

Finansregnskapet og verdiskapningen for eierne

Jon Lundesgaard

FAGFELLEVDERT ARTIKKEL

Jon Lundesgaard

Avd. for økonomi- og ledelsesfag Rena

Høgskolen i Hedmark

jon.lundesgaard@hihm.no

Sammendrag

Sammendrag

Professor Gjesdal ved NHH er en internasjonalt prominent bidragsyter til regnskapsfaget. I et norsk bidrag fra 1990 går han nærmere inn på det grunnleggende spørsmålet om hva finansregnskapet sier om det økonomiske resultat (verdiskapningen). Bidraget er blitt brukt en god del i undervisningen. Etter Gjesdal (1990) har residualinntektsverdsetning (RIV) fått mye oppmerksomhet. I artikkelen kobles RIV med arbeidet til Gjesdal på en måte som fremmer innsikten i hva finansregnskapet har å bidra med.

Innledning

Verdi og verdiskapning vies mye oppmerksomhet. Dette er åpenbart både viktig og riktig siden evnen til verdiskapning er avgjørende for videre vekst og velstand. I sammenhengen kan verdi oppfattes som noe kvalitativt, eller som noe kvantitativt. Et eksempel på den kvalitative orienteringen kom til uttrykk i tidligere statsminister Bondeviks opptatthet av «verdi'ans». Fokus i bidraget er på de kvantitative sidene av saken, enten dette er på mer tradisjonelt vis ved å ta utgangspunkt i kontanter og kontantstrømmer, eller ved verdsetting når finansregnskapsstørrelser legges til grunn.

Spørsmålet om verdsetting, og verdsetting mer spesifikt i foretakssammenheng, er en del av et større og mer fundamentalt spørsmål. Spørsmålet dreier seg om økonomiinformasjon og på hvilken måte brukerne av slik informasjon faktisk er tjent med informasjon de har adgang til. Gjesdal er en del av et internasjonalt miljø som ble opptatt av dette på 1970-tallet, og som kom med tunge bidrag. En tidlig milepæl i arbeidet var boken til Beaver (1981). I Gjesdal (1990) presenteres norsk publikum for det grunnleggende spørsmålet om finansregnskapet er nyttig som informasjonsprodukt rent faktisk, og hvordan dette kan besvares med et ja. Bekreftelsen er langt på vei empirisk basert, og på veien dit viser Gjesdal at en teoretisk tilnærming gir et mindre entydig og klart svar. På et teoretisk grunnlag lar det seg imidlertid gjøre å gå videre på Gjesdals diskusjon og dermed underbygge troen om finansregnskapets funksjon som informasjonsprodukt. Det er det dette bidraget går ut på, og det er noe som bæres frem ved at en benytter seg av residualinntektsbasert verdsetting. Gjesdal (1990) nøyer seg med verdsetting basert på kontanter.

I avsnitt 2 er utgangspunktet at foretaket verdsettes basert på kontanter og kontantstrømmer. Uten å gå nærmere inn på detaljene om dette argumenteres det for at verdsetting av foretak alternativt kan være forankret i finansregnskapsstørrelser. Det er lett å se at det reelle økonomiske resultat i løpet av en periode ofte er et annet enn det regnskapsmessige resultatet for den samme perioden. I avsnitt 3 ser en nærmere på dette i en diskusjon som leder frem til en forståelse av hva det økonomiske resultat og dermed periodens verdiskapning dreier seg om. Utgangspunktet tilkjennes vanligvis Hicks (1946). I avsnitt 4 introduseres Gjesdal (1990), og i avsnitt 5 blir problemstillingen hans analysert når verdsettingen er finansregnskapsbasert. Diskusjonen så langt reiser spørsmålet om kontantbasert versus finansregnskapsbasert verdsetting, og det er noe en ser nærmere på i avsnitt 6. I avsnitt 7 avsluttes bidraget med noen enkle betraktninger.

Grunnlaget for finansregnskapsbasert verdsetting

Alle er fortrolige med det å finne frem til verdien av de fremtidige kontantstrømmene C_1, C_2, \dots, C_T gitt avkastningskravet r . Er dette kontantstrømmene til et foretak, blir det hele mer krevende. For det første er det viktig å være klar med hensyn hvilke underliggende kontantstrømmer som er med, og det er strømmene som har sammenheng med drift, investering og fremmedkapitalfinansiering. Transaksjonene med eierne (egenkapitaltransaksjonene) holdes utenfor.¹ Horisonten T er for enkelhets skyld endelig. For det andre kommer det noe i tillegg til kontantstrømmene C_1, C_2, \dots, C_T alene. Ved kontantbasert verdsetting av foretak er det nødvendig å ta med kontantbeholdningen i utgangspunktet (B_{C0}), og videre må en ta høyde for rentetapet forbundet med kontantbeholdningene (B_{Ct}) fremover i tid.² Dette leder til den kontantbaserte verdsettingsformelen

$$V_0^{KON} = B_{C0} + \frac{C_1 - rB_{C0}}{1+r} + \frac{C_2 - rB_{C1}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_T - rB_{CT-1}}{(1+r)^T} \quad (1)$$

