

**WP 2009-02**

## **Historisk kostpris versus dagsværdi**

**Belyst ved investorer og analytikers holdninger**

by

Jesper Banghøj, adjunkt ved Handelshøjskolen i København,  
Jakob Wagner Holm, associate i FIH PARTNERS,  
Thomas Plenborg, professor ved Handelshøjskolen i København og  
Jens Østrup, consultant i KPMG Advisory, Business Performance Services

**INSTITUT FOR REGNSKAB OG REVISION, Handelshøjskolen i København**  
Solbjerg Plads 3, C.4., 2000 Frederiksberg  
Tlf.: 38 15 23 20 Fax: 38 15 23 21

**DEPARTMENT OF ACCOUNTING AND AUDITING, Copenhagen Business School**  
Solbjerg Plads 3, C.4., DK-2000 Frederiksberg  
Phone: +45 38152320 Fax: +45 38152321  
[uk.cbs.dk/forskning\\_viden/institutter\\_centre/institutter/rr](http://uk.cbs.dk/forskning_viden/institutter_centre/institutter/rr)

## Indledning

Gennem de seneste årtier har regnskabsreguleringen udviklet sig i retning af øget brug af regnskabsstandarder, der kræver virksomhedernes regnskabsposter målt på grundlag af dagsværdi (fair value) i stedet for kostpris som måleattribut (målegrundlag)<sup>1</sup>. Denne udvikling har en betydelig indvirkning på virksomhedernes regnskabsaflæggelse og har medført en stor debat om beslutningsnyttens af henholdsvis kostpris- og dagsværdiregnskaber. Blandt fagfolk er der ikke konsensus om, hvilken type regnskab og dermed målegrundlag som bør foretrækkes. Formanden for FASB, Robert Herz, noterer, at *“Many investors have made it clear that, in their view, fair value accounting allows companies to report amounts that are more relevant, timely, and comparable than amounts that would be reported under alternative accounting approaches, even during extreme market conditions”*<sup>2</sup>. Modsat fremfører Stephen H. Penman, professor på Columbia Business School, at *“Historical-cost accounting is far from perfect...but we must be careful in moving to fair-value accounting as a remedy. Focus on better historical-cost accounting may be an alternative way for accounting standard-setters to go”*<sup>3</sup>.

Denne artikel bidrager til debatten ved via en spørgeskemaundersøgelse at undersøge, hvilket målegrundlag, kostpris versus dagsværdi, investorer og analytikere foretrækker ved måling af aktiver og forpligtelser i regnskabet. Derved får vi belyst, hvilke præferencer nogle af regnskabets væsentligste interessenter har for målegrundlag i regnskabet.

Artiklen er struktureret på følgende vis. Først diskuteres karakteristika samt fordele og ulemper ved historisk kostpris- og dagsværdiregnskaber. Derefter redegøres kort for, hvad tidligere undersøgelser af investorer og analytikeres præferencer for kostpris og dagsværdi som målegrundlag når frem til. Efter disse indledende overvejelser rapporteres resultaterne fra en spørgeskemaundersøgelse, som har til formål at undersøge, hvilke præferencer for kostpris og dagsværdi som måleattribut danske investorer og analytikere giver udtryk for ved værdiansættelse af ikke-finansielle virksomheder. Afslutningsvis konkluderes på artiklen, og de praktiske implikationer af analysernes resultater diskuteres.

---

<sup>1</sup> Kostpris defineres som det beløb, der ydes i forbindelse med anskaffelse eller egenproduktion af et aktiv og det beløb, der modtages som vederlag ved indgåelse af en forpligtelse. Dagsværdi defineres som det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse indfries ved transaktioner mellem uafhængige parter.

<sup>2</sup> FASB News Release 12. marts 2009: Chairman Robert H. Herz Testifies on Mark-to-Market Accounting.

<sup>3</sup> Columbia Business School, Ideas at work 16. april 2008: Using fair-value accounting, fairly.

### **Historisk kostpris- versus dagsværdiregnskab**

Historisk kostpris- og dagsværdiregnskab kan beskrives ud fra henholdsvis det præstations- og formueorienterede paradigme. Kostprisregnskabet lægger hovedvægten på måling af resultatet af en periodes præstationer i resultatopgørelsen på grundlag af indtægter fra salg fratrukket det medgåede ressourceforbrug opgjort til kostpris i henhold til matchingprincippet (det præstationsorienterede paradigme). Balancens rolle er sekundær og er reduceret til den hjælpefunktion at videreføre uforbrugte ressourcer ved en periodes udgang til kommende perioders ressourceforbrug med henblik på at tilgodese matchingprincippet bedst mulig. Dette kræver, at ressourcerne (aktiverne) i balancen måles til kostpris som måleattribut.

Kostprisregnskabet nytteværdi for investorer, kreditorer m.fl. består primært i, at sammenhængen mellem indtægter og omkostninger til kostpris, som kan udledes af flere års historiske resultatopgørelser, danner erfaringsgrundlag for prognose af indtægter og omkostninger til kostpris i fremtidige resultatopgørelser. Herfra udledes prognoser af balancer, overskud og pengestrømme som basis for værdiansættelse af virksomheder og aktier, kreditvurdering mv.

