582	99
14	Hemfosa	34 668	37 774	92
15	Hufvudstaden	36 517	37 709	97
16	JM	Inga		
17	Klövern	39 234	40 527	97
18	Kungsleden	29 169	29 490	99
19	Lundbergföretagen	54393	122160	45
20	NP3	6 165	6 413	96
21	Oscar Properties	1 026	3 918	26
23	Platzer	13 615	13 865	98
24	Sagax	20 628	23 104	89
25	SSM Holding	Inga		
26	Stendörren	5 817	5 972	97
27	Victoria Park	12 301	12 819	96
28	Wallenstam	36 555	39 402	93
29	Wihlborgs fastigheter	32 755	33 414	98

Samtliga undersökta företag redovisade sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde, vilket innebär att val av värderingsmetod enligt IAS 40 (anskaffningsvärde respektive verkligt värde) inte har haft någon påverkan på företagens balansräkningar relativt varandra.

Fastighetsföretagen Besqab, Bonava, JM och SSM Holding hade inga förvaltningsfastigheter i sin balansräkning eftersom deras huvudsakliga verksamhet består i bostads- och projektutveckling. Av den anledningen kunde de uteslutas i urvalsprocessen. Oscar Properties och Lundbergföretagen (nummer 19 och 21) kunde vidare uteslutas eftersom de inte nådde upp till den uppsatta gränsen på 85%. Vidare uteslöts bolagsdata för de år de inte var börsnoterade. Företagen D. Carnegie, Hemfosa och Stendörren börsnoterades under 2014, alltså kommer data från år 2013 inte användas för de bolagen.



## 4.6 Insamling av data

### 4.6.1 Insamling av data för bokfört värde respektive försäljningsvärde

För att samla in data för fastighetens bokförda värde och fastighetens försäljningsvärde användes företagens årsredovisningar. Att utläsa information om det bokförda värdet för fastigheter som avyttrats under det gångna året är vanligtvis relativt enkelt. De börsnoterade fastighetsföretagen använder sig vanligtvis av en not till förvaltningsfastigheterna i koncernens balansräkning. I noten framgår vad förändringen i balansposten förvaltningsfastigheter består i. Där framgår vanligtvis det bokförda värdet för de avyttrade fastigheterna tydligt. Wallenstams årsredovisning (2016) kan användas som exempel för att tydliggöra hur noten till balansposten förvaltningsfastigheter vanligtvis ser ut.

#### Årets förändring förvaltningsfastigheter

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Redovisat värde vid årets början	32 090	28 481
Årets förvärv	223	1 270
Årets byggnationer	2 022	1 757
Årets försäljningar	-992	-1 925
Omklassificering till bostadsrätter respektive exploateringsfastigheter för försäljning	-258	-
Orealiserade värdeförändringar	3 470	2 507
Bokfört värde förvaltningsfastigheter	36 555	32 090

Figur 4.6.1. Förändring av balansposten förvaltningsfastigheter. Hämtad från Wallenstams årsredovisning (2016).

I figur 4.6.1 framgår tydligt att det bokförda värdet för förvaltningsfastigheter som avyttrades under 2016 var 992 miljoner kronor.

Insamling av data för det faktiska försäljningsvärdet var lite besvärligare. De undersökta börsnoterade fastighetsföretagen använder sig av olika sätt för att redovisa de realiserade värdeförändringarna, vilket gör det svårare att bedöma det faktiska försäljningsvärdet för de avyttrade fastigheterna under det gångna året. En del redovisar det realiserade försäljningsvärdet direkt i koncernens resultaträkning och en del gör det i en not till resultaträkningen. Problemet med att utläsa det faktiska försäljningsvärdet är att det i vissa fall blir otydligt om det är före eller

efter avdrag för transaktionsavgifter (exempelvis mäklararvoden). Vid redovisning av realiserade värdeförändringar verkar grundregeln vara att redovisa det efter avdrag för transaktionskostnader och det bokförda värdet för fastigheten. På grund av viss otydlighet i årsredovisningen angående försäljningsvärdet och realiserade värdeförändringar har jag därför kontrollerat siffrorna vid ett separat tillfälle efter att de har samlats in.

#### 4.6.2 Insamling av data för omfattning av extern värdering

För att samla in data över i vilken mån företagens förvaltningsfastigheter har värderats av externa oberoende värderingsmän har företagens årsredovisningar använts som empiriskt underlag. I de flesta fallen har det varit oproblemiskt att avgöra hur stor värdemässig andel av fastighetsbeståndet som har värderats av en extern värderingsman. Vanligtvis har de granskade företagens årsredovisningar en separat del där företagen beskriver hur de värderar sitt eget fastighetsbestånd. Där anges också hur stor procentuell andel av det värdemässiga fastighetsbeståndet som har värderats. Om företagen har varit otydliga med hur stor andel av beståndet som har värderats det senaste året av en extern värderingsman har datan exkluderats ur det empiriska materialet.

#### 4.6.3 Insamling av data för typ av fastighetsbestånd

Typen av fastighetsbeståndet har delas in i två delar, bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter. De fastigheter som företagen själva inte anser är bostadsfastigheter har i denna studien klassats som kommersiella fastigheter. Samtliga undersökta företag har själva delat in sitt fastighetsbestånd i olika kategorier baserat på vilken fastighetstyp de anser att fastigheten utgör. De flesta undersökta företag har använt sig av en fastighetskategori som de har benämnt som *övrigt*. Kategorin *övrigt* består av fastigheter som ej passar in i någon annan av företagets valda kategorier, exempelvis tomtmarker, bostäder, samhällsbyggnader och liknande. Om bostäder har särredovisats i en egen fastighetskategori i årsredovisningen har det varit enkelt att avgöra hur stor andel av fastigheterna som är kommersiella respektive bostäder. För ett fåtal företag har dock bostäderna inkluderats i kategorin *övrigt*. Kategorin *övrigt* utgör vanligtvis en liten del av företagets fastighetsbestånd, sällan mer än 10 procent.

För att inte alla företag som har inkluderat sina bostadsfastigheter i kategorin övrigt ska falla bort i studien har vissa justeringar av datan därför genomförts. För företag som inte särredovisar bostäder och har en övrigt kategori som utgör mindre än 10% av fastighetsbeståndet har deras kommersiella fastighetsbestånd ändrats till 100% i empirin. Syftet är att bortfallet på det empiriska materialet inte ska vara för stort, gränsen på 10% har valts godtyckligt. De flesta företag har dock mindre än 10% av sitt fastighetsbestånd i en *övrigt* kategori. Det är rimligt att anta att bostadsfastigheter endast utgör en liten andel av beståndet för de som inte väljer att särredovisa sina bostäder. Annars hade de sannolikt särredovisats. För företag som ej särredovisar bostäder och har en *övrigt* kategori som överstiger 10% har datan uteslutits ur det empiriska materialet.

## 4.7 Språkliga överväganden och definitioner

I syfte att undvika begreppsförvirring och för att öka tydligheten i uppsatsen ska jag snabbt redogöra för hur jag definierar utvalda frekvent använda begrepp i uppsatsen och mitt resonemang bakom definitionerna.

### 4.7.1 Positivt respektive negativt realisationsresultat

Begreppet *positivt respektive negativt realisationsresultat* kommer konsekvent att användas i uppsatsen istället för att uttala mig om huruvida en fastighet är *över- respektive undervärderad*. Anledningen är att värdering och försäljning av en förvaltningsfastighet vanligtvis sker vid två separata tidpunkter. En fastighet kan vara korrekt värderad vid balansdagen för att en kort tidsperiod senare säljas till ett betydligt högre eller lägre pris utan att fastigheten nödvändigtvis behöver ha varit under- eller övervärderad vid balansdagen. Skillnaden i försäljningspris och värdering vid balansdagen kan mycket väl bero på ett förändrat marknadsläge. Av den anledningen kommer begreppen *positiva respektive negativa realisationsresultat* konsekvent användas i uppsatsen.