Det er velkjent at finansregnskapsstørrelser, og mer konkret opplysninger hentet fra finansregnskapet, i praksis ofte spiller en rolle når foretak verdsettes. Dette reiser spørsmålet om hvordan finansregnskapsbasert verdsetting kan skje på en betryggende måte. Ved å benytte seg av endringsbalansen er det mulig, med utgangspunkt i (1), å utlede den finansregnskapsbaserte verdsettingsformelen

$$V_0^{RIV} = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RES_t - rEK_{t-1}}{(1+r)^t} \quad (2)$$

Det betyr at uttrykket i (2) leder til det samme som (1), og at de to tilnærmingene dermed er sammenfallende (ekvivalente). I (2) er $RES_t - rEK_{t-1}$ periodens resultat fratrukket krav om avkastning på periodens inngående egenkapital, på engelsk gjerne omtalt som «residual income». På norsk blir dette til residualinntekten, og i tråd med den rolle residualinntekten spiller i (2), er verdsetting basert på uttrykket ofte omtalt som residualinntektsverdsetting (eller kort RIV). I norsk sammenheng har Dyrnes (2011) nylig bidratt med en nyttig omtale av RIV. En annet betegnelse som også er brukt om residualinntekten er «superprofit», som i Gjesdal (2012).

Verdiskapningen – økonomisk resultat

Hva er oppnådd i form av resultat i løpet av en periode? Dette er et opplagt spørsmål uansett type næringsvirksomhet. I næringslivet er spørsmålet kritisk for folk som har ansvar for driften av et foretak, og det er selvfølgelig også noe eiere og interessenter ellers er opptatt av. Det enkle svaret går ut på at resultatene er noe en finner i regnskapene. Det er bare å gjøre seg kjent med resultatoppstillingen. Regnskap utarbeides etter retningslinjer, og retningslinjene er dermed avgjørende for hvordan resultatet bestemmes. Går vi til retningslinjene, står en i dag overfor den omstendighet at vi i Norge har to sett med retningslinjer: et sett for børsnoterte foretak (de internasjonale regnskapsstandardene), og et sett for unoterte foretak (videreført norsk god regnskapsskikk). Tilnærmingene til hvordan resultatet bestemmes er forskjellig i de to regelverkene.

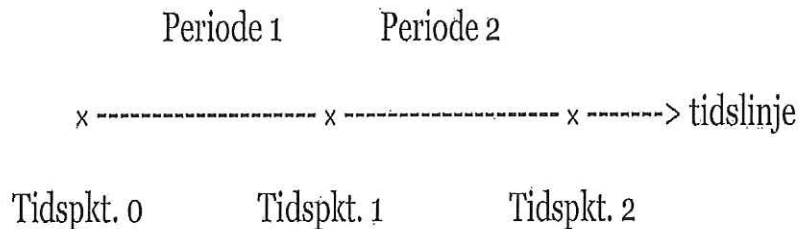
Videreført norsk god regnskapsskikk er forankret i Regnskapsloven av 1998 (Lov om årsregnskap m.v.). Dette er retningslinjer som representerer en klassisk tilnærming til finansregnskap og resultatberegning, og det er noe en her støtter seg til på veien frem til å bli mer håndfast med hensyn hva det økonomiske resultat går ut på. Sentralt i den klassiske tilnærming er kravet om at inntekter skal være realisert med en rimelig grad av sikkerhet, og når det er oppfylt er inntekten opptjent. De til inntektene tilhørende kostnader identifiseres så godt det lar seg gjøre. Det som bidrar i pluss-retning og minus-retning blir dermed likt mot likt, og kan sammenstilles slik at resultatet følger som konsekvens.⁴ Hva er så problemet?

Verdier skapes og resultater genereres gjennom aktivitetene i foretaket. En resultatstørrelse, basert på sammenstilling som redegjort for, fokuserer på og måler aktivitet som i rimelig grad «er kommet i mål». Det er lett å komme med innvendinger. Hvor blir det av alt av resultater som vi er på god vei til å realisere? I slike ennå ikke fullt ut avsluttede aktiviteter ligger det åpenbart verdigenerering. Tenkning i retning av verdigenerering leder hen mot det som omtales som økonomisk resultat, eller

ganske enkelt inntekten («economic income»), om en vil. Her støtter en seg til at det økonomiske resultat er

the maximum amount that could be distributed to the equity shareholders in a period and leave intact the capital value of the company's prospective receipts as at the beginning of the period.