Mens kostprisregnskaber leverer historiske "rådata" som grundlag for investorenes prognoser og derefter overlader al værdiansættelse til investorerne, måler dagsværdiregnskaber resultatet af en periodes præstationer på grundlag af deres værdimæssige konsekvenser for aktiver og forpligtelser i balancen til dagsværdi. Værdimåling bliver dermed en integreret del af selve regnskabsaflæggelsen (det formueorienterede paradigme). Resultatet – værditilvæksten - som i nuværende regnskabspraksis benævnes totalindkomst, fremkommer som stigning i egenkapital (nettoaktiver) fra primo til ultimo. Resultatopgørelsen er i princippet overflødig. Den beregnes dog fortsat som en simpel difference mellem balanceposterne primo og ultimo. Dens nytteværdi består i at beskrive kilderne til de stedfundne ændringer i balancen fra primo til ultimo. Dagsværdien af aktiver og forpligtelser i balancen måles på grundlag af markedspriser eller surrogater herfor, f.eks. kapitalværdier, og baseres dermed på forventninger til de nettopengestrømme, som aktiver og forpligtelser forventes at generere i fremtiden.

Dagsværdiregnskabet fremstilles ofte som det regnskab, der er bedst egnet til prognoseformål. Argumentet herfor er, at dagsværdiregnskabet medfører en række

relevante informationer i regnskabet, som ikke kan opnås med kostprisregnskabet. Måling af virksomhedens aktiver og forpligtelser ud fra dagsværdiregnskabet giver en signalværdi om forventninger til fremtidige pengestrømme, som aktiver og forpligtelser forventes at generere. Denne viden er værdifuld til prognoseformål ved eksempelvis værdiansættelse og kreditvurdering af virksomheder. Hertil kommer, at fastlæggelse af værdien af nettorentebærende gæld er lettere ved anvendelse af dagsværdiregnskabet, da dagsværdier anvendes. Denne information indgår i kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller (fx DCF modellen) ved fastlæggelse af de vægtede kapitalomkostninger (WACC), samt når nettorentebærende gæld skal fratrækkes enterprise value for at få markedsværdien af egenkapitalen. Som ulempe fremføres ofte, at resultatopgørelsen mister nytteværdi som erfaringsgrundlag for prognose, fordi at sammenhængen mellem indtægter og omkostninger (matchingprincippet) forringes, når den bliver et residual af reglerne for indregning og værdimåling i balancen.

### **Resultater af tidligere undersøgelser**

Tidligere empiriske studier, som har undersøgt nytten af henholdsvis kostpris og dagsværdi, anvender ofte aktiekursen som 'succeskriterium'. Disse studier kaldes værdirelevansstudier. Studierne anlægger et investorperspektiv, hvilket naturligvis kan betragtes som en begrænsende faktor, da andre vigtige brugergrupper ikke 'høres'. Til gengæld betragtes investor af IASB som regnskabets vigtigste respondenter. Vi har identificeret i alt 23 værdirelevansstudier, som undersøger beslutningsnyttens af dagsværdier i forhold til historisk kostpris. Resultaterne fra disse studier viser generelt, at dagsværdier giver større beslutningsnytte for investorer end historiske kostpriser. En oversigt over værdirelevansstudiernes konklusioner kan ses i appendiks 1. En nøjere granskning af undersøgelserne viser imidlertid, at det stort set kun er finansielle poster, som er blevet undersøgt. Driftsrelaterede regnskabsposter har kun i meget begrænset omfang været undersøgt. Det betyder, at vi med udgangspunkt i tidligere værdirelevansstudier kun kan konkludere, at investorer foretrækker dagsværdier frem for historisk kostpris for finansielle aktiver og forpligtelser. Disse resultater er næppe overraskende, da der for finansielle aktiver og forpligtelser ofte er aktive markeder, hvilket reducerer måleproblemerne betragteligt.

Der har også været foretaget enkelte spørgeskemaundersøgelser. Herhjemme finder Thinggaard (1996)<sup>4</sup> ved hjælp af en spørgeskemaundersøgelse, at danske regnskabsbrugere foretrækker finansielle instrumenter målt til mark-to-market accounting frem for historisk kostpris. Gassen og Schwedler (2008)<sup>5</sup> undersøger europæiske finansanalytikeres holdning til historisk kostpris og dagsværdi som målegrundlag. De finder, at finansanalytikere foretrækker finansielle aktiver og forpligtelser målt til dagsværdi. Derimod synes finansanalytikere indifferente imellem de to måleattributter for driftsrelaterede aktiver og forpligtelser.<sup>6</sup>

Opsummerende viser de empiriske studier, at dagsværdier foretrækkes ved måling af finansielle aktiver og forpligtelser. Derimod er billedet mere uklart for driftsrelaterede aktiver og forpligtelser. Det skyldes både, at kun få studier har haft fokus på driftsrelaterede aktiver og forpligtelser, men også at analytikere og investorer ikke entydig synes at foretrække det ene målegrundlag på bekostning af det andet for disse aktiver og forpligtelser. Da vi både adresserer driftsrelaterede og finansielle aktiver og forpligtelser i spørgeskemaundersøgelsen, håber vi at kunne kaste et mere nuanceret lys over, hvilken måleattribut der foretrækkes ved måling af forskellige typer aktiver og forpligtelser.

Ud over de artikler, der sætter investor og analytiker i centrum, findes også en række artikler, som adresserer yderligere interessante emner. Der findes en række artikler, der omhandler troværdigheden af dagsværdimål. En del af artiklerne diskuterer primært, hvorvidt det er muligt at finde relevante priser for aktiver og forpligtelser. Andre artikler sætter fokus på ledelsens incitament, herunder om de udviser opportunistisk adfærd ved estimering af dagsværdier. Konklusionerne fra disse studier er overordnet, at priser fra aktive markeder er at foretrække med henblik på at sikre høj troværdighed. Hvorvidt priser fra ikke-aktive markeder kan bruges, er der delte holdninger til. Ligeledes er konklusionerne delte med hensyn til, om ledelsen handler opportunistisk. Nogle af artiklerne er kritiske over for ledelsens adfærd ved fastlæggelse af dagsværdier, mens andre ikke finder problemer hermed. Det fremføres endeligt, at troværdigheden kan øges ved at have objektive, eksterne værdiansættelsesekspertter involveret i værdiansættelsen af aktiver og forpligtelser.