## 5. Empiri

### 5.1 Hur företagen genomför fastighetsvärderingar i praktiken

Samtliga undersökta företag använde nuvärdesmetoden som huvudsaklig metod för beräkning av verkligt värde på deras fastighetsbestånd. För mindre delar av beståndet (exempelvis få fastigheter i utlandet eller för byggrätter i Sverige) används ortsprismetoden som huvudsaklig värderingsmetod (Fastpartner, 2016; Hemfosa, 2016; Balder, 2016). Användande av ortsprismetoden som huvudsaklig värderingsmetod har sannolikt skett i mindre omfattning. Företagen anger dock sällan exakt hur stor andel av beståndet som har värderats enligt respektive metod. Vanligtvis är företagen väldigt sparsamma med information om vilka parametrar de använder sig av i sina nuvärdesmodeller, de är även sparsamma med information om vilka värden de olika parametrarna vanligtvis tar. I vissa fall anger företagen i sina årsredovisningar exempel på vilka parametrar de tar hänsyn till, och ibland anger man även snittvärdet på någon parameter. Exempelvis anger Wallenstam i sin årsredovisning (2016) vilket deras genomsnittliga avkastningskrav är i deras nuvärdesmodeller för respektive fastighetstyp. Av den anledningen är det svårt att uttala sig om hur stora skillnader det finns mellan företagens olika nuvärdesmodeller. Det finns dock ett fåtal företag som är väldigt konkreta och generösa med information om hur deras interna värderingar genomförs, exempelvis fastighetsföretaget Klöverns i sin årsredovisning för år 2016. För att ge en konkret bild av hur fastighetsvärdering enligt nuvärdesmetoden genomförs kan Klöverns årsredovisning (2016) användas som exempel:

#### Beräkning av fastighetens verkliga värde

- > Fastighetens kassaflöde diskonteras till nuvärde varje år med kalkylräntan/diskonteringsräntan.
- > Fastighetens restvärde bedöms genom evighetskapitalisering varvid direktavkastningskravet används. Därefter diskonteras restvärdet till nuvärde med kalkylräntan.
- > Värdet av eventuella byggrätter och obebyggd mark adderas till nuvärdet.
- > Normal kalkylperiod är fem eller tio år.
- > Inflationsutvecklingen har långsiktigt bedömts till två procent (Riksbankens inflationsmål).

#### Sammanfattning

Värdetidpunkt	31 december 2016
Verkligt värde	39 234 mkr
Kalkylperiod	Normalt 5 eller 10 år
Direktavkastningskrav, för bedömning av restvärde	Mellan 3,75 och 9,50 procent
Kalkyl-/diskonteringsränta	Mellan 5,50 och 11,70 procent
Långsiktig vakans	Normalt mellan 5 och 10 procent
Inflationsutveckling	Två procent

*Figur 5.1. Beräkning av verkligt värde enligt nuvärdesmetoden. Hämtad från Klöverns årsredovisning (2016, s.97).*

## 5.2 Värderingsprecision och positiva respektive negativa realisationsresultat

Värderingsprecisionen i denna studien mäts som den absoluta procentuella avvikelsen i försäljningspriset från det bokförda värdet för fastigheten (se formel 4.3 för exakt beräkningsformel). Att mäta företagens redovisade realisationsresultat har varit förhållandevis enkelt, av den anledningen har ingen data uteslutits på grund av mätproblem. Data för ett fåtal år och företag har dock uteslutits, det gäller för företag som ej har varit börsnoterade det aktuella året eller för företag som inte har genomfört några fastighetsförsäljningar för det aktuella året (se bilaga 1 och 2 för fullständig information).

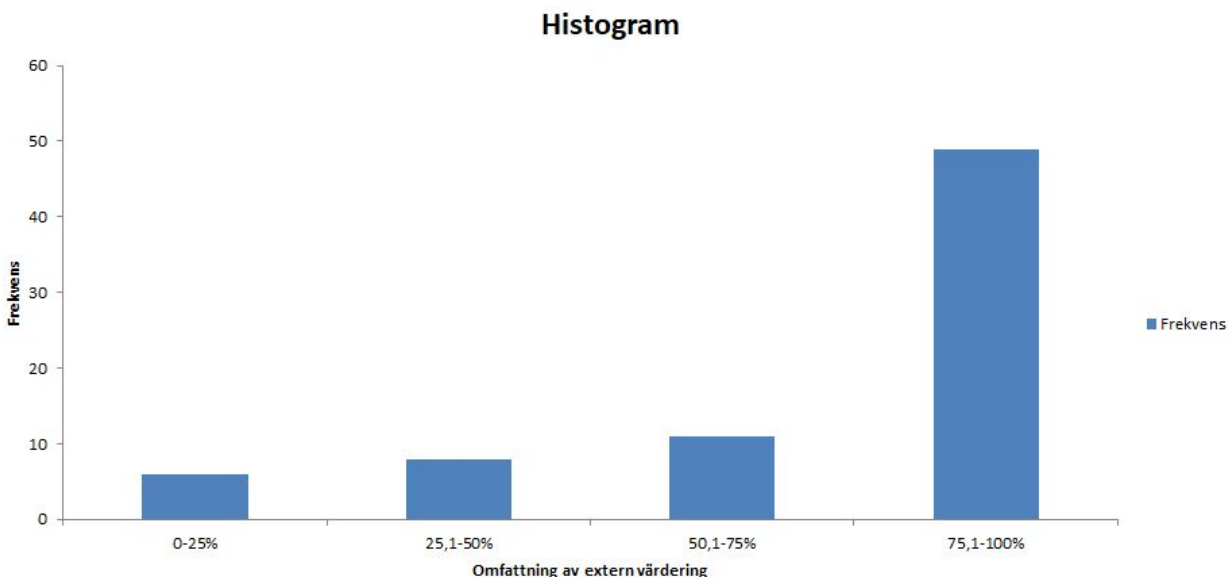
Tabell 5.2. Sammanställning av realisationskvoter och absolut procentuell avvikelse.

	Realisationskvoter	Absolut procentuell avvikelse
Antal	71	71
Median	1,069	7,32%
Genomsnitt	1,143	16,09%

Tabell 5.2 visar att den genomsnittliga absoluta procentuella avvikelsen var 16,09% för de fastighetsförvaltande börsnoterade bolagen mellan åren 2013 till 2016. Medianen för samma mått och mätperiod var 7,32%.

### 5.2.1 Omfattning av extern värdering av fastighetsbeståndet

Omfattning av extern värdering har baserats på informationen angiven i företagens årsredovisningar. Att mäta omfattning av extern värdering baserat på årsredovisningen har i de flesta fall varit problemfritt. Varken NP3 eller Diös har dock på ett tydligt sätt klargjort hur stor andel av beståndet som har värderats under det gångna räkenskapsåret. Av den anledningen har data för de företagen uteslutits vid mätning av extern värdering av fastighetsbeståndet.

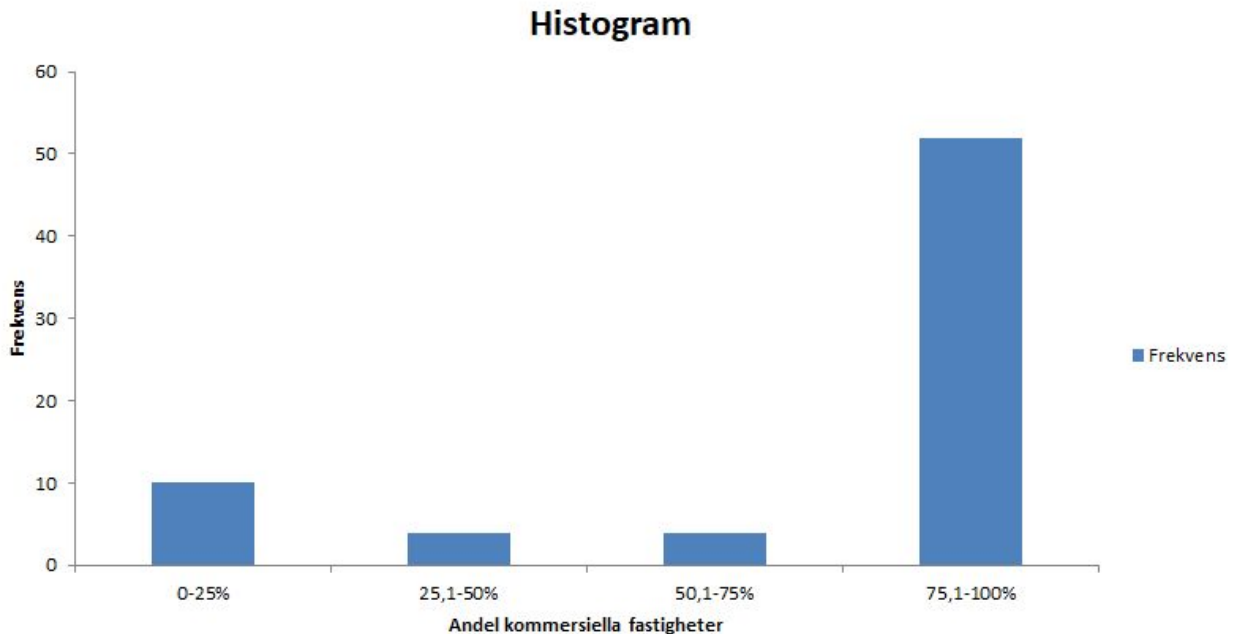


*Histogram 5.2.1. Sammanställning av omfattning av extern värdering av fastighetsbeståndet.*

Histogram 5.2.1 visar att de flesta företagen värderar majoriteten av sitt bestånd varje år. Ur empirin (se bilaga 1 och 2) kan även utläsas att vid 40 av de 63 mättillfällena externvärderades hela beståndet, alltså 100%. Ur empirin framgår även att endast ett företag, Wallenstam, inte använde sig av externa värderingsmän överhuvudtaget.