Formuleringen er allment akseptert og utgangspunktet i det videre. Fokus er på verdi knyttet til tidspunktene 0 og 1, og dermed også på det økonomiske resultat over tidsrommet imellom, dvs. for periode 1. Tar en med tidspunkt 2, leder dette til en tidslinje som vist i *illustrasjon 1*.



Illustrasjon 1: Tidslinje

I den engelske teksten ovenfor merker en seg «... the capital value of the company's prospective receipts as at the beginning of the period». Det er nærliggende å oppfatte dette som verdien av foretaket på tidspunkt 0 verdsatt kontantbasert. Det vil si med utgangspunkt i kontanter og kontantstrømmer som ved V_0^{KON} i (1). På tidspunkt 1 blir det så sjekket om verdien av foretaket er «left intact», og det er bestemt av tidspunkt 1-verdien $V_{1|1}^{KON}$ der [1] i fotskriften står for at vurderingen er gjort på tidspunkt 1. En merker seg at verdien av foretaket på tidspunkt 1 også vil kunne anslås på tidspunkt 0, og dette kan representeres med $V_{1|0}^{KON}$. Under fravær av usikkerhet er $V_{1|0}^{KON} = V_{1|1}^{KON}$. Under usikkerhet kan $V_{1|0}^{KON} \neq V_{1|1}^{KON}$ meget vel være tilfellet. Det økonomiske resultat er bestemt ved $\Pi^{\text{ØR}} = V_{1|1}^{KON} - V_0^{KON}$ som samtidig er bakover- og fremoverskuende (ØR står for «økonomisk resultat»). Ved å benytte seg av en litt omformulert versjon av (1), og tilsvarende for $V_{1|1}^{KON}$, leder dette til

$$\Pi^{\text{ØR}} = B_{C1} - \sum_{t=2}^T \frac{rB_{Ct-1}}{(1+r)^t} + \sum_{t=2}^T \frac{C_t}{(1+r)^{t-1}} - \left[B_{C0} - \sum_{t=1}^T \frac{rB_{Ct-1}}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} \right]. \quad (3)$$

Når de første leddene i $V_{1|1}^{KON}$ and V_0^{KON} møtes gir det C_1 , og for enkelhets skyld tas det for gitt at nummer to-leddene utlikner hverandre. Nummer tre-leddene representeres i det videre med V_0^{CF} og V_0^{CF} der toppskriften CF står for «cash flow». Uttrykket

$$\Pi^{\text{ØR}} = C_1 + V_{1|1}^{CF} - V_0^{CF} \quad (4)$$

blir da følgelig det (3) leder til, og det er lett å innse at $\Pi^{\theta R}$ uttrykker verdiskapningen i periode 1.

Gjesdal (1990)

I Gjesdal (1990) er det (4) som er utgangspunkt for det en er opptatt av, og han benytter seg av omformuleringen $V_o^{CF} = C_1/(1+r) + V_{i(t)}^{CF}/(1+r)$ for det siste leddet i (4). Videre er han opptatt av at foretak befinner seg i en verden preget av usikkerhet. Her er dette representert med $\tilde{C}_1, \tilde{C}_2, \dots$ der « \sim » indikerer den usikre (stokastiske) karakteren til kontantstrømmene. For V_o^{CF} leder dette til

$$V_o^{CF} = \frac{E[\tilde{C}_1]}{1+r} + \frac{V_{i(t)}^{CF}}{1+r} \quad (5)$$

der $E[\tilde{C}_1]$ er forventnings-verdien til den usikre kontantstrømmen \tilde{C}_1 . $E[\tilde{C}_1]$ er ikke-stokastisk, og det samme er tilfellet for $V_{i(t)}^{CF}$ som er verdien til de usikre kontantstrømmene videre fremover i tid. Beslutningstakere er risikosøkende, risikonøytrale eller risikoaverse (dvs. risikomotstandere). Gjesdal forutsetter risikoaversjon. Det leder til at (5) omformuleres ved at det legges til risikopremier representert med p_a der « a » i det videre blir byttet ut med en variabel som peker i retning av de usikre omstendighetene premien er assosiert med. Dette leder til

$$V_o^{CF} = \frac{E[\tilde{C}_1] - p\tilde{c}_1}{1+r} + \frac{V_{i(t)}^{CF} - pV_{i(t)}^{CF}}{1+r} \quad (6)$$

