

Penman: Bruken av finansregnskapet og en IFRS-kritikk

Forfatter: Jon Lundesgaard Publisert: 2/2012 s. (42-50) Fagfellevurdert



Sammendrag

Stephen Penman er en av vår tids fremste kjennere av bruken av regnskapsopplysninger. I sin siste bok viser han på en engasjert måte hvordan finansregnskapet er nyttig i verdsetting, og han argumenterer i tillegg for at aktuelle tendenser i lovgivningsarbeidet fører galt avsted. Den regnskapsbaserte verdsettingen har sitt utspring i en enkel sammenheng som Penman benytter seg av på en instruktiv måte. EUs adoptering i 2002 av IFRS (de internasjonale regnskapsstandardene) kan føre oss i retning av det som eventuelt kan bli en global regnskapslovgivning. Grunnlaget for IFRS finner vi i utviklingstrekk over tid i amerikansk regnskapslovgivning. Oppmerksomheten flyttes fra resultatoppstillingen til balansen, og i konkret regelverk ser vi en økende vilje i retning av å tillate eller kreve at balanseposter verdsettes til virkelig verdi. Penmans kritiske diskusjon av tendensene i en slik retning vil kunne danne skole.

1. Penman og hans siste bok

Regnskapsfaget dreier seg om både utarbeiding og bruk av regnskap, og i orienteringen regnskapsanalyse er søkelyset satt på bruken. Columbia Universitys Stephen Penman er muligens den fremste på dette området. I tillegg har han gitt viktige bidrag som peker utover analysespesialiteten. Penman har tidligere vært professor i regnskap ved UC Berkeley, og siden 1999 har han vært tilknyttet handelshøyskolen ved Columbia University.¹ Læreboken til Penman (2010) brukes mange steder og imponerer med sin umiddelbarhet og bredde. Bruken av, og dermed behovet for, regnskapsopplysninger er selvfølgelig bestemt av hva slags beslutninger det er brukerne står overfor. Disse beslutningene er bestemmende for hvordan regnskap bør utarbeides og presenteres. Finansregnskapet, som blir offentliggjort, er ikke bare viktig fordi det bidrar med opplysninger om foretaket som sådan, det blir konkret nyttig ved å være med på å danne grunnlag for de beslutningene brukerne fatter, i den situasjonen de måtte befinne seg i.

Penman har i flere arbeider vært opptatt av finansiell rapportering med basis i finansregnskapet, og grunnlaget for reguleringen av slik rapportering i regnskapslovgivningen. Han er kritisk til trekk ved utviklingen slik den kommer til uttrykk i regnskapsstandardene til den internasjonale standardsetteren (IASB) og den amerikanske standardsetteren (FASB). I sin siste bok, som kom tidlig i 2011, presenterer han det han står for, på en kortfattet og lettlest måte. Boken omfatter det grunnleggende om hvordan og hvorfor når det gjelder bruken av regnskapsopplysninger. Med det som utgangspunkt diskuteres utviklingstrekk ved standardsettingen som Penman er kritisk til.

Videre, i avsnitt 2, presenterer vi noen innledende betraktninger om verdsetting av foretak. I avsnitt 3 presenterer og begrunner vi det som er Penmans sentrale uttrykk. Vi har viet dette uttrykket en god del oppmerksomhet fordi det er viktig, og vi utdyper uttrykket videre i avsnitt 4. Analyser får mening i praktisk bruk, og i avsnitt 5 omtales Penmans tilnærming til formuforvaltning. I avsnitt 6 argumenterer vi for finansregnskapets vesentlige betydning for å forstå det som foregår i et foretak. I

den forbindelse reiser vi spørsmålet om hvorvidt regnskapslovgivningen bidrar i riktig retning. Den internasjonale lovutviklingen er fortsatt i bevegelse, noe som bringer frem spørsmålet om «the politics of financial reporting regulation», som vi behandler i avsnitt 7. Penman er kritisk til aktuelle tendenser, og i avsnitt 8 presenterer vi hovedtrekkene i kritikken hans. Avsnitt 9 inneholder noen avsluttende kommentarer. Det kan for øvrig nevnes at Lundesgaard (2012) inneholder en noe annerledes vinklet sammenfatning av kritikken av IFRS.

2. Mye koker ned til spørsmålet om foretakets verdi

Vi spør oss selvfølgelig om hva et foretak er verdt, om det er verdifullt og trygt. Spørsmålet er grunnleggende og krevende, og det er ikke bare nåværende og potensielle eiere som er opptatt av hva foretaket er verdt. Også långivere, kunder, leverandører, ansatte og andre med langsiktige relasjoner til foretaket er opptatt av dette spørsmålet. Mye av det vi er opptatt av, koker altså ned til spørsmålet om foretakets verdi.

Det som er avgjørende for et kjøp i det daglige, er at verdien for meg er høyere enn det som betales, og tilsvarende er det avgjørende for et salg at det som betales, er høyere enn verdien av fortsatt eie. Prisen i et marked er verdi i omsetting, og realisert omsetting er drevet av at verdiene for den enkelte i kjøp er over vederlaget (prisen), og i salg under. Det samme gjelder for omsettingen av eierandeler i foretak i finansielle markeder. Mer krevende i sammenhengen er det imidlertid at det er nødvendig å danne seg et bilde av foretaket bak eierandelene fordi dette er bestemmende for det som bør betales. Kjøper jeg en ny TV-stol, er det klart hva jeg får. Men kjøper jeg en eierandel i et foretak, kjøper jeg retten til en usikker kontantstrøm, og informasjon blir et kritisk element. Dette er ikke noe jeg kan sitte i, som jeg kan i TV-stolen, men mer allment nyttige fremtidige usikre penger som det knytter seg informasjon til.