## 5.2.2 Omfattning av kommersiellt fastighetsbestånd

Som framgår i metodkapitlet återfanns en del mätproblem vid undersökning av vilken typ av fastighetsbestånd de fastighetsförvaltande bolagen hade. Av den anledningen uteslöts elva mätpunkter ur det statistiska materialet.



*Histogram 5.2.2. Sammanställning av fördelning av omfattning av kommersiellt fastighetsbestånd.*

Histogram 5.2.2 visar fördelningen av fastighetsbeståndet för de undersökta bolagen. Där framgår tydligt att de flesta bolagen var inriktade på kommersiella fastigheter.

## 5.3 Statistiska test av absolut procentuell avvikelse

### 5.3.1 Normalitetstest av absolut procentuell avvikelse

Innan korrelationen mellan den oberoende och de beroende variablerna undersöks bör man först undersöka huruvida empirin är normalfördelad. Denna studien använder sig både av One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test och Shapiro-Wilks Test för att undersöka om datan är normalfördelad eller ej (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2010). Testen undersöker nollhypotesen att datan är hämtad från en normalfördelad källa. Om  $p > 0,05$  kan nollhypotesen inte förkastas, och datan är således sannolikt hämtad från en normalfördelad källa.

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Absolut procentuell avvikelse	,378	63	,000	,240	63	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Figur 5.3.1. Test av normalitet i SPSS. Det gulmarkerade området motsvarar p-värdet.

Som framgår av figur 5.3.1 kan nollhypotesen förkastas och datan är således inte hämtad från en normalfördelad källa. Eftersom datan inte är normalfördelad behöver icke-parametriska test användas för att analysera empirin (Wahlgren, 2012).

### 5.3.2 Korrelationstest mellan absolut procentuell avvikelse och extern värdering

Eftersom datan ej var normalfördelad användes Spearmans och Kendalls korrelationstest. Testen undersöker korrelationen mellan de två variablerna och huruvida korrelationen är statistiskt säkerställd eller ej.



### Correlations

			Extern värdering	Absolut procentuell avvikelse
Kendall's tau_b	Extern värdering	Correlation Coefficient	1,000	-,025
		Sig. (2-tailed)	.	,799
		N	63	63
	Absolut procentuell avvikelse	Correlation Coefficient	-,025	1,000
		Sig. (2-tailed)	,799	.
		N	63	63
Spearman's rho	Extern värdering	Correlation Coefficient	1,000	-,024
		Sig. (2-tailed)	.	,853
		N	63	63
	Absolut procentuell avvikelse	Correlation Coefficient	-,024	1,000
		Sig. (2-tailed)	,853	.
		N	63	63

Figur 5.3.2. Test av korrelation mellan extern värdering och absolut procentuell avvikelse i SPSS med Kendalls och Spearmans icke-parametriska korrelationstest.

Som framgår av tabellen ovan anger båda testen att den procentuella avvikelsen minskar i samband med att graden av extern värdering ökar (se värdena -0,25 och -0,24). Med andra ord är värderingsprecisionen högre för de bolag som har en mer omfattande extern värdering. Korrelationen är dock långt ifrån statistiskt säkerställd. Testen anger att det är 79,9% respektive 85,3% (se sig. i figur 5.3.2) sannolikhet att sambanden beror på slumpen. Således kan man inte dra slutsatsen att en mer omfattande extern värdering bör leda till en högre värderingsprecision vid värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde.

### 5.3.3 Korrelationstest mellan absolut procentuell avvikelse och typ av fastighetsbestånd

Spearmans och Kendalls korrelationstest användes även för att undersöka huruvida typen av fastighetsbestånd var korrelerad med precisionen i värderingarna. Testet undersöker om det finns

någon korrelation mellan ett kommersiellt fastighetsbestånd och den absoluta procentuella avvikelser, som är ett mått på värderingsprecision.

**Correlations**

			Andel Kommersiella a fastigheter	Absolut procentuell avvikelse
Kendall's tau_b	Andel Kommersiella fastigheter	Correlation Coefficient	1,000	-,037
		Sig. (2-tailed)	.	,695
		N	61	61
	Absolut procentuell avvikelse	Correlation Coefficient	-,037	1,000
		Sig. (2-tailed)	,695	.
		N	61	61
Spearman's rho	Andel Kommersiella fastigheter	Correlation Coefficient	1,000	-,052
		Sig. (2-tailed)	.	,693
		N	61	61
	Absolut procentuell avvikelse	Correlation Coefficient	-,052	1,000
		Sig. (2-tailed)	,693	.
		N	61	61

Figur 5.3.3. Test av korrelation mellan typ av fastighetsbestånd och absolut procentuell avvikelse i SPSS med Kendalls och Spearmans icke-parametriska korrelationstest.

Testen visar, till skillnad från min förväntan, att den absoluta procentuella avvikelser sjunker (se -0,37 och -0,052) när andelen kommersiella fastigheter ökar. De företag som hade en större andel kommersiellt fastighetsbestånd hade alltså en högre precision i sina fastighetsvärderingar. Testen anger dock att det är 69,5% respektive 69,3% sannolikhet att det statistiska sambandet beror på slumpen. Således kan man inte dra slutsatsen att företag med en större andel kommersiellt fastighetsbestånd bör ha högre värderingsprecision.

## 6. Analys

### 6.1 Allmänna iakttagelser

Som framgick ur tabell 5.2 var medianen för den redovisade realisationsvinsten 6,9%. Att företagen tenderar att redovisa realisationsvinster oftare än realisationsförluster stämmer väl överens med tidigare genomförda studier i ämnet (Dietrich, Harris & Muller III). Ur samma tabell framgick även att medianen för företagens absoluta procentuella avvikelse var 7,32%. Det ligger väl i linje med felmarginalen som företagen själva brukar ange i sina årsredovisningar, vilket vanligtvis är mellan fem och tio procent. Även om värderingarnas precision inte är särskilt hög ryms de åtminstone inom bolagens egna angivna felmarginal.

### 6.2 Korrelation mellan värderingsprecision och extern värdering

Som framgick i figur 5.3.2 fanns en positiv korrelation mellan värderingsprecision och graden av extern värdering. Sambandet var dock långt ifrån statistiskt säkerställt, och man kan därför inte dra slutsatsen att det är den externa värderingen som har bidragit till en högre tillförlitlighet i företagen som externvärderar större delar av sitt fastighetsbestånd.

Dietrich, Harris och Muller III (2001) konstaterar i sin artikel att användningen av externa värderingsmän ökar precisionen i fastighetsvärderingarna. De tar dock ingen hänsyn till hur stor andel av fastighetsbeståndet som har värderats av en extern värderingsman i studien. Anledningen till att den kvantitativa analysen i denna uppsatsen inte gav statistiskt signifikant resultat kan alltså bero på att studien endast undersöker huruvida graden av extern värdering påverkar värderingsprecisionen. Givet resultatet från denna och tidigare studier kan man argumentera för att det väsentliga inte är hur stor del av fastighetsbeståndet som har värderats av en extern part, utan snarare om någon del av fastighetsbeståndet har värderats av en extern part eller inte. Men för att kunna säkerställa det behöver fler studier genomföras.