Med introduksjonen av usikkerhet og risikoaversjon er det nødvendig å justere (4), og det leder til

$$\Pi^{\theta R} = C_1 + V_{i(t)}^{CF} - pV_{i(t)}^{CF} - V_o^{CF} \quad (7)$$

Som et neste skritt introduseres det i (7) noen elementer som legges til og trekkes fra. Deretter blir (6) og (7) kombinert. Poenget er å komme frem til et uttrykk som er lett å tolke. Ved å gå videre som antydnet, kommer en frem til uttrykket som er presentert i *illustrasjon 2*, gruppert i fem elementer (a) til (e).⁶

$$\Pi^{\text{ØR}} = \overbrace{C_1 - E[\tilde{C}_1]}^{(a)} + \underbrace{p\tilde{C}_1}_{(b)} + \overbrace{V_{I[1]}^{\text{CF}} - V_{I[0]}^{\text{CF}}}^{(c)} + \underbrace{pV_{I[0]}^{\text{CF}} - pV_{I[1]}^{\text{CF}}}_{(d)} + \overbrace{rV_0^{\text{CF}}}_{(e)}$$

Illustrasjon 2: Folge av en kontantbasert tilnærming

Element (a): Dette elementet i illustrasjonen kan komme ut som positivt eller negativt, og er differensen mellom den realiserte kontantstrømmen C_1 og det som var forventet representert ved

$E[\tilde{C}_1]$. *Element (b):* En merker seg at fremtiden er med, og at den er usikker. I tillegg er risikoaversjon forutsatt. Beveger en seg en periode fremover i tid blir usikkerhet borte, og dermed også kostnadene i form av risikopremier forbundet med det som var fremtidig usikkerhet. Ved en sammenlikning av fremtid som er blitt fortid, kommer slike kostnader med som et pluss-element. *Element (c):* Med bevegelsen en periode fremover i tid blir informasjon oppdatert, og det betyr vanligvis at

verdsettingen justeres. Dette er en effekt som gjenfinnes i $V_{I[1]}^{\text{CF}} - V_{I[0]}^{\text{CF}}$. *Element (d):* Usikkerhet forbundet med verdsettingen på tidspunkt 0 av den forutsatte verdi med utgangspunkt i tidspunkt 1 (dvs. $V_{I[0]}^{\text{CF}}$) er borte. Dette forklarer at risikopremien $pV_{I[0]}^{\text{CF}}$ legges til i (d)-elementet. På den annen

side kommer risikopremien $pV_{I[1]}^{\text{CF}}$ til fradrag. *Element (e):* rV_0^{CF} er eierens krav til avkastning

(kapitalkostnaden) når V_0^{CF} oppfattes som den alternative verdi for eierne.

Det som er gjort så langt virker solid forankret, og således som noe fundamentalt. Det er naturlig å spørre seg om en i foretakenes finansregnskap finner igjen noe av $\Pi^{\text{ØR}}$ slik vi skrittvis kommer frem til uttrykket som er presentert i *illustrasjon 2*. Kommentarene i det videre er en vesentlig forkortet

versjon av diskusjonen i Gjesdal (1990). *Element (a):* Differansen $C_1 - E[\tilde{C}_1]$ har samme karakter som avvikene en finner igjen i det som omtales som «avviksanalyse» i driftsregnskap, og dette er noe som typisk ikke inngår i et finansregnskap. Utfall som følge av usikre omstendigheter dukker opp som de kommer, og når de kommer. *Element (b):* I det minste i sin klassiske versjon er finansregnskap lite påvirket av slikt som har å gjøre med risikopremier som tatt med her. *Element (c):* Igjen i sin klassiske versjon er en i finansregnskap mindre åpen for å inkludere verdsettingseffekter som følge av ny informasjon. *Element (d):* Kommentaren her er den samme som for *element (b)*. *Element (e):* Periodiseringen i finansregnskap leder til noe annet enn rV_0^{CF} .

Tilliten til finansregnskap har over årene vært variabel. Strong (1997) for eksempel, påpeker at det har forekommet «accusations that accounting numbers, and earnings in particular, were worthless to investors trying to value firms and were ignored by financial markets.» Tilsynelatende leder analysen basert på Gjesdal (1990) i dette avsnittet i retning av at finansregnskapet bare i beste fall

på en indirekte måte fanger opp det som er fundamentalt.⁷ Inntrykket Strong (1997) formidler blir ikke rettet opp. Gjesdal (1990) benytter seg av det som måtte foreligge av tvil som en begrunnelse, for så å presentere innsikter som følger av den empiriske litteraturen som begynner med Ball og Brown (1968) og Beaver (1968). I denne litteraturen blir effektene av at finansregnskapsinformasjon «slippes ut» til regnskapsbrukere undersøkt. Denne empiriske forskningen bekrefter at regnskapsbrukere reagerer på «slippet» av finansregnskapsinformasjon, og at slik informasjon dermed er av betydning. Mer direkte uttrykt betyr dette at finansregnskap har mening. I et møte med påstander om det motsatte kan regnskapsfolk rette opp ryggen og senke skuldrene. #se også (nesten) nederst på s. 10#