---

<sup>4</sup> European Accounting Review, 5 (1), pp 57-75.

<sup>5</sup> Working paper, Accounting Standard Committee of Germany, Berlin 2. July 2008.

<sup>6</sup> KPMG foretog i 1992 en undersøgelse lig Thinggaard (1996). Denne undersøgelse er dog ikke medtaget som reference i dette studie grundet undersøgelsens lave svarprocent.

## **Motivation for og metode bag spørgeskemaundersøgelsen**

Vi har valgt at gennemføre en spørgeskemaundersøgelse, da det giver mulighed for at adressere en række spørgsmål til en større population. Det giver et bredt billede af holdninger til anvendelsen af historisk kostpris og dagsværdi i virksomhedernes regnskaber og betydningen heraf i forbindelse med værdiansættelse. Et spørgeskema har endvidere den fordel i forhold til eksempelvis værdirelevansstudier, at man kan spørge om regnskabsbrugerens præference for historisk kostpris henholdsvis dagsværdi for regnskabsposter, hvor dagsværdier ikke bliver anvendt. Dette vil typisk være tilfældet for de driftsrelaterede aktiver og forpligtelser.

Respondentgruppen kan overordnet karakteriseres som professionelle investorer og professionelle analytikere. I denne gruppe findes typisk porteføljemanagere, private equity investorer, aktieanalytikere, investeringsrådgivere, corporate finance rådgivere og konsulenter, der arbejder med værdiansættelser. Vi har undladt at medtage personer fra virksomheder og private investorer.

Ved udsendelse af spørgeskemaerne stod valget mellem at massedistribuere spørgeskemaet ud til de identificerede afdelinger og virksomheder eller at distribuere det ud til kun én person fra hver afdeling eller virksomhed. Fordelen ved at massedistribuere spørgeskemaet ville være en stor population. Problemet hermed er dog, at det kan give bias, idet ansatte fra samme virksomhed formentlig vil have tendens til at afgive enslydende svar, hvis virksomheden har en kutyme for, hvordan værdiansættelser foretages. Derfor blev det besluttet at distribuere spørgeskemaet ud til én person fra hver virksomhed/afdeling. Derved undgik vi også at belaste de involverede virksomheder unødigt meget. For at sikre at respondenterne havde den fornødne viden og erfaring, blev alle respondenter via telefonisk kontakt stillet overfor følgende kriterier for at deltage i undersøgelsen. Respondenten skulle have en vis erfaring med værdiansættelse af ikke-finansielle virksomheder og have kendskab til kostpris og dagsværdi som måleattribut.

Med henblik på at kvalitetssikre spørgeskemaet, blev det testet blandt personer, der har samme karakteristika som respondentgruppen. I bestræbelserne på at opnå en høj svarprocent blev der forud for udsendelsen af spørgeskemaerne rettet telefonisk kontakt til respondenterne med henblik på at få en bekræftelse på, at de ønskede at deltage. Herefter blev al kontakt til respondenterne stillet personligt. Der blev foretaget en

rykkerprocedure bestående af to opfølgende e-mails og ét telefonopkald. Svarede respondenterne ikke efter rykkerproceduren, blev respondenterne anset som bortfalden.

Svarantal og -procent	Antal	Procent
Identificerede <i>mulige</i> respondenter hvortil telefonisk kontakt er foretaget	114	-
Frasorteret ved telefonisk kontakt da respondenterne ikke var relevante	45	-
<b>Stikprøvens størrelse (antal fremsendte spørgeskemaer)</b>	<b>69</b>	<b>100 %</b>
Ikke svaret / ufuldstændige besvarelser (uanset)	16	23 %
<b>Antal fulde og anvendelige besvarelser</b>	<b>53</b>	<b>77 %</b>

Tabel 1: Antal respondenter og svarprocent

Af tabel 1 fremgår det, at svarprocenten er 77 % svarende til 53 respondenter. Svarprocenten og -antallet betragtes som tilfredsstillende for spørgeskemaundersøgelser.

### Respondenternes karakteristika

For at karakterisere respondenterne er der i spørgeskemaet spurgt ind til en række baggrundsvariable. I tabel 2 ses sammensætningen af respondenterne fordelt på arbejdsmæssige profiler.

Hvad karakteriserer bedst din arbejdsmæssige profil?	Procent	Antal
Porteføljemanager	36 %	19
Private equity investor	23 %	12
Corporate finance rådgiver	19 %	10
Aktieanalytiker	13 %	7
Konsulent med opgaver inden for værdiansættelse	8 %	4
Investeringsrådgiver	0 %	0
Ønsker ikke at svare	0 %	0
Andet, angiv:	2 %	1
Total	100 %	53

Tabel 2: Respondenternes arbejdsmæssige profiler

Der ses en spredning på forskellige arbejdsmæssige profiler, hvilket sikrer en bred repræsentation på tværs af den ønskede respondentgruppe.

I tabel 3 fremgår det, inden for hvilke brancher respondenterne værdiansætter virksomheder.