Avsaknaden av statistiskt signifikant resultat kan givetvis också bero på att externa värderingsmän inte kan göra en mer precis och exakt värdering. Barth och Clinch (1998) fann i sin studie att marknaden inte uppfattar värderingar utförda av externa värderingsmän som mer

trovärdiga. De menade att informationsövertaget som den interna företagsledningen har kan öka deras förmåga att genomföra sakliga värderingar (Barth & Clinch, 1998). Man bör ha i åtanke att informationen som de externa värderingsmännen baserar sina värderingar på till viss del är direkt hämtad från företaget som äger fastigheterna. Exempelvis påpekar Atrium Ljungberg i sin årsredovisning (2015) att de externa värderarna har utgått ifrån de faktiska driftskostnader och hyresintäkter som Atrium Ljungberg har för respektive fastighet. De externa oberoende värderingsmännen är alltså beroende av att informationen som kunden uppger är korrekt. Om både externa och interna värderingsmän använder sig av samma data (exempelvis information om hyror och kostnader) från samma källa finns det anledning att ifrågasätta vilket värde de externa värderingsmännen egentligen bidrar med.

Drygt 63% av de undersökta företagen lät externa värderingsmän värdera hela fastighetsbeståndet varje år (se bilaga 1 och 2). Givet avsaknaden av identifierat samband mellan hög grad av extern värdering och hög värderingsprecision finns det anledning att ifrågasätta syftet med att anlita externa värderingsmän i så stor omfattning. Dietrich, Harris och Muller III (2001) menar att syftet med att anlita externa värderingsmän kan vara att ge ökad trovärdighet till företagets finansiella rapporter. Trots det finns det studier som visar på att marknaden inte uppfattar de externa värderingsmännens värderingar som mer trovärdiga (Barth & Clinch, 1998).

### 6.3 Korrelation mellan absolut värderingsprecision och fastighetstyp

Som framgick ur figur 5.2.3 var korrelationen mellan värderingsprecision och andel kommersiella fastigheter positiv, vilket var i motsats till korrelationen som jag förväntade mig. Korrelationen var dock inte statistiskt säkerställd och man kan därför inte dra slutsatsen att en hög grad av kommersiellt fastighetsbestånd bör leda till högre värderingsprecision.

Det kan finnas många anledningar till att korrelationen både var tvärt emot korrelationen som jag förväntade mig och dessutom inte statistiskt säkerställd. En möjlig anledning till korrelationen kan vara att fastighetsbolag som främst är inriktade på kommersiella fastigheter till stor del säljer

av bostadsfastigheter, i syfte att renodla sitt fastighetsbestånd. Och att ett liknande motsatt samband gäller för fastighetsbolag som främst innehar bostadsfastigheter.

Givetvis kan det också vara möjligt att både interna och externa värderingsmän är väldigt duktiga på att värdera kommersiella fastigheter. Majoriteten av de undersökta fastighetsföretagen på Stockholmsbörsen var inriktade på kommersiella fastigheter. Det bör innebära att värderingsmän som är inriktade på börsnoterade företag har stor erfarenhet av värdering av just kommersiella fastigheter. Man skulle därför kunna tänka sig att de, tack vare sin erfarenhet, har blivit väldigt duktiga på att förutsäga fastigheternas framtida vakans- och hyresnivåer. En annan sak som kan ha påverkat förutsägbarheten i hyresnivåerna är den goda ekonomiska konjunkturen i Sverige under den undersökta perioden (år 2013 till 2016). Om Sverige hade drabbats av en plötslig lågkonjunktur hade sannolikt både vakans- och hyresnivåerna förändrats drastiskt för kommersiella fastigheter, vilket i sin tur hade påverkat försäljningspriset för de sålda fastigheterna.

#### 6.4 Andra faktorer som kan ha påverkat resultatet

Självfallet finns det många andra faktorer som kan ha påverkat resultatet av den statistiska analysen. Ambitionen med uppsatsen var ursprungligen att även undersöka huruvida den geografiska platsen påverkar precisionen i värderingen. Eftersom många företag använder ortsprismetoden för att estimerar en lämplig diskonteringsränta vid användning av nuvärdesmetoden kan man tänka sig att fastighetens geografiska plats kan ha betydelse för precisionen i värderingen. Exempelvis kan man tänka sig att företag vars fastighetsbestånd är koncentrerat till storstäderna har högre precision i sina värderingar, eftersom de har ett större statistiskt underlag att utgå ifrån vid beräkning enligt ortsprismetoden. Det sker helt enkelt fler fastighetstransaktioner i Stockholm, Göteborg och Malmö än i Sveriges mindre orter. Huruvida fastighetsbeståndets geografiska plats påverkar precisionen i värderingen undersöktes dock inte. Anledningen var att företagen redovisar fastighetsbeståndets geografiska plats på väldigt olika sätt. En del redovisar exempelvis specifikt vilka fastigheter som finns i centrala Malmö, andra företag anger endast vilka som finns i Malmö Kommun och en del har samlat ihop alla

fastigheter i Skåne till en egen geografisk kategori. På grund av mätproblem undersöktes således inte huruvida den geografiska platsen påverkar värderingsprecisionen. Den geografiska platsen kan alltså ha haft en effekt på de undersökta korrelationerna, särskilt om den geografiska platsen på något sätt är korrelerad med någon annan av de undersökta variablerna. Exempelvis kan man tänka sig att kommersiella fastigheter är mer koncentrerade till Sveriges storstadsområden, och därför har högre värderingsprecision.

Även resultatstyrning kan ha haft en effekt på det kvantitativa resultatet. Tidigare studier har visat att resultatstyrning har använts vid värdering av fastigheter i syfte att jämna ut resultatet (Chen, Tsang & Zhang, 2012). Givet den goda ekonomiska konjunkturen i allmänhet och den positiva utvecklingen på fastighetsmarknaden i synnerhet kan man tänka sig att resultatstyrning har tillämpats genom att företagen har värderat sina fastigheter lägre än dess verkliga marknadsvärde i syfte att få ett jämnare redovisat resultat. Det skulle ge utrymme för att göra mindre nedskrivningar vid en sämre ekonomisk konjunktur och en negativ fastighetsmarknad, vilket skulle ge ett jämnare resultat för företagen. Förekomsten av resultatstyrning i syfte att jämna ut det redovisade resultatet skulle även kunna förklara varför majoriteten av företagen uppvisade positiva realisationsresultat vid fastighetsförsäljningar.

## 7. Slutsats

Studiens syfte var att undersöka huruvida graden av extern värdering och typ av fastighetsbestånd påverkar precisionen vid värdering av förvaltningsfastigheter. De statistiska testen visade inte på signifikanta resultat när korrelationstest mellan omfattning av extern värdering och värderingsprecision genomfördes. I motsats till tidigare studier kan man således inte givet denna studiens resultat dra slutsatsen att en stor grad av extern värdering leder till högre precision i fastighetsvärderingarna (Dietrich, Harris & Muller III, 2001).

Vid undersökning av korrelationen mellan typ av fastighetsbestånd och värderingsprecision visade de statistiska testen inte heller på signifikanta resultat. Givet uppsatsens resultat kan man alltså inte dra slutsatsen att typen av fastighetsbestånd (kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter) påverkar precisionen i fastighetsvärderingarna. I vilken omfattning andra faktorer (exempelvis resultatstyrning) har påverkat resultatet kan man inte dra någon slutsats om.

## 8. Diskussion

Uppsatsens ursprungliga ambition var att identifiera vilka faktorer som påverkar precisionen i fastighetsvärderingar. Förhoppningen var att identifiera vilka faktorer som sannolikt påverkar precisionen i fastighetsvärderingar mest samt kartlägga hur dessa faktorerna korrelerar med värderingsprecisionen. Efter att ha undersökt både hur värderingsprecision korrelerar med graden av extern värdering och fastighetstyp kan jag konstatera att inga statistiskt säkerställda samband hittades. Att en hög grad av extern värdering inte leder till en högre värderingsprecision var ett oväntat resultat, givet tidigare forskning (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). Dietrich, Harris och Muller III (2001) undersöker visserligen bara om användningen av externa värderare ökar värderingsprecisionen eller inte, de undersöker således inte graden av extern värdering. Dessutom är deras studie genomförd innan IFRS infördes och långt innan den nya förändringen av IFRS 13 genomfördes 2013 (Dietrich, Harris & Muller III, 2001). Deras studie är dessutom genomförd i Storbritannien, och det hade givetvis varit fördelaktigt om fler liknande studier i andra länder hade genomförts (Dietrich, Harris & Muller III, 2001).