RIV-avledet verdiskapning bringer oss videre

Det er klart ønskelig å klargjøre sammenhengen mellom det regnskapsmessige resultat slik det fremkommer i finansregnskapene og det økonomiske resultat. Analysen av det økonomiske resultat i avsnitt 4 gir mindre enn det vi kunne ønske oss. Det er nærliggende å se nærmere på om finansregnskapsbasert verdsetting kan bidra med noe i sammenhengen. Denne tilnærmingen bidrar med et liketil og umiddelbart utgangspunkt. Det RIV-baserte økonomiske resultat for periode 1 er

$$\Pi^{\text{OR}} = V_{1|1}^{\text{RIV}} - V_0^{\text{RIV}} \quad (8)$$

↕ avstand

Residualinntekten $RES_t - rEK_{t-1}$ er i det videre representert med RI_t . Som i avsnitt 4 forutsettes det at foretaket befinner seg i en usikker verden. For enkelhets skyld er det imidlertid antatt at verdsettingen er risikonøytral. Under usikkerhet er residualinntekten stokastisk, og representert med $\tilde{R}I_t$ som leder til forventningsverdien $E[\tilde{R}I_t]$. Fotskriften « \approx » angir tidspunktet for verdsetting der forventningsverdien inngår. Med utgangspunkt i (2) har vi i (8) $V_{1|1}^{\text{RIV}} = EK_1 + \sum E[\tilde{R}I_t]_1 / (1+r)^{t-1}$ summert over 2 til T, og $V_0^{\text{RIV}} = EK_0 + \sum E[\tilde{R}I_t]_0 / (1+r)^t$ summert over 1 til T.

$RI_1 / (1+r) + \sum E[\tilde{R}I_t]_1 / (1+r)^t$ med summering over 2 til T trekkes fra i uttrykket for $V_{1|1}^{\text{RIV}}$ og legges til i uttrykket for V_0^{RIV} . RI_t er realisert og en følge av faktisk innregning i finansregnskapet. Ordning leder til

$$\Pi^{\text{OR}} = RES_1 + \sum_{i=1}^T \frac{E[\Delta \tilde{R}I_t]_1}{(1+r)^i} + \frac{RI_1 - E[\tilde{R}I_t]_0}{1+r} + \sum_{i=2}^T \frac{E[\tilde{R}I_t]_1 - E[\tilde{R}I_t]_0}{(1+r)^i} \quad (9)$$

I (9) merkér en seg at den forventete endringen i residualinntekten, det vil si $E[\Delta \tilde{R}I_t]_1$ i annet ledd, er en del av uttrykket. I utgangspunktet er det det samme som $E[\tilde{R}I_t]_1 - E[\tilde{R}I_{t-1}]_1$ tilsvarende $E[\tilde{R}I_t - \tilde{R}I_{t-1}]_1 = E[\Delta \tilde{R}I_t]_1$ (9).

Den finansregnskapsbaserte eller RIV-baserte versjonen av Π^{OR} i (9) består av fire ledd. Med tilfredshet registreres det at utgangspunktet for anslaget på det økonomiske resultat er det faktisk opptjente regnskapsmessige resultat RES_1 . For alle som er opptatt av finansregnskap er dette

interessant og bekreftende. De tre neste leddene bidrar med å justere det som følger av RES_t til å begynne med. Det første leddet etter RES_t er den neddiskonterte verdien på tidspunkt 1 som følger av de forventete endringene i residualinntekten i periodene fremover. Er dette leddet lik null, betyr det at fremtiden ikke gir noe bidrag til det økonomiske resultat (null forventninger om vekst i residualinntektene gir også null bidrag til Π^{OR}). Det neste leddet har samme mening som *element (a)* i Π^{OR} presentert i *illustrasjon 2*. Det siste leddet tar vare på effekten av ny informasjon (se for øvrig *element (c)* i *illustrasjon 2*). Analysen i avsnitt 4 bidrar på en mer indirekte måte til å si noe om hvordan finansregnskapet fungerer. En merker seg at den RIV-baserte tilnærmingen bidrar på en mer direkte måte. Regnskapsfolk kan dermed i tillegg til det empirisk forskning har å bidra med, rette opp ryggen og senke skuldrene ut fra mer prinsipielle betraktninger. Fortsatt er det imidlertid grunn til å minne om at forventninger om fremtiden inngår som elementer i det økonomiske resultat som størrelse. Uten at det er naturlig å gå i dybden på dette her, er det lett å se at det skal mye til for at finansregnskapet alene kan bidra med det som har med forventninger og fremtiden å gjøre.