I den for hvilke(n) branche(r) værdiansætter du virksomheder?	Procent	Antal
Industri	89 %	47
Services	79 %	42
Konsumentvarer	75 %	40
Materialer	74 %	39
Teknologi	70 %	37
Sundhedspleje	66 %	35
Finans	58 %	31
Konglomerater	58 %	31
Forsyning	55 %	29
Ønsker ikke at svare	0 %	0
Total	n.m.	331

Table 3: *Typen af brancher indenfor hvilke respondenterne værdiansætter virksomheder*

Alle brancher er pænt repræsenteret jævnfør tabel 3. Gennemsnitlig værdiansætter hver respondent virksomheder inden for seks brancher ud af ni mulige. Det betyder, at respondenterne har bred erfaring med værdiansættelse inden for forskellige brancher. I forlængelse heraf angiver 40 % af respondenterne, at de kun værdiansætter børsnoterede virksomheder, mens 23 % af respondenterne kun værdiansætter unoterede virksomheder. Hertil kommer 38 %, som værdiansætter begge typer virksomheder (ej rapporteret). Respondenterne er i gennemsnit 34 år og har en gennemsnitserfaring på 7 år med værdiansættelse af virksomheder. Alle de respondenter, der har angivet deres uddannelsesniveau, har en længerevarende uddannelse (ej rapporteret). Endelig angiver respondenterne, at de har et grundlæggende til dybdegående kendskab til regulering, metoder og praksis inden for regnskabsaflæggelse (ej rapporteret).

### Analyse af spørgeundersøgelsens resultater

I det følgende spørges ind til, hvilket målegrundlag respondenterne foretrækker, når en virksomhed værdiansættes ved hjælp af kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller. Fokus er på de kapitalværdibaserede modeller, da de er mest udbredt i praksis<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Vi undersøgte også respondenternes holdning til historisk kostpris og dagsværdi, når værdiansættelsen er baseret på multipler og likvidationsmodellen. Resultaterne fra disse spørgsmål kan fås ved henvendelse til forfatterne.



Såfremt du anvender <i>kapitalværdibaserede modeller</i> (for eksempel DCF, EVA, RI) til at værdiansætte, hvilken attribut støtter dig bedst?	Procent	Procent (aggregeret)	Antal
Klart historisk kostpris	0 %	13 %	0
Historisk kostpris	13 %		7
Indifferent	15 %	15 %	8
Dagsværdi	42 %	55 %	22
Klart dagsværdi	13 %		7
Anvender ikke kapitalværdibaserede modeller	6 %	6 %	3
Har ingen holdning hertil	6 %	6 %	3
Ønsker ikke at svare	6 %	6 %	3
Total	100 %	100 %	53

Table 4: Respondenternes præference for måleattribut ved anvendelse af de kapitalværdibaserede modeller  $\chi^2$  for ligelig fordeling af respondenter på måleattributter.  $p$ -værdi = 0,000

Af tabel 4 fremgår det, at 13 % af respondenterne foretrækker historisk kostpris, mens 55 % foretrækker dagsværdier. Denne forskel er signifikant. Begrundelserne for respondenternes præferencer kan ses i tabel 5.

Du har tilkendegivet, at når du værdiansætter ud fra <i>kapitalværdibaserede modeller</i> , så støtter <i>historiske kostpriser</i> dig bedst. Begrund venligst dit valg:	Procent (ud af 7 personer)	Du har tilkendegivet, at når du værdiansætter ud fra <i>kapitalværdibaserede modeller</i> , så støtter <i>dagsværdier</i> dig bedst. Begrund venligst dit valg:	Procent (ud af 29 personer)
Giver mere anvendelige mål på resultatopgørelsen	71 %	Giver mere anvendelige mål for aktivers og forpligtelses værdi	76 %
Attributten er uafhængig af, hvor aktivt markedet for aktiver og forpligtelser er	57 %	Giver mere relevant information	52 %
Giver mere anvendelige mål for aktivers og forpligtelses værdi	43 %	Når markedet for aktiver og forpligtelser er aktivt, giver attributten det mest anvendelige regnskab	45 %
Giver en mere troværdig repræsentation	43 %	Giver mere anvendelige mål på resultatopgørelsen	38 %
Giver mere anvendeligt signal om ledelsens forventninger til fremtiden	43 %	Giver mere anvendeligt signal om ledelsens forventninger til fremtiden	34 %
Viser bedst ledelsens præstation	43 %	Giver en mere troværdig repræsentation	31 %
Virksomhedens regnskabstal påvirkes i mindre omfang af ændringer i dens omgivelser	29 %	Virksomhedens regnskab påvirkes i høj grad af ændringer i dens omgivelser	21 %
Giver mere relevant information	14 %	Viser bedst ledelsens præstation	17 %
Ønsker ikke at svare	0 %	Ønsker ikke at svare	0 %
Andet, angiv:	29 %	Andet, angiv:	7 %

Table 5: Respondenternes begrundelser for præference for måleattribut ved brug af de kapitalværdibaserede modeller

Ifølge respondenterne giver et regnskab baseret på dagsværdi mest anvendelige mål for aktiver og forpligtelses værdi (76 %), hvilket sandsynligvis også er årsagen til, at respondenterne mener, at denne måleattribut medfører mest relevant information (52 %). Aktiver og forpligtelses værdi giver et signal om enten markedsaktører eller ledelsens forventninger til fremtiden. Dette er værdifuld information i forbindelse med eksempelvis

budgettering. Blandt de respondenter, der er tilhængere af dagsværdier, afgives følgende kommentar: *"Er der tale om 'valide' dagsværdier, behøves der ikke laves en DCF, da den 'sande' værdi allerede er kendt"*. En anden respondent udtrykker, at *"forudsat at regnskabstallene er troværdige, kræver et dagsværdibaseret regnskab færre ændringer/korrektioner i modelleringen af en DCF model end tilfældet er det for regnskaber med historiske anskaffelsesværdier (særligt når disse ligger betydeligt tilbage i tiden)"*. Den første kommentar argumenterer med udgangspunkt i en ideal dagsværdiverden, hvor markedsværdien af egenkapitalen fremgår direkte af balancen. Interessant er det også, at begge respondenter nævner, at dagsværdierne skal være troværdige. Dette kan tolkes således, at det er en generel forudsætning, at dagsværdierne skal være troværdige, før de kan findes beslutningsnyttige, men at det til tider vil være svært at opnå denne troværdighed.