Några ord bör även sägas om eventuella problem i uppsatsen, framförallt om uppsatsens validitet. Den främsta validitetsbristen i uppsatsen har sin grund i tidsskillnaden mellan värderings- och försäljningstidpunkten för fastigheten. Det går inte att utesluta att det har haft en effekt på studiens resultat. Även om det både finns argument och i begränsad utsträckning viss empiri (se Castellums första kvartalsrapport 2018) som tyder på att värdet på förvaltningsfastigheter inte bör förändras särskilt mycket över kortare tidsperioder kan man inte utesluta att det har påverkat studiens resultat. Å andra sidan är det svårt att föreställa sig en alternativ undersökningsmetod som eliminerar tidsskillnaden mellan fastighetsvärdering och försäljningstidpunkt. Vissa studier i värderrelevans undersöker sambandet mellan redovisat eget kapital på rapportdagen och bolagets aktiekurs (se exempelvis Bengtsson, 2008). På det sättet kan problemet med tidsskillnad elimineras, men då aktiekursen även i fastighetsbolag speglar många andra faktorer än endast fastighetsvärdet uppstår andra problem.



I slutet av uppsatsens genomförande kan jag även konstatera att begreppet verkligt värde inte är oproblematiskt att definiera. Exempelvis påpekar Michael Power (2010) att det finns många typer av potentiella marknadsvärden för en och samma tillgång. En kundanpassad fabriksfastighet kan ha ett högt marknadsvärde givet att kundens betalningsförmåga är god och givet att hyreskontraktet löper över lång tid med lång uppsägningstid. Om en sådan kund skulle gå i konkurs skulle fastigheten möjligtvis inte värderas högre än värdet för tomten efter avdrag för rivningskostnader. Även för fastigheter med alternativa lönsamma användningsområden blir definitionen av verkligt värde i IFRS 13 svår att tillämpa. För företaget som innehar fastigheten blir det svårt att veta om värderingen ska ske baserat på deras nuvarande användningsområde eller på det användningsområde som fastigheten sannolikt skulle användas till om den såldes. Dessutom kan det finnas anledningar att medvetet värdera fastigheter under dess faktiska marknadsvärde. För fastigheter med volatil eller osäker intjäningsförmåga kan en exakt marknadsvärdering anses vara otillräckligt tillförlitlig (Du, E. McEnroe & Stevens, 2014). Ett annat övergripande problem med verkligt värde som ofta påpekas är att det kan manipuleras i betydligt större grad än historiska anskaffningsvärden (Marra, 2016).

## 8.1 Förslag på fortsatt forskning

Förutom att undersöka huruvida precisionen kan förklaras av graden av extern värdering och typ av fastighetsbestånd var den ursprungliga ambitionen även att undersöka om det geografiska läget för fastighetsbeståndet påverkade precisionen i värderingarna. Min hypotes var att företag vars fastighetsbestånd främst återfanns i storstäder skulle ha högre precision i sina fastighetsvärderingar än företag vars fastighetsbestånd primärt återfinns i mindre städer. Avkastningskraven beräknas vanligtvis med ortsprismetoden, som baseras på liknande fastighetstransaktioner i det närliggande geografiska området. Eftersom större städer ofta har fler fastighetstransaktioner bör det vara lättare att beräkna pålitliga avkastningskrav för fastigheterna. På grund av att de undersökta fastighetsföretagen var otydliga i sin geografiska redovisning av fastighetsbeståndet valde jag att inte undersöka huruvida det geografiska läget av fastighetsbeståndet påverkar värderingsprecisionen. Det skulle därför vara intressant att undersöka om det finns andra informationskällor än företagens egna årsredovisningar som tydligt

uppper det geografiska läget för deras fastighetsbestånd. På så sätt skulle man kunna undersöka om det geografiska läget av fastighetsbeståndet påverkat värderingsprecisionen. Alternativt skulle man kunna undersöka om andra länder har tydligare regelverk eller traditioner för hur den geografiska platsen för fastighetsbeståndet ska redovisas. På det sättet skulle man eventuellt kunna undersöka korrelationen mellan precision i fastighetsvärderingar och det geografiska läget för fastighetsbeståndet.

Givet uppsatsens fynd att graden av extern värdering inte påverkade precisionen i fastighetsvärderingarna vore det även intressant att göra en kvalitativ studie angående extern värdering av börsnoterade fastighetsföretag. Exempelvis skulle man kunna intervjua fastighetsföretagen och fråga vad syftet med användningen av de externa värderingsföretagen är om de inte bidrar till en ökad precision i värderingarna. Kanske kräver företagens långivare att värdet av deras fastigheter bekräftas av externa värderingsmän. Eller anlitar företagen bara värderingsmännen i syfte att ge ökad legitimitet till sina egna interna värderingar? Det vore även intressant att veta varför Wallenstam valt att inte anlita externa värderingsmän, och vilka konsekvenser de upplever att det har fått för dem.

# Källförteckning

## Artiklar och avhandlingar

Armstrong, C. S., Barth, M. E., Jagolinzer, A. D. & Riedl, E. J. (2010). Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe, *The Accounting Review*, vol. 85, ss.31–61.

Barth, M. E. (2013). Global Comparability in Financial Reporting: What, Why, How, and When?, *China Journal of Accounting Studies*, vol. 1, ss.2–12.

Barth, M. E. & Clinch, G. (1998). Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates, *Journal of Accounting Research*, vol. 36, ss.199–233.

Bengtsson, B. (2006). Verkligt värde i balansräkningen : En studie i beräkning och redovisning av verkligt värde på förvaltningsfastigheter. Lic.-avh. Göteborg: Göteborgs universitet.

Chen, C., Tsang, D. & Zhang, J. (2012). Earnings Management, Firm Location, and Financial Reporting Choice: An Analysis of Fair Value Reporting for Investment Properties in an Emerging Market. Diss., Singapore Management University.

Dietrich, J. R., Harris, M. S. & Muller III, K. A. (2001). The Reliability of Investment Property Fair Value Estimates, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, ss.125–158.

Du, N., E. McEnroe, J. & Stevens, K. (2014). The Joint Effects of Management Incentive and Information Precision on Perceived Reliability in Fair Value Estimates, *Accounting Research Journal*, vol. 27, ss.188–206.

Erb, C. & Pelger, C. (2015). “Twisting Words”? A Study of the Construction and Reconstruction of Reliability in Financial Reporting Standard-Setting, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 40, ss.13–40.

Liow, K. H. & Yeo, S. (2018). Dynamic Relationships between Price and Net Asset Value for Asian Real Estate Stocks, *International Journal of Financial Studies*, vol. 6, 28.

Marra, A. (2016). The Pros and Cons of Fair Value Accounting in a Globalized Economy, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 31, 4, ss.582–591.

Muller, K. A., Riedl, E. J. & Sellhorn, T. (2011). Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry: Evidence from the European Real Estate Industry, *Management Science*, vol. 57, 6, ss.1138–1153.

Netzell, O. (2009). A Study of Micro-Level Variation in Appraisal-Based Capitalisation Rates, *Journal of Property Research*, vol. 26, 3, ss.235–263.

Nordlund, B. (2010). Need for Disclosure Regarding Property Valuations in Financial Reports According to IFRS, *Journal of Property Investment & Finance*, vol. 28, 5, ss.333–353.

Nellessen, T. & Zuelch, H. (2011). The Reliability of Investment Property Fair Values under IFRS, *Journal of Property Investment & Finance*, vol. 29, 1, ss.59–73.

Power, M. (2010). Fair Value Accounting, Financial Economics and the Transformation of Reliability, *Accounting and Business Research*, vol. 40, 3, ss.197–210.

Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management, *Accounting Horizons*, vol. 3, 4, ss.91–102.

Smith-Lacroix, J.-H., Durocher, S. & Gendron, Y. (2012). The Erosion of Jurisdiction: Auditing in a Market Value Accounting Regime, *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 23, 1, ss.36–53.

## Böcker

Bengtsson, B. (2008). Redovisningens Värder relevans i Svenska Fastighetsbolag Före Och Efter Införandet Av IAS 40, Åbo : Åbo akademis förlag, 2008.

Bryman, A., Bell, E. & Nilsson, B. (2005). Företagsekonomiska Forskningsmetoder, Malmö: Liber ekonomi.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2010). Statistisk Verktogsåda 1 : Samhällsvetenskaplig Orsaksanalys Med Kvantitativa Metoder, 2:12. uppl., Lund : Studentlitteratur.