Det er nærliggende å sette seg ned og gjøre anslag på fremtidige kontantstrømmer og regne på nåverdier. Det er *det* vi lærer i investerings- og finanseringsfagene. Penman har en besnærende diskusjon av hvorfor dette fører galt avsted, og problemet har med informasjon å gjøre.

3. Penmans sentrale uttrykk

Verdsetting er basert på anslag om en uobservert fremtid som det er viktig å forankre i en observert fortid. Observerte kontantstrømmer, og dermed regnskap basert på kontantprinsippet (*cash accounting*), er mindre velegnet for slik forankring. Regnskap basert på periodisering/regnskapsprinsippet (*accrual accounting*) nærmest inviterer til at vi skal bruke det som forankring. Det er nettopp *det* Penman er opptatt av, og V_0 er i det videre verdsettingen. Når tidspunkt null er balansedagen for sist avlagte årsregnskap, er Penmans grunnleggende skjema (jf. side 50), litt omskrevet,

$$V_0 = B_0 + \frac{(\text{Rentabilitet}_1 - r) \cdot B_0}{1+r} + \frac{(\text{Rentabilitet}_2 - r) \cdot B_1}{(1+r)^2} + \frac{V_2 - B_2}{(1+r)^2}$$

Uttrykket består av tre elementer. Først kommer et ledd som følger direkte av det siste finansregnskapet. Så følger et ledd som viser de neddiskonterte anslagene for generert resultat utover forrentningskravet, noen år fremover i tid. Som en illustrasjon tar Penman med to år i dette leddet. Til slutt kommer et uttrykk som sammenfatter den videre verdigenerering (anslagene videreført, neddiskontert og summert). I den versjonen som er presentert her, er V_2 foretaket verdsatt på den samme måten som V_0 , men med referanse til utgangen av år 2. Da må B_2 trekkes fra. B_t er et uttrykk

for netto bokført kapital som vi etter hvert kommer tilbake til. *Rentabilitet* er det B_{t-1} kaster av seg målt relativt, det vil si forventet resultat i år t dividert med B_{t-1} . r er avkastningskravet som er diskutert på en interessant måte av Penman. I sammenhengen er det for øvrig nærliggende å vise til Gjesdal og Johnsen (1999), der det er en omfattende og instruktiv diskusjon av avkastningskravet. En positiv *Rentabilitet* $- r$ er den relative avkastningen utover avkastningskravet (*relative residual income*), og det er lett å innse at det er nettopp *det* som skal til for å sikre verdigenereringen.

Vi har alle lært at i bedriftsøkonomisk sammenheng følger verdi av de neddiskonterte kontantstrømmene. Det er i den forbindelse viktig å være helt presis med hensyn til hvilke kontantstrømmer en benytter. Her skal vi bruke kontantstrøm fra drift, investering og fremmedkapitalfinansiering. Disse kontantstrømmene vil enten avleires i kontantbeholdningen eller deles ut som utbytte, og de er representert med C_1, C_2, \dots, C_T , der T for enkelhets skyld er endelig. Balansen for et foretak i virksomhet er tatt med litt lenger opp, og det er lett å innse at vi i tillegg må huske på å få med oss kontantbeholdningen i utgangspunktet (i det følgende BC_0). Dermed følger det også at vi må ta med rentetapet i det videre knyttet til en slik beholdning. Dette gir

$$V_0^{Kon} = B_{C_0} + \frac{C_1 - rB_{C_0}}{1+r} + \frac{C_2 - rB_{C_1}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_T - rB_{C_{T-1}}}{(1+r)^T}$$

der «Kon» markerer at verdsettingen er med utgangspunkt i kontanter. At det er nødvendig å ha med kontantbeholdningen, er lett å innse når en på tidspunkt $T-1$ står overfor den siste perioden. Da har vi

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

. Penmans uttrykk er noe

annet enn kontantbasert fordi han tar utgangspunkt i finansregnskapsstørrelser og ikke kontanter. Penman begrunner utgangspunktet sitt på en «myk» og intuitiv måte. Det blir nå vist hvordan det som er Penmans tilnærming, følger av grunnleggende sammenhenger i finansregnskapet. Resultat- og balanseoppstillingene like ovenfor er et utgangspunkt for dette.

RESULTAT (PERIODE t)		BALANSE (TIDSPKT. t)	
KOSTNADER	INNTEKTER	EIENDELER	EK OG GJELD
$R_t = C_{t,y} + \Delta B_{t,y}$	$I_t = C_{t,y} + \Delta B_{t,y}$	Kontantbeholdning $B_{t,c}$	EK Egenkapital
Resultat fremkommer R_t	Resultat fremkommer R_t	Andre eiendeler $B_{t,e}$	B. Gjeld

Ved det som på norsk kan kalles ren resultatberegning (*clean surplus accounting*) er $EK_{t-1} + R_t = EK_t$ (når en ser bort fra utbytte). Gjøres egenkapitalkontoen opp med resultatet hentet fra resultatoppstillingen, er kravet om likhet på begge sider av balanseoppstillingen oppfylt. Det innebærer også at EK_t følger av balanseoppstillingen, og dermed resultatet

$$R_t^{Bal} \text{ som en saldo på egenkapitalkontoen. Det følger at } R_t^{Bal} \text{ er den samme som } R_t^{Res} \text{ i}$$

resultatoppstillingen, og vi har dermed $R_t^{Res} \equiv R_t^{Bal}$ som en identitet i innregningene (resultatet fremkommer på to måter). Ved uren resultatberegning (*dirty surplus accounting*) har vi

$EK_t^* - EK_{t-1} = R_t^{Bal}$, der EK_t^* i tillegg er en følge av omvurderinger av balanseposter som føres direkte mot egenkapitalen. Det vil si en følge av resultatelementer som ikke føres over resultatoppstillingen, og at kongruensprinsippet som formulert i regnskapsloven § 4-3 (første ledd) om at «[a]lle inntekter og kostnader skal resultatføres», dermed ikke overholdes. Mattessich (2002) gir mer av bakgrunnen for *clean surplus*.