Tilhængere af *kostprisregnskaber* angiver, at disse regnskaber giver mere anvendelige mål på resultatopgørelsen (71 %). Det indikerer, at denne gruppe respondenter foretrækker resultatmåling uden påvirkning af ændrede værdier på balancen. Yderligere betragtes historisk kostpris som mere troværdig (43 %) og viser bedst ledelsens præstationer (43%). Dette indikerer, at denne del af respondentgruppen lægger vægt på kontrolopgaven. Blandt tilhængerne af historisk kostpris ved brug af kapitalværdibaserede modeller afgiver en respondent følgende kommentar: *"Gør det lettere at budgettere fremadrettet på value drivers"*. En anden respondent udtrykker, at *"DCF skal afspejle virksomhedens operationelle performance, det vil sige ændringer i driftsposter. Eventuelle værdistigninger/fald i aktiver indgår ikke i driften"*. Disse udsagn stemmer overens med tidligere nævnte fordele ved kostprisregnskaber, nemlig at disse regnskaber har måling af præstationer i driften i fokus, hvilket kan være en fordel ved budgettering.

I forlængelse af ovenstående undersøgelse af præferencerne for historisk kostpris- og dagsværdi som måleattribut er det interessant at undersøge, i hvilket omfang respondenterne korrigerer poster målt efter den ene attribut til den anden attribut. Dette vil kaste lys over, i hvilket omfang respondenterne mener, at måleattributten påvirker værdiansættelsen i et sådan omfang, at respondenterne bruger ressourcer på at korrigere regnskabsposter.

Korrigerer du poster opgjort efter historisk kostpris eller dagsværdi i forbindelse med din værdiansættelse?	Korrigerer fra historisk kostpris til dagsværdi		Korrigerer fra dagsværdi til historisk kostpris		Foretager korrektioner begge veje		Foretager ingen korrektioner		Ønsker ikke at svare		Procent	Antal
	%	Antal	%	Antal	%	Antal	%	Antal	%	Antal		
Driftsrelaterede poster	23 %	12	6 %	3	13 %	7	49 %	26	9 %	5	100 %	53
Finansieringsrelaterede poster	34 %	18	2 %	1	21 %	11	34 %	18	9 %	5	100 %	53

Tabel 6: Korrektioner foretaget af respondenterne ved værdiansættelse

Af tabel 6 fremgår, at der er en stor del af respondenterne, der foretager korrektioner (42 % for driftsrelaterede poster og 57 % for finansieringsrelaterede poster). Tilsvarende er der også en stor del (49 % for driftsrelaterede poster og 34 % for finansieringsrelaterede poster), der ikke foretager nogen korrektioner. Størstedelen af korrektionerne foretages på finansieringsrelaterede poster. Det giver god mening, da disse poster alt andet lige er de poster, det er nemmest at finde alternative anvendelige værdier for. Yderligere kræver kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, at den nettorentebærende gæld opgøres til markedsværdier. Derfor giver det god mening, at der foretages flest korrektioner fra mål baseret på historisk kostpris til dagsværdi.

De rapporterede resultater hidtil viser en klar tendens mod, at investorer og analytikere foretrækker dagsværdier på bekostning af historisk kostpris. Respondenterne har i deres svar imidlertid ikke skelnet imellem de forskellige typer af aktiver og forpligtelser på balancen. Man kan således godt forestille sig, at investorer og analytikere generelt har præference for dagsværdier, men at visse aktiver og forpligtelser mest beslutningsnyttigt måles til historisk kostpris. I det følgende undersøges derfor investorers og analytikers holdninger til måling af forskellige grupper af aktiver og forpligtelser på balancen.

	Hvilken attribut foretrækker du, at følgende grupper af regnskabsposter er opgjort efter?														Total	
	Klart historisk kostpris	Historisk kostpris	Indifferent	Dagsværdi	Klart dagsværdi	Har ingen holdning hertil	Ønsker ikke at svare	Procent	Antal							
Materielle Anlægsaktiver*	15 %	8	42 %	22	8 %	4	25 %	13	9 %	5	2 %	1	0 %	0	100 %	53
Immaterielle anlægsaktiver	9 %	5	38 %	20	9 %	5	25 %	13	15 %	8	4 %	2	0 %	0	100 %	53
Omsætningsaktiver**	4 %	2	28 %	15	8 %	4	34 %	18	26 %	14	0 %	0	0 %	0	100 %	53
Driftsgæld***	4 %	2	21 %	11	11 %	6	43 %	23	21 %	11	0 %	0	0 %	0	100 %	53
Udskudt skat***	4 %	2	21 %	11	9 %	5	34 %	18	23 %	12	9 %	5	0 %	0	100 %	53
Hensatte Forpligtelser***	2 %	1	9 %	5	9 %	5	45 %	24	26 %	14	8 %	4	0 %	0	100 %	53
Off-balance sheet poster***	0 %	0	8 %	4	6 %	3	47 %	25	32 %	17	8 %	4	0 %	0	100 %	53
Finansielle Aktiver***	0 %	0	4 %	2	2 %	1	38 %	20	57 %	30	0 %	0	0 %	0	100 %	53
Rentebærende gældsposter***	6 %	3	8 %	4	6 %	3	43 %	23	38 %	20	0 %	0	0 %	0	100 %	53

Tabel 7: Respondenternes præferencer for måleattribut fordelt på regnskabsposter

$\chi^2$  for ligelig fordeling af respondenter der foretrækker historisk kostpris og foretrækker dagsværdi. \* betyder signifikant forskel ved 10% fraktilen, \*\* betyder signifikant forskel ved 5% fraktilen og \*\*\* betyder signifikant forskel ved 1% fraktilen.