IFRS. (2017). IFRS-volymer 2017, Stockholm: FAR.

Lantmäteriet & Mäklarsamfundet. (2010). Fastighetsvärdering : Grundläggande Teori och Praktisk Värdering, Solna: Instant Book.

Marton, J., Lundqvist, P. & Pettersson, A. K. (2016). IFRS - I Teori Och Praktik, 4. uppl., Stockholm : Sanoma utbildning.

Wahlgren, L. (2012). SPSS Steg För Steg, 3. uppl., Lund : Studentlitteratur, 2012.

## Förordningar och regelverk

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder

International Accounting Standards Board. (1989). Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, Tillgänglig Online:

<https://www.faronline.se/Dokument/I/IASBFORESTALLNINGSRAM/?query=F%C3%B6rest%C3%A4llningsram> [Hämtad 13 maj 2018]

International Accounting Standards Board. (2008). An improved Conceptual Framework for Financial Reporting, Tillgänglig Online:

<http://www.assb.gov.sg/docs/attachments/EDofChapters1and2theJointImprovedConceptualFramework.pdf> [Hämtad 28 juli 2018]

International Accounting Standards Board. (2018). Conceptual Framework for Financial Reporting, Tillgänglig Online: [http://www.ctcp.gov.co/\\_files/documents/1522788753-5849.pdf](http://www.ctcp.gov.co/_files/documents/1522788753-5849.pdf) [Hämtad 28 juli 2018]

International Accounting Standards Board. (2018). IFRS Coceptual Framework Basis for Conclusions, Tillgänglig Online:

[http://www.ctcp.gov.co/\\_files/documents/1522788753-5849.pdf](http://www.ctcp.gov.co/_files/documents/1522788753-5849.pdf) [Hämtad 28 juli 2018]

International Financial Reporting Standards (IFRS) Organisation. (2000). IAS 40 Investment Property, Tillgänglig Online:

<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-40-investment-property/> [Hämtad 28 maj 2018]

International Financial Reporting Standards (IFRS) Organisation. (2013). IFRS 13 Fair Value Measurement, Tillgänglig Online:  
<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/> [Hämtad 28 maj 2018]

Kommissionens förordning (EU) nr 1255/2012 av den 11 december 2012 om ändring av förordning (EG) nr 1126/2008 om antagande av vissa redovisningsstandarder i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 med avseende på de internationella redovisningsstandarderna International Accounting standard 12, International Financial Reporting Standard [sic] 1 och 13, samt tolkning nr 20 från International Financial Reporting Interpretations Committee

Rådets genomförandeförordning om ändring av förordning (EU) nr 492/2010 om införande av en slutgiltig antidumpningstull på import av natriumcyklammat med ursprung i bland annat Folkrepubliken Kina, Tillgänglig Online:  
<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0163:FIN:SV:PDF>  
[Hämtad 28 juli 2018]

## Årsredovisningar och kvartalsrapporter

AB Sagax. (2014). AB Sagax Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:

[http://www.sagax.se/Global/Sverige/Om\\_AB\\_Sagax/Finansiell\\_information/Finansiella\\_rapporter/Arsredovisningar/SAGAX%20ARSREDOVISNING%202013%20WEBB.pdf](http://www.sagax.se/Global/Sverige/Om_AB_Sagax/Finansiell_information/Finansiella_rapporter/Arsredovisningar/SAGAX%20ARSREDOVISNING%202013%20WEBB.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

AB Sagax. (2015). AB Sagax Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:

[http://www.sagax.se/Global/Sverige/Om\\_AB\\_Sagax/Finansiell\\_information/Finansiella\\_rapporter/Arsredovisningar/Sagax\\_arsredovisning\\_2014.pdf](http://www.sagax.se/Global/Sverige/Om_AB_Sagax/Finansiell_information/Finansiella_rapporter/Arsredovisningar/Sagax_arsredovisning_2014.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

AB Sagax. (2016). AB Sagax Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:

[http://www.sagax.se/Global/Sverige/Sagax%20AR%202015\\_160418\\_WEBB.pdf](http://www.sagax.se/Global/Sverige/Sagax%20AR%202015_160418_WEBB.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

AB Sagax. (2017). AB Sagax Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:

[http://www.sagax.se/Global/Sverige/Om\\_AB\\_Sagax/Finansiell\\_information/Finansiella\\_rapporter/Arsredovisningar/SAGAX%20AR%202016%20PUBL%20WEB\\_small.pdf](http://www.sagax.se/Global/Sverige/Om_AB_Sagax/Finansiell_information/Finansiella_rapporter/Arsredovisningar/SAGAX%20AR%202016%20PUBL%20WEB_small.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Atrium Ljungberg AB. (2014). Atrium Ljungberg AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/1145/9548198/218293.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Atrium Ljungberg AB. (2015). Atrium Ljungberg AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/1145/9778965/383060.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Atrium Ljungberg AB. (2016). Atrium Ljungberg AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/1145/9932573/487510.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]



Atrium Ljungberg AB. (2017). Atrium Ljungberg AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/1145/2223179/647810.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Castellum Aktiebolag. (2014). Castellum Aktiebolag Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: [https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/Arsredovisning\\_2013.pdf](https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/Arsredovisning_2013.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Castellum Aktiebolag. (2015). Castellum Aktiebolag Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: [https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/Arsredovisning\\_2014.pdf](https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/Arsredovisning_2014.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Castellum Aktiebolag. (2016). Castellum Aktiebolag Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: [https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/Arsredovisning\\_2015.pdf](https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/Arsredovisning_2015.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Castellum Aktiebolag. (2017). Castellum Aktiebolag Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/201702032440-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Castellum Aktiebolag. (2018). Castellum Aktiebolag delårsrapport januari-mars 2018. Tillgänglig Online: <https://vp244.alertir.com/afw/files/press/castellum/201804172620-1.pdf> [Hämtad 28 juli 2018]

Catena AB. (2014). Catena AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: <http://catenafastigheter.se/media/1195/%C3%A5rsredovisning-2013.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Catena AB. (2015). Catena AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: <http://catenafastigheter.se/media/1196/%C3%A5rsredovisning-2014.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Catena AB. (2016). Catena AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:  
<http://catenafastigheter.se/media/1623/catena-arsredovisning-2015-gallande.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Catena AB. (2017). Catena AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
<http://catenafastigheter.se/media/1850/ar2016.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Corem Property Group AB. (2014). Corem Property Group AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:  
[http://www.corem.se/afw/files/press/corem/Corem\\_Property\\_Group\\_AArsredovisning\\_2013.pdf](http://www.corem.se/afw/files/press/corem/Corem_Property_Group_AArsredovisning_2013.pdf)  
[Hämtad 13 maj 2018]

Corem Property Group AB. (2015). Corem Property Group AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:  
<http://www.corem.se/afw/files/press/corem/201503232278-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Corem Property Group AB. (2016). Corem Property Group AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:  
<http://www.corem.se/afw/files/press/corem/201603305788-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Corem Property Group AB. (2017). Corem Property Group AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
<http://www.corem.se/afw/files/press/corem/201703300275-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

D. Carnegie & Co Aktiebolag. (2015). Carnegie & Co Aktiebolag Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:  
<http://www.dcarnegiegroun.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2016/03/D-Carnegie-A%CC%8Arsredovisning-2014.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

D. Carnegie & Co Aktiebolag. (2016). Carnegie & Co Aktiebolag Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:

<http://www.dcarnegiegroun.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2016/04/D-Carnegie-Co-Arsredovisning-2015-D.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

D. Carnegie & Co Aktiebolag. (2017). Carnegie & Co Aktiebolag Årsredovisning 2016.

Tillgänglig Online:

<http://www.dcarnegiegroun.se/sv/wp-content/uploads/sites/3/2017/04/d-carnegie-arsredovisning-2016-a2.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Diös Fastigheter AB. (2014). Diös Fastigheter AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:

[http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2013/dios\\_arsredovisning\\_2013.pdf](http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2013/dios_arsredovisning_2013.pdf)

[Hämtad 13 maj 2018]

Diös Fastigheter AB. (2015). Diös Fastigheter AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:

[http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2014/ar2014\\_dios\\_a4\\_minskad.pdf](http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2014/ar2014_dios_a4_minskad.pdf)

[Hämtad 13 maj 2018]

Diös Fastigheter AB. (2016). Diös Fastigheter AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:

[http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2015/dios\\_ar2015\\_webb.pdf](http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2015/dios_ar2015_webb.pdf) [Hämtad 13

maj 2018]

Diös Fastigheter AB. (2017). Diös Fastigheter AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:

[http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2016/ar2016\\_dios\\_15mars.pdf](http://www.dios.se/globalassets/ir/svenska/rapporter/2016/ar2016_dios_15mars.pdf) [Hämtad 13

maj 2018]

Eastnine AB. (2017). Eastnine AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:

<http://www.eastnine.com/afw/files/press/eastcap/201704109474-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Fabege AB. (2014). Fabege AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:  
[https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2013/AR/Fabege\\_AR\\_2013\\_slutpdf\\_140221.pdf](https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2013/AR/Fabege_AR_2013_slutpdf_140221.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Fabege AB. (2015). Fabege AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:  
[https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2014/AR/Fabege\\_AR\\_2014.pdf](https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2014/AR/Fabege_AR_2014.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Fabege AB. (2016). Fabege AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:  
[https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2015/AR/Fabege\\_arsredovisning\\_2015.pdf](https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2015/AR/Fabege_arsredovisning_2015.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Fabege AB. (2017). Fabege AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
<https://fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2016/AR/Arsredovisning-2016-v3.pdf>  
[Hämtad 13 maj 2018]

FastPartner AB. (2014). FastPartner AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:  
<http://mb.cision.com/Main/878/9562631/228405.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

FastPartner AB. (2015). FastPartner AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:  
<http://mb.cision.com/Main/878/9747142/360685.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

FastPartner AB. (2016). FastPartner AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:  
<http://mb.cision.com/Main/878/9949231/496561.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

FastPartner AB. (2017). FastPartner AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
<http://mb.cision.com/Main/878/2228434/650727.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Fastighets AB Balder. (2014). Fastighets AB Balder Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: <https://www.balder.se/sites/balder/files/234363.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Fastighets AB Balder. (2015). Fastighets AB Balder Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: <https://www.balder.se/sites/balder/files/364402.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Fastighets AB Balder. (2016). Fastighets AB Balder Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <https://www.balder.se/sites/balder/files/497839.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Fastighets AB Balder. (2017). Fastighets AB Balder Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <https://www.balder.se/sites/balder/files/654341.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Heba Fastighets Aktiebolag. (2014). Heba Fastighets Aktiebolag Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/1260/9560540/226882.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Heba Fastighets Aktiebolag. (2015). Heba Fastighets Aktiebolag Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/1260/9748699/361855.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Heba Fastighets Aktiebolag. (2016). Heba Fastighets Aktiebolag Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/1260/9949928/497226.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Heba Fastighets Aktiebolag. (2017). Heba Fastighets Aktiebolag Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/1260/2233915/654474.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Hemfosa Fastigheter AB. (2015). Hemfosa Fastigheter AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/7964/2074944/558899.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Hemfosa Fastigheter AB. (2016). Hemfosa Fastigheter AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/7964/9955667/501023.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Hemfosa Fastigheter AB. (2017). Hemfosa Fastigheter AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <http://mb.cision.com/Main/7964/2241670/659124.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Hufvudstaden AB. (2014). Hufvudstaden AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: [http://np.netpublicator.com/np/n90538793/Hufvudstaden\\_Arsredovisning\\_2013.pdf](http://np.netpublicator.com/np/n90538793/Hufvudstaden_Arsredovisning_2013.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Hufvudstaden AB. (2015). Hufvudstaden AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: [http://np.netpublicator.com/np/n64625938/Hufvudstaden\\_Arsredovisning\\_2014.pdf](http://np.netpublicator.com/np/n64625938/Hufvudstaden_Arsredovisning_2014.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Hufvudstaden AB. (2016). Hufvudstaden AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <http://np.netpublicator.com/np/n54329462/Hufvudstaden-2015-SE.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Hufvudstaden AB. (2017). Hufvudstaden AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: [http://np.netpublicator.com/np/n18075561/HS\\_2016\\_SE\\_web.pdf](http://np.netpublicator.com/np/n18075561/HS_2016_SE_web.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Klövern AB. (2014). Klöver AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: <https://www.klovern.se/pdfhandler?docId=2717> [Hämtad 13 maj 2018]

Klövern AB. (2015). Klöver AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: <https://www.klovern.se/pdfhandler?docId=2751> [Hämtad 13 maj 2018]

Klövern AB. (2016). Klöver AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <https://www.klovern.se/pdfhandler?docId=26353> [Hämtad 13 maj 2018]

Klövern AB. (2017). Klöver AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <https://www.klovern.se/pdfhandler?docId=34317> [Hämtad 13 maj 2018]

Kungsleden Aktiebolag. (2014). Kungsleden Aktiebolag Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:  
<http://www.kungsleden.se/contentassets/74fa5c6005df4f9f8984c827cefe99d8/arsredovisning-2013> [Hämtad 13 maj 2018]

Kungsleden Aktiebolag. (2015). Kungsleden Aktiebolag Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:  
<http://www.kungsleden.se/contentassets/6c7d03d3ee1a42fda99b87f67c676497/arsredovisning-2014> [Hämtad 13 maj 2018]

Kungsleden Aktiebolag. (2016). Kungsleden Aktiebolag Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:  
<http://www.kungsleden.se/contentassets/a7559ac0749c4098b95d77b52561d5ad/arsredovisning-2015> [Hämtad 13 maj 2018]

Kungsleden Aktiebolag. (2017). Kungsleden Aktiebolag Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
<http://www.kungsleden.se/contentassets/5557f1932e4b41aa9ba7a96d4e9ee0dd/kungsleden-2016-arsredovisning-hallbarhetsredovisning.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

L E Lundbergföretagen Aktiebolag. (2017). L E Lundbergföretagen Aktiebolag Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
[https://www.lundbergforetagen.se/sites/default/files/files/A%CC%8Arsredovisning\\_2016%20%282%29.pdf](https://www.lundbergforetagen.se/sites/default/files/files/A%CC%8Arsredovisning_2016%20%282%29.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

NP3 Fastigheter AB. (2014). NP3 Fastigheter AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:  
[https://np3fastigheter.se/wp-content/uploads/2013/12/NP3\\_%C3%85R\\_2013\\_web.pdf](https://np3fastigheter.se/wp-content/uploads/2013/12/NP3_%C3%85R_2013_web.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

NP3 Fastigheter AB. (2015). NP3 Fastigheter AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: [https://np3fastigheter.se/wp-content/uploads/2015/04/NP3\\_AR\\_2014\\_SIDOR\\_WEBB.pdf](https://np3fastigheter.se/wp-content/uploads/2015/04/NP3_AR_2014_SIDOR_WEBB.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

NP3 Fastigheter AB. (2016). NP3 Fastigheter AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <http://hugin.info/163909/R/2001966/738744.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

NP3 Fastigheter AB. (2017). NP3 Fastigheter AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <http://hugin.info/163909/R/2095119/792349.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Pandox Aktiebolag. (2017). Pandox Aktiebolag Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: [http://www.pandox.se/globalassets/releases/2017/pan\\_ar16\\_swe\\_swe-index.pdf](http://www.pandox.se/globalassets/releases/2017/pan_ar16_swe_swe-index.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Platzer Fastigheter Holding AB. (2014). Platzer Fastigheter Holding AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online: <http://investors.platzer.se/afw/files/press/platzer/201403286598-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Platzer Fastigheter Holding AB. (2015). Platzer Fastigheter Holding AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online: <http://investors.platzer.se/afw/files/press/platzer/201503317738-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Platzer Fastigheter Holding AB. (2016). Platzer Fastigheter Holding AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online: <http://investors.platzer.se/afw/files/press/platzer/201603306263-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Platzer Fastigheter Holding AB. (2017). Platzer Fastigheter Holding AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online: <http://investors.platzer.se/afw/files/press/platzer/201703301029-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]



Stendörren Fastigheter AB. (2015). Stendörren Fastigheter AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:

<http://stendorren.se/wp-content/uploads/2016/05/Stendorren-Fastigheter-AB-publ-Arsredovisning-20141.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Stendörren Fastigheter AB. (2016). Stendörren Fastigheter AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:

<http://stendorren.se/wp-content/uploads/2016/05/Stendorren-Fastigheter-AB-publ-Arsredovisning-2015.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Stendörren Fastigheter AB. (2017). Stendörren Fastigheter AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:

[http://stendorren.se/wp-content/uploads/2017/06/Arsredovisning\\_2016\\_Final\\_sida-sida\\_LOW.pdf](http://stendorren.se/wp-content/uploads/2017/06/Arsredovisning_2016_Final_sida-sida_LOW.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Victoria Park AB. (2014). Victoria Park AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/11505/9814411/408277.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Victoria Park AB. (2015). Victoria Park AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/11505/9767949/375449.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Victoria Park AB. (2016). Victoria Park AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/11505/9945203/494166.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Victoria Park AB. (2017). Victoria Park AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:

<http://mb.cision.com/Main/11505/2224612/648628.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Wallenstam AB. (2014). Wallenstam AB Årsredovisning 2013. Tillgänglig Online:  
[http://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/Wallenstam\\_ar\\_2013.pdf](http://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/Wallenstam_ar_2013.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Wallenstam AB. (2015). Wallenstam AB Årsredovisning 2014. Tillgänglig Online:  
<http://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/201503265013-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Wallenstam AB. (2016). Wallenstam AB Årsredovisning 2015. Tillgänglig Online:  
<http://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/201604017731-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Wallenstam AB. (2017). Wallenstam AB Årsredovisning 2016. Tillgänglig Online:  
<http://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/201703300123-1.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Wihlborgs Fastigheter AB. (2014). Wihlborgs Fastigheter AB 2013. Tillgänglig Online:  
<https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/rapporter/2014/20140325-wihlborgs-arsredovisning-2013-240917248.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Wihlborgs Fastigheter AB. (2015). Wihlborgs Fastigheter AB 2014. Tillgänglig Online:  
[https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/rapporter/2015/wihlborgs-arsredovisning-2014\\_lr-slutlig.pdf](https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/rapporter/2015/wihlborgs-arsredovisning-2014_lr-slutlig.pdf) [Hämtad 13 maj 2018]

Wihlborgs Fastigheter AB. (2016). Wihlborgs Fastigheter AB 2015. Tillgänglig Online:  
<https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/pressmeddelanden/2016/20160401-wihlborgs-arsredovisning-for-2015-3432378.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

Wihlborgs Fastigheter AB. (2017). Wihlborgs Fastigheter AB 2016. Tillgänglig Online:  
<https://www.wihlborgs.se/globalassets/investor-relations/pressmeddelanden/2017/20170404-wihlborgs-arsredovisning-for-2016-4b10f097-458a-43f7-9e78-c6dd2a7c824f.pdf> [Hämtad 13 maj 2018]

## Bilagor

### Bilaga 1. Omfattning av extern värdering och realisationskvoter år 2013 till 2014

Företag	2013				2014			
	Extern värdering	Försäljningspris	Bokfört Värde	Kvotvärde	Extern värdering	Försäljningspris	Bokfört Värde	Kvotvärde
Atrium Ljungberg	45%	1010,4	1012	0,998	54%	93,3	85	1,098
Castellum	52%	718	593	1,211	57%	3217	3198	1,006
Catena	100%	5,7	3,3	1,727	74%	8,5	15	0,567
Corem Property Group	25%	135	123	1,098	38%	98	98	1,000
D. Carnegie	Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	100%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner
Diös	Ej mätbart	297	286	1,038	Ej mätbart	95	80	1,188
Fabege	100%	1202	1067	1,127	100%	3889	3589	1,084
Fastpartner	100%	13,4	12,5	1,072	100%	2,1	1,6	1,313
Balder	100,00%	145	129	1,124	6,50%	1115	971	1,148
HEBA	100%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner	100%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner
Hemfosa	100%	Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	100%	1450	1303	1,113
Hufvudstaden	66%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner	64%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner
Klövern	100%	346	324	1,068	100%	531	523	1,015
Kungsliden	100%	108	100	1,080	100%	2601	2415	1,077
NP3	Ej mätbart	5,28	3,747	1,409	Ej mätbart	13,8	12	1,150
Platzer	100%	340	323,6	1,051	31%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner
Sagax	100%	90	94	0,957	100%	94	89	1,056
Stendörren		Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	Ej börsnoterat	100%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner
Victoria Park	100%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner	100%	237	208	1,139
Wallenstam	0%	1986	1888	1,052	0%	2349	2084	1,127
Wihlborgs fastigheter	100%	67	65	1,031	100%	400	376	1,064

### Bilaga 2. Omfattning av extern värdering och realisationskvoter år 2015 till 2016

Företag	2015				2016			
	Extern värdering	Försäljningspris	Bokfört Värde	Kvotvärde	Extern värdering	Försäljningspris	Bokfört Värde	Kvotvärde
Atrium Ljungberg	39%	1258	1291	0,974	44%	29	23	1,261
Castellum	56%	1197	1092	1,096	57%	6986	6461	1,081
Catena	62,90%	1409,4	1307,2	1,078	96%	1115,4	1105,6	1,009
Corem Property Group	87%	324	314	1,032	87%	191	189	1,011
D. Carnegie	100%	446,876	492,4	0,908	100%	586	600,2	0,976
Diös	Ej mätbart	170	159	1,069	Ej mätbart	650	661	0,983
Fabege	100%	26	5	5,200	100%	3656	3165	1,155
Fastpartner	100%	136,5	125	1,092	100%	52,1	38,1	1,367
Balder	33%	1607	1542	1,042	40%	1990	1905	1,045
HEBA	100%	9,5	9,5	1,000	100%	145,5	144,4	1,008
Hemfosa	100%	1532	1441	1,063	100%	1375	1329	1,035
Hufvudstaden	70%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner	70%	Inga transaktioner	Inga transaktioner	Inga transaktioner
Klövern	100%	546	548	0,996	100%	617	617	1,000
Kungsliden	100%	639	628	1,018	100%	806	774	1,041
NP3	Ej mätbart	70	65	1,077	Ej mätbart	44	41	1,073
Platzer	35%	259,2	251,4	1,031	100%	252	252	1,000
Sagax	100%	37	37	1,000	100%	970	950	1,021
Stendörren	100%	84	75	1,120	100%	221	179	1,235
Victoria Park	100%	34	29	1,172	100%	348	326	1,067
Wallenstam	0%	2129	1925	1,106	0%	1179	992	1,189
Wihlborgs fastigheter	100%	414	359	1,153	100%	682	581	1,174

### Bilaga 3. Andel kommersiella fastigheter för samtliga år

År	2013	2014	2015	2016	
Företag	Andel Kommersiella fastigheter	Andel Kommersiella fastigheter	Andel Kommersiella fastigheter	Andel Kommersiella fastigheter	Andelen är beräknad på följande variabel
Atrium Ljungberg	97,0%	97,0%	97,0%	96,9%	Hysesvärde
Castellum	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Verkligt värde
Catena	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Uthyrningsbar area
Corem Property Group	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Uthyrningsbar area
D. Carnegie	Ej börsnoterat	0,7%	0,7%	0,2%	Verkligt värde
Diös	89,0%	90,0%	90,0%	92,0%	Hysesvärde
Fabege	98,9%	99,1%	98,1%	99,0%	Uthyrningsbar area
Fastpartner	98,4%	98,2%	99,4%	98,2%	Uthyrningsbar area
Balder	43,1%	51,6%	30,7%	36,0%	Uthyrningsbar area
HEBA	7,0%	8,0%	8,0%	12,0%	Uthyrningsbar area
Hemfosa	Ej börsnoterat	100,0%	100,0%	100,0%	Hysesvärde
Hufvudstaden	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	Uthyrningsbar area
Klöver	Utesluten	Utesluten	Utesluten	Utesluten	Uthyrningsbar area
Kungsleden	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Hysesvärde
NPS	Utesluten	100,0%	Utesluten	Utesluten	Hysesvärde
Platzer	Utesluten	Utesluten	Utesluten	Utesluten	Uthyrningsbar area
Sagax	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Uthyrningsbar area
Stendörren	Ej börsnoterat	100,0%	100,0%	100,0%	Uthyrningsbar area
Victoria Park	6,0%	11,0%	10,0%	10,0%	Uthyrningsbar area
Wallenstam	49,7%	51,0%	55,6%	55,6%	Uthyrningsbar area
Wihlborgs fastigheter	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Verkligt värde

Mätpunkterna som är uteslutna hade inte särredovisat bostäder och hade ett fastighetsbestånd i kategorin "övrigt" som utgjorde mer än 10% av de totala fastighetsbeståndet.