Vi definerer netto «bundet» kapital som $B_t = BA_t - BG_t$, og vi har dermed $\Delta B_t = \Delta BA_t - \Delta BG_t$. Av endringsbalansen $\Delta BC_t + \Delta BA_t = \Delta EK_t + \Delta BG_t$, og gitt ren resultatberegning følger $C_t + \Delta BA_t = R_t + \Delta BG_t$, det vil si $R_t = C_t + \Delta BA_t - \Delta BG_t$. Vi har også $C_t = R_t + \Delta BG_t - \Delta BA_t$, eller $C_t = R_t - (\Delta BA_t - \Delta BG_t)$, som uttrykt i endring netto «bundet» kapital leder til $C_t = R_t - \Delta B_t$. Innsatt i uttrykket for

$$V_0^{Kon} \text{ ovenfor gir dette, } V_0^{kov} = B_{C_0} + \frac{R_1 - rB_{C_0} - \Delta B_1}{1+r} + \frac{R_2 - rB_{C_1} - \Delta B_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{R_T - rB_{C_{T-1}} - \Delta B_T}{(1+r)^T},$$

eller

$$V_0^{kov} = B_{C_0} + \sum_{t=1}^T \frac{R_t - rB_{C_{t-1}} - \Delta B_t}{(1+r)^t} = B_{C_0} + \sum_{t=1}^T \frac{R_t - rB_{C_{t-1}}}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{\Delta B_t}{(1+r)^t}.$$

I uttrykkene over markerer toppskriften «Reg» at verdsettingen nå er med utgangspunkt i finansregnskapsstørrelser. I uttrykket etter *eller* er vi opptatt av den siste summen etter det siste likhetstegnet. Ved å trekke fra B_0 og legge til B_0 (det vil si netto «bundet» kapital på tidspunkt 0), og multiplisere den B_0 som legges til med $1 + r$ over og under, får vi

$$\sum_{t=1}^T \frac{\Delta B_t}{(1+r)^t} = -B_0 + \frac{(1+r)B_0}{1+r} + \frac{\Delta B_1}{1+r} + \frac{\Delta B_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\Delta B_T}{(1+r)^T}.$$

Det leder i begynnelsen av summen til,

$$-B_0 + \frac{rB_0}{1+r} + \frac{B_0}{1+r} + \frac{\Delta B_1}{(1+r)^2} + \dots \Rightarrow -B_0 + \frac{rB_0}{1+r} + \frac{(1+r)B_0}{(1+r)^2} + \frac{\Delta B_1}{(1+r)^2} + \dots,$$

som igjen gir

$$-B_0 + \frac{rB_0}{1+r} + \frac{rB_1}{(1+r)^2} + \frac{B_1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\Delta B_T}{(1+r)^T}.$$

Slik fortsetter vi fremover, og når vi har gjort oss ferdig med det nest siste leddet, får vi på slutten av uttrykket

$$\dots + \frac{rB_{T-2}}{(1+r)^{T-1}} + \frac{B_{T-1}}{(1+r)^{T-1}} + \frac{\Delta B_T}{(1+r)^T} \Rightarrow \dots + \frac{rB_{T-2}}{(1+r)^{T-1}} + \frac{rB_{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{B_{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{\Delta B_T}{(1+r)^T}.$$

Som en følge av $BT - 1 + \Delta BT = BT = 0$, til høyre ovenfor, har vi

$$\sum_{t=1}^T \frac{\Delta B_t}{(1+r)^t} = -B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{rB_{t-1}}{(1+r)^t}.$$

Benytter vi oss av

$$B_{C_t} + B_t = EK_t$$

når vi setter inn, og trekker sammen det vi ovenfor kom frem til for

$$V_0^{Reg}, \text{ får vi } V_0^{kov} = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{R_t - rEK_{t-1}}{(1+r)^t}.$$

La

C_{Σ} og R_{Σ} stå for summene av kontantstrømmene og resultatene. Den grunnleggende sammenhengen ovenfor gjelder også for $r = 0$ og det leder til

$$B_{C0} + C_{\Sigma} = EK_0 + R_{\Sigma}$$

. Summert over hele levetiden til foretaket får vi

$$C_{\Sigma} = R_{\Sigma}$$

som følge av $B_{C0} = 0$ og $EK_0 = 0$

ved oppstart. Dette er en innsikt som

har vært kjent siden Eugen Schmalenbachs tid, siden bedriftsøkonomiens barndom. Enkelt forklart flytter en ved periodisering kontantstrømmer i tid. ²

I uttrykket vi kommer frem til, neddiskonteres

$$R_t - rEK_{t-1}$$

. En merker seg at i stedet for EK_0 og EK_{t-1} har Penman B_0 og B_{t-1} , der B-ene står for netto book value, som er det samme. Vi har vist hvordan det sentrale uttrykket hos Penman fremkommer, og at EK inngår «foran og bak i uttrykket». Videre merker en seg at Penman omformer uttrykket slik at en i stedet for resultatet anslår rentabiliteten.

I sporingen av overgangen til Penmans sentrale uttrykk har en benyttet seg av balansen. Gitt ren resultatberegning (clean surplus accounting) er det mulig å gjøre det samme med utgangspunkt i resultatoppstillingen. Inntekter og kostnader er forbundet med kontantvirkninger, og videre balansevirkninger mot «bundet» kapital, jf. uttrykkene for inntekter og kostnader i illustrasjonen ovenfor. Tas det i tillegg hensyn til at vi har bevegelser mellom kontantbeholdning og «bundet»-kapital, representert ved $C[B]_t = -\Delta B[C]_t$, har vi utgangspunktet for å gå videre som ovenfor med en mer aktiv bruk av resultatoppstillingen.