I tabel 7 ses det, at 57 % af respondenterne har en præference for måling af materielle anlægsaktiver baseret på historisk kostpris, mens 34 % har en præference for dagsværdi. Det er den eneste regnskabspost, hvor historisk kostpris så tydeligt foretrækkes på bekostning af dagsværdier. Statistisk kan der også siges at være en tendens for denne præference.

For immaterielle anlægsaktiver er der også et lille flertal, der har en præference for historisk kostpris nemlig 47 % mod 40 %. Denne forskel er dog ikke signifikant.

For alle øvrige regnskabsposter gælder, at dagsværdi foretrækkes i en eller anden grad. Mest tydeligt er det for finansielle aktiver (95 % mod 4 %), hvilket dog næppe er overraskende. Næsten lige så klare resultater ses for hensatte forpligtelser (71 % mod 11 %), off-balance sheet poster (79 % mod 8 %) og rentebærende gældsposter (81 % mod 14 %). De resterende poster foretrækkes også målt efter dagsværdi.

Investorenes og analytikernes svar i tabel 7 nuancerer dermed den overordnede tendens til fordel for dagsværdier. Således er der aktivklasser, hvor historisk kostpris foretrækkes til fordel for dagsværdier. Men af tabel 7 kan også udledes, at jo mere likvide aktiver og forpligtelserne er, desto mere foretrækkes dagsværdier blandt respondenterne. Dette skyldes sandsynligvis, at der for disse aktiver og forpligtelser oftere eksisterer et aktivt marked, hvor priser er tilgængelige, mens driftsaktiver som materielle anlægsaktiver oftere med fordel kan måles til historisk kostpris, da der sjældent eksisterer et aktivt marked for disse. Endvidere kan præferencen for måling til historisk kostpris for immaterielle og materielle anlægsaktiver skyldes, at disse ofte indgår i samspil med hinanden, og derfor kan det være svært at måle deres dagsværdi isoleret set. Dette gør sig modsat ikke gældende for finansieringsrelaterede poster.

I forlængelse af ovenstående resultater undersøges, om respondenterne vurderer, at historisk kostpris og dagsværdi er lige så anvendelig som målegrundlag på tværs af brancher. 32 respondenter (60 %) mener, at nytten af henholdsvis historisk kostpris og dagsværdi varierer på tværs af brancher (ej rapporteret). I tabel 8 har vi derfor undersøgt disse 32 respondenters holdning til historisk kostpris og dagsværdi på tværs af brancher.

Hvilken attribut er mest hensigtsmæssig ved regnskabsaflæggelse for følgende brancher?	Klart historisk kostpris		Historisk kostpris		Indifferent		Dagsværdi		Klart dagsværdi		Har ingen holdning hertil		Ønsker ikke at svare		Procent	Antal
	%	1	%	11	%	4	%	6	%	4	%	4	%	2		
Industri	3 %	1	34 %	11	13 %	4	19 %	6	13 %	4	13 %	4	6 %	2	100 %	32
Sundhedspleje	3 %	1	22 %	7	28 %	9	16 %	5	9 %	3	16 %	5	6 %	2	100 %	32
Materialer	0 %	0	25 %	8	13 %	4	25 %	8	19 %	6	13 %	4	6 %	2	100 %	32
Konsumentvarer	0 %	0	22 %	7	28 %	9	16 %	5	13 %	4	16 %	5	6 %	2	100 %	32
Services	3 %	1	16 %	5	34 %	11	13 %	4	13 %	4	16 %	5	6 %	2	100 %	32
Teknologi	3 %	1	19 %	6	22 %	7	19 %	6	16 %	5	16 %	5	6 %	2	100 %	32
Forsyning	0 %	0	28 %	9	13 %	4	22 %	7	16 %	5	16 %	5	6 %	2	100 %	32
Finans***	0 %	0	0 %	0	9 %	3	28 %	9	41 %	13	16 %	5	6 %	2	100 %	32
Konglomerater**	0 %	0	6 %	2	28 %	9	25 %	8	9 %	3	22 %	7	9 %	3	100 %	32

Tabel 8: Respondenternes præference for måleattribut fordelt på brancher  $\chi^2$  for ligelig fordeling mellem hensigtsmæssigheden af historisk kostpris og dagsværdi. \* betyder signifikant forskel ved 10% fraktilen, \*\* betyder signifikant forskel ved 5% fraktilen og \*\*\* betyder signifikant forskel ved 1% fraktilen.

Af tabel 8 kan følgende overordnede tendenser udledes. Industri er den eneste branche, for hvilken respondenterne mener, at historisk kostpris foretrækkes frem for dagsværdi (37 % mod 32 %). For sundhedspleje er præferencerne ens. For de resterende brancher findes dagsværdi som den mest hensigtsmæssige måleattribut. Den finansielle sektor er særlig interessant at bemærke i den forbindelse. Her har ingen respondenter vurderet, at historisk kostpris er mest hensigtsmæssig, mens 69 % har angivet dagsværdi som værende det mest hensigtsmæssige målegrundlag. Blandt de ovenstående forskelle er det kun for den finansielle sektor og konglomerater, at præferencerne for dagsværdier er statistisk signifikante. Mens resultatet for den finansielle sektor er i tråd med forventningerne, er den signifikante forskel for konglomerater en smule overraskende, men kan tolkes som, at investorer og analytikere foretrækker anvendelsen af dagsværdier på de enkelte forretningsområder, som indgår i konglomeratet.