Kontantbaserte vs. regnskapsbaserte tilnærminger

I avsnitt 3 ble det tatt for gitt at en på en god måte kan basere verdsetting på antakelser om kontanter og kontantsrømmer. I avsnitt 4 ble det økonomiske resultat analysert med basis i et slikt utgangspunkt. I avsnitt 5 ble det demonstrert at det er mulig å gjøre det samme med utgangspunkt i finansregnskapsstørrelser. I forhold til den kontantbaserte analysen i avsnitt 4 ga dette noe mer med hensyn til hvordan finansregnskapet kan brukes. Dette gir grunn til ettertanke.

Vi er alle blitt fortalt at kontanter og kontantsrømmer er noe fundamentalt. Som slagord kommer dette til uttrykk med slikt som at «cash flows matter – not accounting earnings». I arbeidet med investeringsanalyser fremheves det at «cash is king». Det betyr at kontantsrømmer er det det fokuseres på, og også skal fokuseres på. Overført på foretaket betyr det at kontanter og kontantsrømmer er det vesentlige når hele foretak eller virksomhetsdeler verdsettes. Det vil si en tilnærming som vi finner i (1), og tar vi (3) i avsnitt 3 på alvor, innebærer det at kontantbeholdninger og kontantsrømmer må anslås. Det betyr i praksis «innenfra og opp». Det er nærliggende å prøve seg på de muligheter regnearkverktøy gir for budsjettsimulering. Med konstateringen av at «[d]ette er uansett ikke å anbefale», er Gjesdal (2012:23) meget klar.⁸ Hvorfor er så dette tilfellet?

For det første er det åpenbart at det å arbeide «innenfra og opp» forutsetter at en skaffer seg et presist og detaljert bilde av prosessene i foretaket. For det andre har vi alt av utfordringer forbundet med fremskriving som blant annet forutsetter at arbeidsbetingelser og forretningsstrategier spesifiseres. Som et tredje moment kommer det som har med usikkerhet å gjøre. Alt dette er svært krevende oppgaver, særlig for parter som ikke er på innsiden av foretaket som den gjengse bruker av finansregnskapet. Selv for folk på innsiden av foretak kan oppgaven være nærmest uoverkommelig.⁹ I praksis er det da heller ikke dette som skjer. Hos Christensen og Feltham (2009:13) finnes det en god beskrivelse av hvordan finansanalytikere og andre går frem. Kontantsrømmer anslås typisk med grunnlag i finansregnskap som fremskrives, og ved å benytte seg av endringsbalansen. Dette er også i overensstemmelse med hvordan kontantstrømoppstillinger utarbeides og presenteres i henhold til den indirekte metode. En observasjon går ut at det er nærliggende å spørre seg om hvorfor RIV ikke benyttes direkte.

Enten utgangspunktet for analysen nå er kontantbasert eller finansregnskapsbasert, skjer fremskrivinger i praksis for et begrenset antall perioder (år). Etter dette blir det resterende med

hensyn til verdigenerering sammenfattet i en mer eller mindre summarisk bestemt terminalverdi. Det er åpenbart et problem dersom mye av bidraget til den samlede verdi blir bestemt av terminalverdien. Problemstillingen kan anskueliggjøres på enkel måte med en konstant kontantstrøm mottatt én gang per periode (år) fra nå av og «langt» fremover i tid. Med 5 prosent diskonteringsrente er verdigenereringen fra og med det 21. året 37,69 prosent av den totale verdien til kontantstrømmen. Fra og med det 11. året er det samme bidraget 61,39 prosent. Overført til verdsetting av foretak betyr dette ganske enkelt at mye av bidraget plasseres i terminalverdier dersom verdsettingen er kontantbasert. Det gjør oss usikre. Gjennom innskutt og opptjent egenkapital forskutterer eierne innsats som er ment å bidra til verdiskapning for kunder og eiere. I finansregnskapet holder en orden på dette, og det formidles i finansregnskapet et bilde av evnen til å få noe igjen som netto for eierne. Dette benytter en seg av ved finansregnskapsbasert verdsetting, og det gir større muligheter til å «forankre» i det som faktisk observertes. Terminalverdier spiller en mindre fremtredende rolle.