4. Finansregnskapsbasert verdsetting

Verdsetting basert på neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer er som tilnærming åpenbar. Penmans sentrale uttrykk er mer krevende. Uttrykket følger imidlertid av en fundamental sammenheng mellom neddiskonterte kontanter og neddiskonterte finansregnskapsbaserte størrelser, når kravet om ren resultatberegning er oppfylt. Dette så vi nærmere på i avsnitt 3 ovenfor. En merker seg også at nettoavkastningen som følger etter fradrag for avkastningskravet, inngår på en vesentlig måte i det finansregnskapsbaserte uttrykket. Begge deler inngår i tyngre teori, som for eksempel teorien til Feltham og Ohlson (1995). I Gjesdal og Johnsen (1999:162–179) finnes det også en innsiktsfull og lesverdig presentasjon.

Innsikten i bruken av Penmans sentrale uttrykk og innsikten i spørsmålet om hvordan uttrykket utledes, er antakelig for lite utbredt. Tilnærmingen ble allerede påvist av Gabriel Preinreich (1893–1951) på 1930-tallet. ³ Den videre utnyttelsen og spredningen av innsikten i spesialisert faglitteratur, og i lærebøkene, har vært av en mer sporadisk art. Edwards og Bell (1961) og Peasnell (1982) har bidratt med viktige skritt på veien mot fornyet interesse, og fra rundt 1990 gjør det seg gjeldende en økt interesse for finansregnskapsbasert verdsetting. Til ære for Preinreichs grunnleggende bidrag kunne vi kalle den finansregnskapsbaserte formelen for Preinreichs formel. Tar vi utgangspunkt i vår endelige

$$V_0^{Reg}$$

ovenfor, er det åpenbart at $R_t - rEK_{t-1}$ inngår som et vesentlig element i formelen. På engelsk omtales størrelsen som *residual income*, og brukt i verdsetting snakker en om *residual income valuation*, eller *RIV*. Et nærliggende navn er dermed RIV-formelen. Dette er også det som er lagt til grunn av Dyrnes (2011) i en presentasjon nylig.

I Penmans sentrale uttrykk er det ikke vanskelig å innse at det inviteres til en «forankring» i regnskap som er avlagt. Denne forankringen er noe Penman legger stor vekt på, og han viser til at det nettopp er en slik tilnærming som har gjort Warren Buffet til en av verdens rikeste. Buffets investeringsstrategi er velkjent og grundig omtalt, jf. Buffett og Cunningham (2008). Buffet ble i unge år inspirert i retning av formuesforvaltning med vekt på en fundamental tilnærming basert på regnskapsopplysninger da han var student ved Columbia University. Den inspirerende læreren hans var Columbia-professoren Benjamin Graham.⁴

Introduksjonen av uttrykket vi har søkelyset på (RIV-formelen), finnes i Penmans kapittel 2. I kapitlene 3 til 7 blir tilnærmingen nyansert og utvidet ved at det tas høyde for blant annet slikt som gjeldsfinansiering, foretaksvekst og risiko. Her er det ikke nødvendig å gå nærmere inn på hvordan RIV kan tillempes og gjøres mer raffinert. En merker seg imidlertid at tilnærmingen inviterer til å skille mellom «fakta» på den ene siden (det faktiske som kommer til uttrykk i et finansregnskap), og «spekulasjon» på den andre siden (antakelser om det som kommer lenger frem i tid, og som er mer eller mindre usikkert). Med henvisning til Graham er dette noe Penman påpeker viktigheten av gang på gang.

5. Fra analyse til beslutning

En foretaksledelse, det vil si at det er foretaket som er ståstedet, spør seg alltid om hvordan det går. Finansregnskapet bidrar med et bilde av situasjonen, og i tillegg har ledelsen i prinsippet adgang til det som ellers måtte være tilgjengelig av informasjon. Det er nærliggende å skille mellom den interne adgangen til opplysninger om foretaket og den eksterne tilgangen basert på det foretaket stiller til disposisjon. Utnyttelsen av en slik tilgang må ha et mål og en mening, og det reiser spørsmålet om behov. Rettesnoren her må være informasjonsbrukerens situasjon og de eventuelle disposisjonene vedkommende står overfor. Tradisjonelt er det lagt vekt på regnskapsbrukere i eierrollen, som for eksempel aksjonærer i børsnoterte foretak. Finansregnskapsopplysningene for unoterte foretak er på tilsvarende måte også av interesse for eiere og andre interessenter. Det er imidlertid ikke en slik problemstilling Penman først og fremst er opptatt av.

For unoterte foretak finnes det ikke uten videre noen observert pris for eierandeler omsatt, slik som for eierandeler omsatt i likvide finansielle markeder. Eierinteressene i noterte foretak blir verdsatt løpende, og det samme er tilfelle for foretaket som helhet. Det reiser spørsmålet om den tilliten vi kan ha til det som kommer til uttrykk i markedet i øyeblikket, og her finnes det grovt sett to typer svar:

- Det første svaret går ut på at markedet fanger opp tilgjengelig informasjon som så er reflektert i prisen. Har en ikke tilgang til innsideinformasjon, er det ingen grunn til å tro at en kan «slå markedet» ved å kjøpe «billig» for deretter å selge «dyrt». Det er ikke mulig på grunnlag av den informasjonen som er tilgjengelig på vanlige måter, og den innsikten en ellers måtte ha skaffet seg. Markedene er preget av tilstedeværelse av usikkerhet, og ageringen i markedet er langt på vei et spørsmål om håndtering av usikkerhet.
- Det andre svaret går på at en har den tilnærmingen at finansregnskapet sier noe om evnen til å bidra med overskudd og dermed til verdi. Det vil si at vi har en overbevisning om at det er mulig på eget grunnlag å utfordre vurderinger som manifesterer seg i markedet. En ønsker ganske enkelt å «sjekke ut» markedsprisen. En antakelse går ut på at de faktisk observerte omstendighetene, og dermed mer fundamentale forhold, sannsynligvis vil gjøre seg gjeldende i pris, før eller siden. Markedsbobler, og massive avvik fra det som burde være åpenbart, gir styrke i troen.