Der ses umiddelbart en "korrelation" mellem resultaterne for regnskabsposterne (tabel 7) og brancherne (tabel 8). Denne korrelation er ikke overraskende, idet virksomheder inden for bestemte brancher typisk karakteriseres ved at bestå af specifikke typer poster i balancen. Eksempelvis består industrivirksomheders aktiver ofte af en stor andel af materielle anlægsaktiver. Som vist i tabel 7 foretrækker de fleste af respondenterne, at disse aktiver bliver målt til historisk kostpriser. Modsætningsvis kan nævnes finansielle aktiver og forpligtelser og den finansielle sektor. Disse er meget utvetydigt karakteriseret ved, at dagsværdi bliver vurderet som den mest hensigtsmæssige måleattribut. Lignende tendenser kan genfindes blandt andre regnskabsposter og brancher om end i mindre udpræget grad.

En problemstilling, som blev identificeret tidligere, er, at beslutningsnyttens af dagsværdi som måleattribut afhænger af, hvor aktivt markedet er for aktiver og forpligtelser. Derfor er det relevant at spørge ind til respondenternes præferencer i den forbindelse.

Hvilken attribut er mest anvendelig, når markedet for aktiver og forpligtelser...	Klart historisk kostpris		Historisk kostpris		Indifferent		Dagsværdi		Klart dagsværdi		Har ingen holdning hertil		Ønsker ikke at svare		Procent	Antal
	0 %	0	2 %	1	0 %	0	51 %	27	43 %	23	4 %	2	0 %	0		
...er aktivt?***	0 %	0	2 %	1	0 %	0	51 %	27	43 %	23	4 %	2	0 %	0	100 %	53
...ikke er aktivt?***	15 %	8	49 %	26	4 %	2	21 %	11	6 %	3	4 %	2	2 %	1	100 %	53

Tabel 9: Respondenternes præference for måleattribut ved forskellig aktivitet på markedet

$\chi^2$  for ligelig fordeling af respondenter der mener historisk kostpris og dagsværdi er anvendeligt. \* betyder signifikant forskel ved 10% fraktilen, \*\* betyder signifikant forskel ved 5% fraktilen og \*\*\* betyder signifikant forskel ved 1% fraktilen

Tabel 9 viser, at markedets aktivitet er afgørende for respondenternes præferencer for måleattribut. Er markedet aktivt, fører dagsværdier til de mest anvendelige mål (94 % mod 2 %). Omvendt gælder, at historiske kostpriser fører til de mest anvendelige mål, når markedet ikke er aktivt (64 % mod 27 %). For både markeder, der er aktive henholdsvis ikke aktive, er præferencerne signifikante.

IASB argumenterer for, at beslutningsnyttens af regnskabsinformation skal ses i en cost-benefit sammenhæng. Det betyder, at regnskabsinformation skal have en betydelig informationsværdi sammenlignet med de omkostninger, der medgår til at udarbejde og analysere regnskabet. I lyset heraf undersøges, hvorvidt investor og analytiker ønsker to regnskaber, ét baseret på hver måleattribut, eller blot ønsker ét regnskab omkostningerne taget i betragtning.

Omkostningerne taget i betragtning, vil du da foretrække to separate regnskaber i årsrapporten?	Procent	Antal
Nej, jeg ønsker kun ét regnskab i årsrapporten baseret på de præferencer, jeg har angivet tidligere	49 %	26
Ja, to separate regnskaber i årsrapporten er at foretrække	36 %	19
Har ingen holdning hertil	11 %	6
Ønsker ikke at svare	4 %	2
Total	100 %	53

Tabel 10: Respondenternes holdning til om ét eller to regnskaber er mest hensigtsmæssigt

$\chi^2$  for ligelig fordeling mellem gruppen der ønsker et regnskab og gruppen der ønsker to regnskaber. p-værdi = 0,297

Jævnfør tabel 9 har cirka halvdelen af respondenterne en præference for ét regnskab. Dette skal udarbejdes med udgangspunkt i de præferencer, de tidligere har angivet. 36 % mener, at to separate regnskaber er at foretrække. Denne forskel er dog ikke signifikant. Normalt anses mere information som værende godt. I dette tilfælde er der dog en svag overvægt at respondenter, som fravælger yderligere information, når der samtidig skal tages højde for de ekstra omkostninger, som er forbundet med at rapportere og analysere de ekstra informationer.

Afslutningsvis har vi også undersøgt, om svarene varierer på tværs af respondentkarakteristika. Dette er gjort ved at krydstabulere respondenternes svar afhængig af, om de er investorer eller analytikere. Krydstabuleringen viser, at der ikke er

signifikant forskel på de to respondentgrupperes præferencer for måleattributterne (ej rapporteret) Dette retfærdiggør, at analysen af spørgeskemaundersøgelsen bliver gennemført med udgangspunkt i, at investorer og analytikere kan betragtes som én samlet homogen gruppe.

Vi har også undersøgt, om der er forskel på respondenternes svar afhængig af, om de primært værdiansætter børs- eller noterede virksomheder. Årsagen til denne opdeling er, at respondenterne bliver eksponeret over for regnskaber baseret på forskellig regnskabsregulering, hvilket kan influere på deres svar. Testen viser imidlertid, at der ikke er signifikant forskel på præferencerne afhængig af, om respondenterne værdiansætter børs- eller noterede virksomheder (ej rapporteret).

