



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

FASTIGHETER SOM SÄKERHET

- EN STUDIE AV KAPITALSTRUKTUR I FASTIGHETSBOLAG

Magisteruppsats i företagsekonomi
Externredovisning och Företagsanalys
Höstterminen 2003

Handledare: Thomas Polesie

Författare: Marcus Andréasson 1977
Magnus Johansson 1977
Nicklas Zackrisson 1977

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Extern redovisning och Företagsanalys, Magisteruppsats, Hötterminen 2003

Författare: : Marcus Andreasson, Magnus Johansson och Nicklas Zackrisson

Handledare: Thomas Polesie

Titel: Fastigheter som säkerhet – en studie av kapitalstruktur i fastighetsbolag

Bakgrund och problem: En av uppsatsförfattarna har tidigare skrivit en uppsats kring motiv till förvärv av egna aktier i fastighetsbolag. Det framkom i studien att soliditetsnivån sedan föregående fastighetskris sjunkit drastiskt i svenska noterade fastighetsbolag. Med anledning härav ter det sig intressant att studera kapitalstrukturen i aktuella bolag med ett antagande om att en sjunkande soliditet betyder ett mindre solvent bolag. Vad talar för respektive emot en låg soliditetsnivå i ett svenskt noterat fastighetsbolag och hur det påverkar riskexponeringen.

Syfte: Syftet med undersökningen är att studera kapitalstrukturen inom fastighetsbranschen med beaktande av riskexponering.

Avgränsningar: Studien i fastighetsbranschen avgränsas till att beröra bolag vilka är att betrakta som renodlade utan sidorörelser såsom byggverksamhet. Studien är av teoretisk karaktär och innefattar således ingen närmare uppskattning av rådande marknadssituation för fastighetsbolag i Sverige. Marknadsstudier sker endast då det är nödvändigt för att exemplifiera olika scenarion.

Metod: Studien har karaktären av en kvalitativ fallstudie. Vi har genomfört fyra intervjuer med representanter från noterade fastighetsbolag. Det empiriska materialet har analyserats utifrån en teoretisk referensram kring val av kapitalstruktur. Uppsatsens resultat och slutsatser har avslutningsvis varit föremål för granskning av dels handledare men även av andra uppsatsförfattare, för att kunna nå ett så bra resultat som möjligt.

Resultat och slutsatser: Det finns faktorer som talar för antingen låg eller en hög soliditetsnivå i ett fastighetsbolag. Vad som framkommit i uppsatsen är att det är avgörande att se till fastighetsbeståndets verksamhetsinriktning och geografiska placering. Vid sidan av branschspecifika faktorer bör kapitalstrukturen utarbetas efter beaktande av mer allmänna faktorer såsom obeståndskostnader, transaktionskostnader, hävstångseffekter o.s.v. Kontentan av studien visar på att det teoretiskt sett går att söka efter en optimal kapitalstruktur men att det i verkligheten är mer komplext. De olika faktorer som påverkar kapitalstrukturen är många och deras inbördes prioritering kan endast avgöras utifrån ägarnas motiv med innehavet såsom avkastning och investeringsstrategier. Under de senaste åren verkar preferenser för finansiell hävstång varit den avgörande faktorn vid val av kapitalstruktur. Det är dock viktigt att påpeka att man hela tiden bör arbeta aktivt med kapitalstrukturen för att ligga i fas med marknadsutvecklingen

Förslag till fortsatt forskning: Det vore intressant med en fördjupad studie av ett fastighetsbolags olika intressenters inbördes förhållande. Det vore exempelvis intressant att se närmare på hur relationen är med kreditgivare eller en mer ingående diskussion kring olika ägarteorier med fokus på avkastning och riskspridning. Dessutom kan man fråga sig om den höga omsättningen på fastigheter som kännetecknar Sverige är nyttig, är det endast att betrakta som en väl fungerande marknad som visar på genomlysning?

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	4
1.1 BAKGRUND	4
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	5
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	5
1.4 SYFTE.....	5
1.5 AVGRÄNSNING	5
1.6 DISPOSITION.....	7
2. METOD	8
2.1 METODISKA ANGREPPSSÄTT.....	8
2.1.1 <i>Kvantitativ metod</i>	8
2.1.2 <i>Kvalitativ metod</i>	8
2.1.3 <i>Val av metod</i>	8
2.2 DATAINSAMLING.....	9
2.2.1 <i>Insamling av sekundärdata</i>	9
2.2.2 <i>Insamling av primärdata</i>	9
2.3 VALIDITET OCH RELIABILITET	10
3. TEORETISK REFERENSRAM	12
3.1 BESKRIVNING AV KAPITALSTRUKTUR	12
3.2 HÄVSTÅNGSFÖRMELN	12
3.3 SOLIDITET	13
3.3.1 <i>Soliditetsstyrning</i>	14
3.4 FAKTORER SOM PÅVERKAR KAPITALSTRUKTUREN	14
3.4.1 <i>Skatt</i>	15
3.4.2 <i>Obeståndskostnader</i>	16
3.4.3 <i>Transaktionskostnader</i>	17
3.4.4 <i>Preferens för hög finansiell hävstång</i>	17
3.5 INSTITUTIONELL KORTSIKTIGHET INVERKAR PÅ FÖRETAGENS KAPITALSTRUKTUR.....	17
3.6 OPTIMAL KAPITALSTRUKTUR	18
4. FASTIGHETSBRANSCHEN	20
4.1 FASTIGHETSBOLAGENS VERKSAMHET	20
4.1.1 <i>Bostadsmarknaden</i>	20
4.1.2 <i>Marknaden för kommersiella fastigheter</i>	21
4.2 UTVECKLINGEN I FASTIGHETSBRANSCHEN	21
5. EMPIRI	23
5.1 DROTT.....	23
5.1.1 <i>Verksamhetsinriktning och ägarstruktur</i>	23
5.1.2 <i>Drotts syn på kapitalstrukturen</i>	24
5.2 HUFVUDSTADEN.....	25
5.2.1 <i>Verksamhetsinriktning och ägarstruktur</i>	25
5.2.2 <i>Hufvudstadens syn på kapitalstrukturen</i>	26
5.3 WALLENSTAM	27
5.3.1 <i>Verksamhetsinriktning och ägarstruktur</i>	27
5.3.2 <i>Wallenstams syn på kapitalstrukturen</i>	27