Det er åpenbart at kontantbaserte og finansregnskapsbaserte tilnæringer leder til det samme dersom datagrunnlagene er sammenfallende. I det minste mer intuitivt, er det imidlertid mindre åpenbart at dette er tilfellet i praksis. Den finansregnskapsbaserte tilnærmingen byr tilsynelatende på fordelene ved å ta utgangspunkt i størrelser som fremkommer etter en omfattende og systematisk innsats med å utarbeide regnskapet. En kontantbasert «innenfra og opp»-tilnærming representerer noe annet. Den finansregnskapsbaserte tilnærmingen, og mer spesielt anvendelsen av RIV, reiser mange spørsmål med hensyn til praktiske tillempninger. Det finnes en omfattende litteratur, og her nøyer en seg med å vise til Penman (2010, 2011).

Avsluttende merknad

I finansfaget gjelder det at «cash is king». Mye tyder på at slagordet leder galt av sted når verdiskapningen i foretak skal klargjøres. Det betyr at vi alternativt heller kan gå ut fra at «accounting is king», og at «cash and cash flows are the problem (not financial accounting)». På i begynnelsen av avsnitt 3 var vi inne på at det finnes et slags «spillerom» for hvordan finansregnskap kan eller bør utarbeides. Det er betydelige forskjeller i retningslinjene slik de er nedfelt i videreført norsk god regnskapsskikk (Regnskapsloven av 1998), og i de internasjonale regnskapsstandardene (IFRS). Spørsmålet om hvor i «rommet» vi finner det som er faktisk gode og hensiktsmessige retningslinjer, er åpenbart en relevant problemstilling. Den er i tillegg også blitt aktualisert med det en i dag står overfor av utfordringer på regnskapslovgivningsområdet. I bidrag nylig av Lundsgaard (2012a, 2012b) er dette tatt opp med utgangspunkt i Penman (2011).

Referanser

- Ball, R., Brown, P. 1968: An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6, 2, 159–178.
- Beaver, W. H. 1968: The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* 6, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 67–92.
- Beaver, W. H. 1981: *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. Nye og reviderte utgaver 1989 og 1997.

- Christensen, P. O., Feltham, G. A. 2009: Equity Valuation. *Foundations and Trends in Accounting* 4, 1, 1–112.
- Dahl, G. A. 2011: Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans* 2, 3–14.
- Dyrnes, S. 2011: RIV-B og RIV-E – bedre verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans* 2, 41–56.
- Feltham, G. A., Ohlson, J. A. 1995: Valuation and Clear Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11, 2, 689–731.
- Fisher, I. 1906: The Nature of Capital and Income. Macmillan, New York.
- Gjesdal, F. 1990: Bedriftsøkonomisk og regnskapsmessig verdsettelse og vurdering. *Praktisk økonomi* 4, 47–57.
- Gjesdal, F. 2012: Valg av verdsettelsesmodell. *Magma* 2, 22–23.
- Hicks, J. 1946: Value and Capital, Clarendon Press, Oxford.
- Kaldestad, Y., Møller, B. 2011: Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans* 2, 57–56.
- Lundesgaard, J. 2012a: Penman: Bruken av finansregnskapet og en IFRS-kritikk *Magma* 2, 42–50.
- Lundesgaard, J. 2012b: Kritikken av IFRS. *Revisjon og regnskap* 3, 26–30.
- Penman, S. H. 2010: Financial Statement Analysis and Security Valuation, 4. utg., McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Penman, S. H. 2011: Accounting for Value, Columbia University Press, New York.
- Solomons, D. 1961: Economic and Accounting Concepts of Income. *Accounting Review* 36 (July), 374–83.
- Strong, N. C. 1997: Information Content of Accounting Numbers. The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Accounting, s. 175–176 i R. Abdel-Khalik (red.).

1 Eierne tilfører foretaket midler i form eierinnskudd, og mottar dividende. Alt sammen gjerne i kontanter, og nettoen kan representeres med ET_t . Den neddiskonterte verdien av disse forventede størrelsene leder til verdien av eierskapet, og dette omtales noen ganger som «dividendemodellen». Går vi ut fra at alt skjer i kontanter, finner en igjen transaksjonene med eierne på kontoen for kontantbeholdningen, og dermed følger $ET_t = BC_t - BC_{t-1} - C_t$ (B'ene representerer kontantbeholdninger). Sett fra eierens ståsted er det nødvendig med et skifte av fortegn, og dette leder til den kontantbaserte eierverdien $\sum C_t / (1 + r)^t$

→ bør skabes ned!

$-(B_{C1}-B_{C0})/(1+r) - (B_{C2}-B_{C1})/(1+r)^2 \dots$ (med summering fra 1 til T). Det er mulig å vise at dette er det samme som (1) i det følgende. (1) følger dermed også av «dividendemodellen».