Vi står her overfor to tilnærminger som er svært forskjellige, og Penman er en talfør representant for viktigheten av den sistnevnte posisjonen. Diskusjonen av tilnærmingene kommer i Penmans første kapittel, som fungerer meget godt som en begrunnelse og appetittvekker for det som kommer senere. Kapitlet er en kortversjon av tilsvarende i Penman (2010). Som kommentar av finansfaget er det Penman har å by på, en sann svir.

6. Hva er relevante tilnærminger til utfordringene?

Økonomifagene, sett i et bredt perspektiv, har litt forskjellige tilnærminger når det gjelder hva som er oppfattet som interessante utfordringer i foretakssammenheng. I klassisk mikroøkonomi er en opptatt av produksjons- og etterspørselsforhold sett i et resursdisponeringsperspektiv. I form av *managerial economics* er perspektivet videreutviklet og gjort mer umiddelbart. I en klassiker som Milgrom og Roberts (1992) demonstreres det hvordan det hele kan bakes inn i et organisasjonsøkonomisk format. Finansfaget har etter hvert utviklet en egen tung faglig identitet. Sentralt står vurderingen av gjerne usikre pengestrømmer, og videre omsetningen av rettighetene til slike strømmer i finansmarkedene. På området er det et slagord som lyder «cash is king», fordi det å gå inn og ut av kontanter, er både noe fundamentalt og noe konkret.

I forhold til en fremadstormende utvikling med utgangspunkt i mikroøkonomiske tilnærminger, og i finansfaget, kan det se ut som om finansregnskapsfaget har blitt sittende igjen som noe kjedelig og gammeldags. Ja, kanskje til og med som noe mindre relevant. Ofte gjøres det et poeng av at folk som har lært å tenke økonomisk, er opptatt av det fremtidige, i motsetning til i finansregnskap som er «bakoverrettet». Mye av denne kritikken har riktignok blitt dempet etter finanskrisen. For folk med forankring i finansfaget er den manglende vekten på kontanter og kontantstrømmer i finansregnskapet uforståelig. Penman har en god del å fortelle om nettopp slikt. Det hele kan nærme seg mobbing, og tilløp finnes det til og med hos prominente folk som Pindyck og Rubinfeld (2009). Men allerede Paton og Littleton (1940) klager over at «the economists» ikke forstår hva finansregnskap dreier seg om.

Lærebokbidraget til Christensen og Demski (2003) er et interessant forsøk på å forene perspektiver. Det blir imidlertid en lang og strevsom vei som det kan være vanskelig å få studentene med på. Finansregnskapet er innrettet mot noe annet enn resursdisponeringen på detaljplanet. I finansregnskapet er en opptatt av et allerede eksisterende foretak med etablerte strukturer og hva det gir. Når vi kommer til bruken av finansregnskapet, og mer konkret til analyse, er spørsmålet om veien videre viktig. I arbeidet med finansregnskapet er en ikke spesielt opptatt av spørsmålet om en best mulig resursdisponering, men hva en får igjen i form av resultater for det som er en mer eller mindre gitt resursdisponering.⁵ Antakelser av mikroøkonomisk art innarbeides i den antatte utviklingen til konsoliderte/aggregerte regnskapsstørrelser som brukes i analyse.

Etter innregningen, i hovedsak basert på observasjoner av faktiske hendelser, går finansregnskap ut på å sammenfatte. Det er åpenbart at retningslinjene for innregning (av transaksjoner og hendelser ellers) og for sammenfatning er svært viktige. Når vi kommer til spørsmålet om veien videre for foretaket, og verdsetting, dreier det seg om å se fremover. Som vi har vært inne på, mener Penman at det er regnskapsstørrelsene som er av interesse, og ikke kontanter og kontantstrømmer. Videre går det hele i konsoliderte/aggregerte størrelser som medfører at en blir opptatt av et mer grovt tegnet bilde. Siden det er åpenbart at finansregnskapet kan utarbeides på forskjellige måter, står vi imidlertid overfor spørsmålet om hvordan dette kan gjøres på en god og relevant måte ut fra det som er formålet.

7. «The politics of financial reporting regulation»

Historisk sett er kodifiseringen av retningslinjene for utarbeiding av finansregnskap, lovforankret og i regi av myndigheter, et nyere fenomen. Grovt sett dukker dette fenomenet opp fra begynnelsen av 1900-tallet, og i USA så sent som etter det store krakket i 1929. Spørsmålet om retningslinjer, og det som er formålstjenlig, har alltid vært preget av at vi har et visst fravær av helt definitive og allment aksepterte oppfatninger for hvordan finansregnskap bør utarbeides. Vi mangler fundamentale retningslinjer som er forankret i noe helt uomtvistelig og vitenskapelig bevist. Bortsett muligens fra at kravet om ren resultatberegning (*clean surplus accounting*) er viktig. I henhold til det som kan karakteriseres som en klassisk tilnærming, er det i hovedsak de faktisk avviklede transaksjonene som legges til grunn for innregningen. Resultatoppstillingen med opptjente inntekter fratrukket de tilhørende kostnadene er sentral og styrer langt på vei periodiseringen. Det er nettopp dette som er konstatert i den norske regnskapslovens § 4–1 første ledd nr. 1–3 som grunnleggende. Paton og Littletons (1940) diskusjon av *matching* (sammenstilling) er sentral her. I en lengre samtale kommentatoren hadde med Stephen Penman høsten 2009, ble det gitt uttrykk for at vi kunne trenge «a formal proof of Paton and Littleton's matching». «Oh, that would have been wonderful», lød svaret, som demonstrerer noe av det som er problemet.