## **Konklusion**

Undersøgelsen dokumenterer, at investorer og analytikere overordnet foretrækker anvendelsen af dagsværdier frem for historisk kostpriser. Undersøgelsen afslører imidlertid også, at der for væsentlige aktivklasser som immaterielle og materielle anlægsaktiver er en tendens til, at historiske kostpriser foretrækkes. Dette forhold understøttes i undersøgelsen af, at der for aktiver og forpligtelser, for hvilke der ikke findes et aktivt marked, foretrækkes historisk kostpris til fordel for dagsværdi. Dette anser vi som et væsentligt budskab til standardsættere. De praktiske implikationer af analysens resultater er, at IASB og FASB bør fortsætte deres projekter vedrørende øget brug af dagsværdier i regnskabsreguleringen. Dog skal standardsætterne være opmærksomme på, at der er en grænse for, på hvor mange områder anvendelse af dagsværdier er hensigtsmæssig for ikke-finansielle virksomheder. Den igangværende trend fra historisk kostpris mod dagsværdi bør tage højde for, at investorer og analytikere vurderer nytten af dagsværdier forskelligt afhængigt af, hvilken type aktiver og forpligtelser, der skal måles og om der for det pågældende aktiv og forpligtelse findes et aktivt marked. En logisk konklusion af undersøgelsens resultater kunne være, at standardsættere accepterer en hybrid af henholdsvis det præstationsorienterede og formueorienterede paradigme, hvor driftsrelaterede poster overvejende måles til kostpriser og præstationer måles via matchingprincippet, mens finansielle poster måles til dagsværdier, og hvor der løbende sker dagsværdireguleringer.

Skønt denne og en række andre artikler bidrager med en indsigt i investorer og analytikeres præferencer for måleattribut, eksisterer der stadig en række ubesvarede spørgsmål. Eksempelvis koncentrerer debatten om kostpris versus dagsværdi sig ofte om

finansielle poster. Det vil gavne debatten, hvis den i højere grad inddrager driftsrelaterede poster. Yderligere kunne forskningen forsøge at fastlægge, hvilken grad af troværdig repræsentation der skal til for at opnå et tilfredsstillende niveau for dagsværdier samt etablere løsninger til at øge troværdigheden af dagsværdiregnskaber til at opnå dette niveau. Ligeledes vil det være ønskværdigt, hvis andre interessentgruppers holdninger til dagsværdier blev analyseret.



## Appendiks

I det følgende oversigtskema 23 værdirelevansstudier.

Forfatter	År	Tidsskrift	Regnskabspost	Population	Konklusion
Barth	1994	The Accounting Review (A+)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV > HKP
Petroni & Wahlen	1995	The Journal of Risk & Insurance (A)	Finansielle instrumenter	Forsikringselskaber, USA	DV > HKP
Ahmed & Takeda	1995	Journal of Accounting & Economics (A+)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV > HKP
Barth, Beaver, Landsman	1996	The Accounting Review (A+)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV > HKP
Eccher, Ramesh, Thiagarajan	1996	Journal of Accounting & Economics (A+)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV > HKP
Nelson	1996	The Accounting Review (A+)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV > HKP
Beatty, Chamberlain, Magliolo	1996	Journal of Accounting & Economics (A+)	Finansielle instrumenter	Banker og forsikringselskaber, USA	DV > HKP
Venkatachalam	1996	Journal of Accounting & Economics (A+)	Derivater	Banker, USA	DV > HKP
Cornett, Razaee, Theranian	1996	Journal of Accounting & Economics (A+)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV > HKP
Barth & Clinch	1998	Journal of Accounting research (A+)	Forskellige typer aktiver	Bred gruppe virksomheder, Australien	DV > HKP
Simko	1999	Journal of Accounting, Auditing & Finance (A)	Finansielle instrumenter	Bred gruppe ikke-finansielle virksomheder, USA	DV > HKP
Mozes	2002	Abacus (A)	Derivater	Banker, USA	DV > HKP
Khurana og Kim	2003	Journal of Accounting & Public Policy (A)	Finansielle instrumenter	Banker, USA	DV = HKP
Carroll, Linsmeier, Petroni	2003	Journal of Accounting, Auditing & Finance (A)	Finansielle instrumenter	Closed-end investeringsforeninger, USA	DV > HKP
Graham, Lefanowicz, Petroni	2003	Journal of Business Finance & Accounting (A)	Equity method investments	Bred gruppe virksomheder, USA	DV > HKP
Hann	2004	WP	Pension	Bred gruppe virksomheder, USA	DV = HKP
Bens & Heltzer	2005	WP	Goodwill	Bred gruppe virksomheder, USA	DV = HKP
Wang	2005	Review of Quantitative Finance & Accounting (B+)	Derivater	Banker, USA	DV > HKP
Hassan, Percy & Stewart	2005	WP	Finansielle instrumenter	Udvindingsindustrien, Australien	DV > HKP
Hodder, Hopkins og Wahlen	2006	The Accounting Review (A+)	Resultatopgørelsen	Banker, USA	DV > HKP
Danbolt & Rees	2007	WP	Ejendomsselskaber og investereingsaktiver	Ejendoms- og investeringselskaber, England	DV > HKP
Ahmed & Guler	2007	WP	Goodwill	Bred gruppe virksomheder, USA	DV > HKP
Lourenço & Curto	2008	WP	Ejendomsselskaber	Ejendoms- og investeringselskaber, England, Frankrig, Sverige og Tyskland	DV > HKP

Overblik over værdirelevansstudier i debatten om kostpris versus dagsværdi

Anm.: Tidsskrifternes rating er angivet i parentes. Ratingen er fra [www.afaanz.org](http://www.afaanz.org). Ratings er defineret som følgende: A+: Elite, A: High quality, B+: Quality.

Referencerne kan fås ved henvendelse til forfatterne.