- 2 For et lite antall perioder fremover i tid er det lett å innse at kontantbeholdningen i utgangspunktet, og dermed også rentetapet som følge av kontantbeholdningene fremover, må være med. Det samme følger når en nærmer seg T, slik som når vi på tidspunkt T-1 har V_{T-1}^{CB} . For å komme frem til (2) med EK, «foran og bak», er dette viktig.
- 3 Det er lett å innse at den omstendighet at (2) følger av (1) er viktig. Historien om innsikten går ut på at dette er noe som «satt langt inne», og det gjør det hele mer interessant. Først på 1990-tallet kan vi begynne å snakke om en mer almen utbredelse, og Feltham og Ohlson (1995) vises det ofte til som et tungt og viktig bidrag i sammenhengen. Trekk ved historien, og formaliteter forbundet med overgangen fra (1) til (2), er det redegjort nærmere for i Lundesgaard (2012a).
- 4 I de internasjonale regnskapsstandardene (IFRS) er utgangspunktet et annet, uten at det dermed er åpenbart at dette representerer en forbedring. Det er mindre ønskelig at fremstillingen kompliseres unødige, og det er bakgrunnen for at en ikke utdypet hva de internasjonale regnskapsstandardene går ut på.
- 5 I presentasjoner av spørsmålene omkring det økonomiske resultat er standardreferansene til bidrag av Irving Fisher (1867-1947) fra 1906, og av John Hicks (1904-89/nobelprisvinner 1972) fra 1946. Formuleringen tatt med her er fra Solomons (1961).

se lenge med

6 I (7) blir $E[\tilde{C}_1] - p\tilde{c}_1$ og $V_{1[0]}^{CF} - pV_{1[0]}^{CF}$ lagt til og trukket fra som leder til $\Pi^{OR} = C_1 + E[\tilde{C}_1] - p\tilde{c}_1 - (E[\tilde{C}_1] - p\tilde{c}_1) + V_{1[1]}^{CF} - pV_{1[1]}^{CF} - V_0^{CF} - pV_{1[0]}^{CF} + V_{1[0]}^{CF} - pV_{1[0]}^{CF} - (V_{1[0]}^{CF} - pV_{1[0]}^{CF})$. Etter ordning og introduksjonen

$$\Pi^{OR} = C_1 - (E[\tilde{C}_1] - p\tilde{c}_1) + V_{1[1]}^{CF} - pV_{1[1]}^{CF} - V_0^{CF} - (V_{1[0]}^{CF} - pV_{1[0]}^{CF}) + (1+r) \left[\frac{E[\tilde{C}_1] - p\tilde{c}_1}{1+r} + \frac{V_{1[0]}^{CF} - pV_{1[0]}^{CF}}{1+r} \right]$$

"friløststående"

Elementet i parentes på slutten

begynne på ny linje

med de to brøkttrykkene er lik V_0^{CF} i (6) som så settes inn. Videre ordning leder til det som er vist i illustrasjon 2. Gjesdal (1990) kombinerer (4) og (6) uten at dette har vesentlig betydning for diskusjonen på slutten av dette avsnittet.

- 7 Ser vi bort fra risikoaversjon og risikopremier, reduseres uttrykket i illustrasjon 2 til $\Pi^{OR} = rV_0^{CF} + C_1 - E[\tilde{C}_1] + V_{1[1]}^{CF} - V_{1[0]}^{CF}$ når det absolutte avkastningskravet inngår som første ledd. Dvs. at det økonomiske resultat er avkastningskravet korrigert for (a) og (c) i illustrasjonen. Dette bidrar med en mer umiddelbar forståelse av hva det økonomiske resultat dreier seg om, og det er enda lettere å innse at dekomponeringen sier mindre om hva et finansregnskap bidrar med.
- 8 En praksisnær diskusjon av en kontantbasert «innenfra og opp»-tilnærming finnes hos Dahl (2011) og hos Kaldestad og Møller (2011).
- 9 Det er en generell observasjon at «beskrivelsen av strukturen», som nettopp er det kontantstrømsorientert fremskriving dreier seg om, stiller noen krav til at «strukturen» er rimelig veldefinerte og stabile. For et foretak som helhet er dette ikke liketil. «Tilbakeskuende» finansregnskap byr på fordeler i sammenhengen som følge av at foretaket i utgangspunktet behandles som en sammenfattet helhet.

V_{T-1}^{CB} Her mangler det noe, skal være

$$V_{T-1}^{CB} = B_{CT-1} + (C_T - rB_{CT-1})/(1+r)$$