Det sier seg selv at fraværet av et grunnlag som det som er omtalt, vanskeliggjør kodifiseringen i regi av myndigheter, og at det som kommer til uttrykk i slike sammenhenger, lett får karakteren av en dragkamp mellom ulike syn. Vi er da inne på det som vi i overskriften til avsnittet har karakterisert som «the politics of financial reporting regulation». ⁶ I dag dreier dette seg veldig mye om hvordan IFRS skal se ut, og på dette området er det nær kontakt mellom IASB og FASB. Med utgangspunkt i en klart uttrykt bekymring er Penman kritisk til om det som skjer, er av det gode. Nettopp det er viet oppmerksomhet i kapittel 8 og 9. I kapittel 8 er Penman opptatt av hvordan et finansregnskap basert på virkelig verdi (*fair value*) fungerer, og i kapittel 9 avslutter han med å gå nærmere inn på det som bør legges til grunn. I kapittel 10 er det en avsluttende oppsummering over tre sider.

8. IFRS-problemet: Leverer finansregnskapet?

Til tross for fraværet av et definitivt grunnlag, for det ene eller det andre, kommer en ikke utenom å finne frem til argumenter for det en fester ved som faktiske retningslinjer for utarbeiding av finansregnskap. Det er grovt sett to konkurrerende tilnærminger. For det første er det den klassiske tilnærmingen som er omtalt kort i avsnittet ovenfor. For det andre er det en balanseorientert tilnærming der den styrende sammenstillingen skjer med utgangspunkt i eiendeler minus gjeld som gir egenkapitalen. Periodens resultat følger som differansen mellom inn- og utgående egenkapital i perioden. Det virker ikke spesielt dramatisk, men det er ikke tilfellet dersom det gis adgang til, eller kreves, opp- og nedskrivninger i betydelig omfang (*fair value accounting*). Dette er noe en finner igjen utover i standardene til IASB og FASB, og spørsmålet om hvordan er konkretisert i retningslinjer for slik innregning som vi finner i SFAS 157 (med Update Nr. 2011–4) og den nylig godkjente IFRS 13. Fair value er oversatt til norsk med virkelig verdi, og kommer i henhold til den nasjonale norske lovgivningen mer ordinært til bruk når betingelsene i regnskapsloven § 4–1 første ledd nr. 4 om forsiktighet (med videre konkretiseringer) er oppfylt. Virkelig verdi- / fair value-innregning i en mer egentlig forstand (både «opp og ned») er det bare adgang til når betingelsene i regnskapsloven § 5–8 er oppfylt. Av betingelsene i § 5–8 følger det at de finansielle plasseringene ikke er en integrert del av forretningsmodellen, og i tillegg oppfyller en del krav som skal være tilfredsstillt. Dette er imidlertid noe annet enn det en legger til grunn for enkelte balanseposter som er en del av foretakets forretningsmodell i IASB- og FASB-regelverkene.

I kapittel 8 har Penman en kritisk gjennomgang der han følger opp fire forskjellige tilnærminger til de viktige spørsmålene om fair value accounting som han tar opp.

(i) Det knytter seg forventninger til den fremtidige utviklingen, og i dette er vi mer eller mindre optimistiske, eller tilsvarende pessimistiske. Det er vanskelig å unngå å trekke med seg slikt når virkelig verdi / fair value legges til grunn ved å se hen til markedene. Vurderingene lander i foretaksbalansene, som igjen bidrar til å drive utviklingen. Vi får dermed en sirkularitet, eller tilbakekobling, som bidrar til «bobledannelse». Det klassiske transaksjonsbaserte finansregnskapet bidrar til det motsatte.

(ii) Når en sitter på en portefølje av finansielle eiendeler omsatt i likvide finansielle markeder, er verdiskapningen én-til-én med de observerte markedsprisene. Det er dette som er lagt til grunn i regnskapsloven § 5–8. Det er imidlertid ikke det som er tilfellet for aktiviteter som er en integrert del av foretakets forretningsmodell. Stiger markedsprisen på eiendeler som er bundet opp, er vi fortsatt der vi var i utgangspunktet, det vil si opptatt av det fortsatte strevet for å gjøre det best mulig med det vi har satt oss fore. Hvordan vi lykkes med det, er det som bør måles i finansregnskapet. Det å gripe til uren resultatberegning (dirty surplus accounting) løser ikke problemet.

(iii) Virkelige verdier / fair values er åpenbart mer usikre enn størrelser basert på faktisk realiserte hendelser forbundet med aktiviteter som er en del av det som er foretakets forretningsmodell. Adgangen til å benytte seg av virkelige verdier / fair values reduserer derfor kvaliteten til den finansielle rapporteringen.

(iv) En kan ha en mistanke om at det er en ambisjon at balansen skal vise foretakets samlede virkelige verdi. Den virkelige verdien til balansepostene summert gir imidlertid ikke et slikt anslag, og den løpende innregningen av goodwill opparbeidet er en vanvittig idé. Balansens rolle er ikke å vise virkelige verdier, men å fungere som mellomstasjon for beholdninger som følger av periodiseringen. Paradoksalt nok fungerer dette når det er foretakets virkelige verdi som skal anslås ved hjelp av det som er Penmans sentrale uttrykk (RIV-formelen). Dette blir demonstrert med blant annet Dell og Microsoft som case.

I noen nyere bidrag av Nissim og Penman (2008) og Penman (2009/2010) finnes det en ytterligere utdyping. Det er klart at kritikken av virkelig verdi- / fair value-innregning reiser helt grunnleggende spørsmål om innretningen av innsatsen til de to store standardsetterne IASB og FASB over år. Penman er tilhenger av mer klassiske orienteringer, slike vi er fortrolige med i den norske regnskapslovgivningen. I kapittel 9 nøyer han seg ikke bare med kritiske synspunkter, men skisserer en strategi for hvordan standardsettingen bør orienteres.

9. Avsluttende kommentarer

Innvendingene mot fair value accounting er alvorlige og gir grunn til bekymring. Og Penman er ikke alene om denne oppfatningen.⁷ I det siste er det for eksempel i Accounting Horizons, organet til American Accounting Association, fremkommet alternative synspunkter som i noen sammenhenger også er forankret i foreningsorganisatoriske prosesser. Et mottiltak brukerne rent praktisk kan væpne seg med, er å omarbeide foreliggende regnskap i mer formålstjenlige retninger. Det er imidlertid noe som er tungvint, og sannsynligvis også bare mulig i begrenset omfang. Det som er meningsfylt, er at regelverket bringes i overensstemmelse med det som faktisk tjener brukerne. Ut fra foreliggende signaler er det lite som tyder på at IASB og FASB vil gå enda lenger i retning av fair value accounting enn det som er tilfellet i dag. Som vi har vært inne, på er det imidlertid ting som tyder på at utviklingen bør reverseres i retning av mer klassiske tilnærminger. Som prosess blir ikke dette lett.

Penmans siste bidrag kan på den annen side bidra til at det blir tatt skritt i riktig retning.

Stephen Penman gir klart uttrykk for at han bygger videre på det grunnlaget som i sin tid ble lagt av Benjamin Graham med hans regnskapsorienterte «fundamental school of investing». Graham fikk betydelig innflytelse i investerings- og formuesforvaltningsmiljøene og leses fortsatt. Med det omtalte verket er Stephen Penman på god vei til å bli den «nye og oppdaterte Graham». Et bidrag til dette er det i tillegg at Penman med føringen av egen penn bærer sitt navn med rette.

Referanser

- 1: <http://www4.gsb.columbia.edu/cbs-directory/detail/495011/Stephen%2BPenman> er en adresse der en kan finne en oversikt over Penmans omfattende forfatterskap. Frøystein Gjesdal takkes for å ha bidratt til at forfatteren har kommet i personlig kontakt med Penman. Atle Johnsen har bidratt til at en tidlig ble oppmerksom på Penmans 2011-bidrag. Asbjørn Nygaard fortjener en takk for stimulerende samtaler. Det samme gjør anonyme fagfeller for å ha påpekt vesentlige ting.
- 2: Periodisering leder til beholdninger/balansestørrelser. Er $r > 0$, og tar vi nåverdien av det periodiserte pluss at vi tar hensyn til renteeffekten av balansestørrelsen som følger i sammenhengen, får vi nåverdien av de tilhørende kontantene. Salg gjøres ofte opp etterskuddsvis, og er oppgjøret i periode 2 for leveringene i periode 1. Leveringen bokføres som inntekt i periode 1 med som kundefordring. Med utgangspunkt i kontantene er nåverdien av transaksjonen. Alternativt kan vi prøve oss med utgangspunkt i de periodiserte størrelsene som gir når vi tar hensyn til rentetapet på kundefordringen. Som følge av er det lett å innse at dette gir det samme som å neddiskontere kontantene.
- 3: Jf. Preinreich (1937), som er et av de betydningsfulle bidragene til både finansregnskapsfaget og finansfaget Gabriel Preinreich kom med i løpet av en relativt kort periode. Bidragene fikk ikke den oppmerksomheten de fortjente. I Preinreich (1996) finnes det en samling av bidragene. Preinreich arbeidet og publiserte sine bidrag i USA, og med Lücke (1955) blir de samme innsiktene kjent i de velutviklede tysktalende bedriftsøkonomiske miljøene. Det er bakgrunnen for at de omtalte innsiktene i tysktalende sammenheng blir vist til som «das Preinreich-Lücke-Theorem».
- 4: Benjamin Graham (1894–1976) er sentral i utviklingen av finans- og regnskapsanalysefaget og er særlig kjent for Graham og Dodd (2008), som er utgitt i en rekke opptrykk og bearbejdingen siden førsteutgaven i 1934, og videre Graham (1949), som er utkommet på nytt en rekke ganger. En merker seg for øvrig at i Penmans (2010) store lærebok er Graham så godt som den eneste det vises til.
- 5: Fraværet av resursdisponeringsproblemstillinger i finansregnskapssammenheng forvirrer økonomer med en mikroøkonomisk orientering. Her kan et prominent bidrag av Leif Johansen (1959) være til hjelp. I forkant har en valgmuligheter, og verdiskapingsprosessene kan formes som kitt (putty-clay). Når valgene er tatt, og foretaket skritt for skritt finner sin form, stivner kittet. Johansen regnes som en sentral bidragsyter i denne sammenhengen, og det han bidro til, omtales ofte som putty-clay-modeller. I slike modeller legger en mye av resursdisponeringsspørsmålet bak seg til fordel for mer strategisk pregede beslutninger. Det er imidlertid fortsatt av interesse å få klarhet i hva en får igjen for det hele.
- 6: Fenomenet er ikke ukjent i Norge. Arbeidet med ny regnskapslov på 1990-tallet var preget av divergerende oppfatninger; jf. NOU 1995:30. Det synet som vant frem, er beskrevet av Johnsen (1993) og går ut på en videreutvikling av eksisterende praksis med en eksplisitt konstatering i loven av grunnleggende prinsipper slik de langt på vei implisitt allerede kom til uttrykk i etablert praksis. Særlig sentrale er de grunnleggende prinsippene vi i dag finner i

regnskapsloven § 4–1 første ledd. Kravet om en oppfølging av EU-retningslinjer om harmonisering av regnskapslovgivningen i Europa ga en ramme for det hele. Det alternative synet gikk ut på at EUs regnskapsdirektiver skulle følges opp mer bokstavelig. Ulikhetene i oppfatninger er det også mulig å spore i etterfølgende kommentarverk, jf. Handeland og Schwencke (1999) og Johnsen og Kvaal (1999).

- 7: Det er ikke mulig å komme med noe mer komplett bilde av konstellasjonene forbundet med «the politics of financial accounting regulation». Det er imidlertid grunn til å nevne et bidrag av Dichev (2008) som har fått en del oppmerksomhet. Et motinnlegg av Bahnson og Miller (2010) bør også nevnes i denne sammenhengen. For øvrig er Biondi (2011) nyttig som en annen type tilnærming til kritikken av fair value accounting enn det Penman står for.

Litteratur

- Bahnson, P.R. og P.B. Miller (2010) «Continuing the Normative Dialog: Illuminating the Asset/Liability Theory.» *Accounting Horizons*, Vol. 24, Nr. 3, s. 419–440.
- Biondi, Y. (2011) «The Pure Logic of Accounting: A Critique of the Fair Value Revolution.» *Accounting, Economics, and Law*. Vol. 1, Nr. 1, Article 7.
- Buffett, W.E. og L.A. Cunningham (2008) *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*. The Cunningham Group, 2. utg.
- Christensen, J.A. og J.S. Demski (2003) *Accounting Theory: An Information Content Perspective*. McGraw–Hill.
- Dichev, I.D. (2008) «On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting.» *Accounting Horizons*, Vol. 22, Nr. 4, s. 453–470.
- Dyrnes, S. (2011) «RIV-B og RIV-E – bedre verdsettelsesmodeller.» *Praktisk økonomi & finans*, nr. 2/2011, s. 41–56.
- Edwards, E.O. og P.W. Bell (1961) *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press.
- Feltham, G.A. og J.A. Ohlson (1995) «Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities.» *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Nr. 2, s. 689–731.
- Gjesdal, F. og T. Johnsen (1999) *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag.
- Graham, B. (1949) *The Intelligent Investor*, Harper.
- Graham, B. og D.L. Dodd (2008) *Security Analysis: Principles and Technique*. McGraw–Hill, 6. utg.
- Handeland, Ø. og H.R. Schwencke (1999) *Regnskapsloven med kommentarer*. Ad Notam Gyldendal.
- IFRS 13 Fair Value Measurement. *International Financial Reporting Standard Nr. 13* utarbeidet av IASB i mai 2011.
- Johansen, L. (1959) «Substitution versus Fixed Production Coefficients in the Theory of Economic Growth: A Synthesis.» *Econometrica*, Vol. 27, Nr. 2, s. 157–176.
- Johnsen, A. (1993) «Accounting Regulation in Norway.» *European Accounting Review*, Vol. 3, s. 617–626.
- Johnsen, A. og E. Kvaal (1999) *Regnskapsloven: Kommentarer til lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v.* Cappelen Akademiske Forlag.
- Lundesgaard, J. (2012) «Kritikken av IFRS.» *Revisjon og regnskap*, nr. 3/2012.
- Lücke, W. (1955) «Investitionsrechnung auf der Basis von Ausgaben oder Kosten?» *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*, 1955 s. 310–324.
- Mattessich, R. (2002) «The Theory of Clean Surplus and its Evolution: Survey and Recent Perspectives.» *Energeia: International Journal of Philosophy and Methodology of Economics*

(utgitt av *Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales, Buenos Aires*). Vol. 1, Nr. 2, s. 9–48.

- Nissim, D. og S.H. Penman (2008) «Principles for the Application of Fair Value Accounting.» *White Paper Nr. 2, Center for Excellence in Accounting and Security Analysis (CEASA), Columbia University.*
- NOU 1995:30. Ny regnskapslov.
- Paton, W.A. og A.C. Littleton (1940) *Introduction to Corporate Accounting Standards. American Accounting Association.*
- Peasnell, K.V. (1982) «Some Formal Connections between Economic Values and Yields and Accounting Numbers.» *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 9, Nr. 3, s. 361–381.
- Penman, S.H. (2009) «Accounting for Intangible Assets: There is Also an Income Statement.» *Abacus*, Vol. 45, Nr. 3, s. 358–371.
- Penman, S.H. (2010) «Financial Forecasting, Risk and Evaluation: Accounting for the Future.» *Abacus*, Vol. 46, Nr. 2, s. 211–228.
- Penman, S.H. (2010) *Financial Statement Analysis and Security Valuation. McGraw–Hill/Irwin*, 4. utg.
- Penman, S.H. (2011) *Accounting for Value. Columbia University Press.*
- Pindyck, R.S. og D.L. Rubinfeld (2009) *Microeconomics. Pearson Prentice Hall*, 7. utg.
- Preinreich, G.A.D. (1937) «Valuation and Amortization.» *Accounting Review*, Vol. 12, Nr. 3, s. 209–226.
- Preinreich, G.A.D. (1996) *A Landmark in Accounting Theory: The Work of Gabriel A. D. Preinreich. Redaksjon: R.P. Brief. Garland Publishing.*
- SFAS 157 *Fair Value Measurements. Statement of Financial Accounting Standards Nr. 157 utarbeidet av FASB i 2006.*