5.4 WIHLBORGS	28
5.4.1 Verksamhetsinriktning och ägarstruktur	28
5.4.2 Wihlborgs syn på kapitalstrukturen	29
5.5 EKONOMISK ÖVERSIKT AV DE FYRA FASTIGHETSBOLAGEN	30
5.5.1 Balansräkning.....	31
5.5.2 Resultaträkning.....	32
6. ANALYS	34
6.1 KAPITALSTRUKTUREN I FASTIGHETSBOLAG	34
6.2 FAKTORER SOM PÅVERKAR KAPITALSTRUKTUREN UTIFRÅN ALLMÄNNA TEORIER	34
6.3 BRANSCHSPECIFIKA FAKTORER SOM PÅVERKAR KAPITALSTRUKTUREN	35
6.4 VÄRDERING AV BALANSPOSTER	36
6.5 RISKER MED AVSEENDE PÅ KAPITALSTRUKTUR.....	36
6.5.1 Risknivå med beaktande av marknadssituation	38
7. SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE STUDIER.....	40
7.1 SLUTSATS	40
7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE STUDIER	41
8. KÄLLFÖRTECKNING	42

1. INLEDNING

I första kapitlet ges en inledning av uppsatsen, där vi behandlar bakgrund, problemdiskussion och syfte. Avslutningsvis ges en disposition för att läsaren skall få en översikt av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

En av författarna har tidigare undersökt motiv till förvärv av egna aktier i fastighetsbolag. Under den processen framkom det att aktuella bolag arbetar mot en allt lägre soliditet för att kunna attrahera investerare. Det sker utifrån ett antagande om att det är önskvärt med en högre räntabilitet på eget kapital enligt hävstångsteorin. Efter finanskrisen i början av 1990-talet steg soliditeten i branschen under kommande år till cirka 50 % för att på senare tid åter ha minskat till en nivå på cirka 25 %.¹ En del av förklaringen till den låga soliditeten kan antagligen förklaras med att den justerade soliditeten ligger relativt högt i jämförelse med det mått som är direkt hänförligt till balansräkningen. Ändock kan man anta att det faktum att bolagen har en allt lägre soliditet leder till en högre riskexponering. Den studie som refereras till ovan är genomförd under 2001, då börsutvecklingen var god med stigande aktiekurser och ekonomin i stort såg ljus ut. Att ändra kapitalstrukturen var det mest frekvent förekommande motivet till förvärv av egna aktier i den här studien, där soliditetsnivån således minskade. Fastighetsbranschen har i stor utsträckning använt sig av återköp av aktier som ett verktyg att för att förändra kapitalstrukturen. Nästintill samtliga fastighetsbolag har haft omfattande återköpsprogram. Det intressanta med studien var att fastighetsbolagen inte såg några risker med återköpsprogrammen vad gäller soliditetsnivån. Den risk som kunde identifieras var istället en dränering av aktiestocken med en mindre likvid aktie som följd. Överhuvudtaget så framkom det att bolagen var mycket måna om att kunna attrahera ett intresse på börsen och att kunna konkurrera med andra branscher om investerarnas kapital.²

Med beaktande av ovanstående samt tidigare fastighetskriser blir det intressant att närmare studera hur fastighetsbolagen arbetar med kapitalstrukturen. Den kris som ligger närmast i tid är den som inträffade i slutet av 1980-talet då inflationen var hög samtidigt som samhällsekonomin gick in i en kostnadskris tillsammans med stora delar av omvärlden. Det är svårt att dra paralleller med dagens marknadssituation utan en mer ingående studie men vi kan se att samhällsekonomin idag är relativt stabil med låg ränta och inflation vilket inte var fallet under fastighetskrisen. Vad som dock är uppenbart är att aktuella bolag har problem med fallande hyror och allt fler outhyrda ytor. Vid årsskiftet 2003/04 kommer exempelvis cirka 12 % av kontorsytorna i Stockholm stå tomma enligt fastighetskonsulten DTZ VärderingsHuset AB, där konsultbolaget inte ser någon ljusning den närmaste tiden.³

Det råder således negativa tendenser på fastighetsmarknaden. Detta till trots kommer fastigheter att köpas och säljas till ett värde av 70 miljarder kronor under 2003. Efterfrågan på attraktiva fastigheter i storstäderna har inte varit så stor som den är nu sedan 1980-talet. Även om samhällsekonomin idag ser annorlunda ut är likheterna många med fastighetsbubblan i slutet av 1980-talet då fastigheterna handlades till rekordhöga nivåer.⁴

¹ Norgren, C, 2001. *Har vi en ny fastighetsbubbla?*

² Zackrisson & Groth, 2001. *Motiv till ett företags förvärv av egna aktier – en branschstudie i fastighetsbolag.*

³ Olsson, A, 2003. *Fastighetsbolagen vill vara kvar på börsen.*

⁴ Blecher, S, 2003, *Fastigheter – På väg mot en ny bubbla?*

1.2 Problemdiskussion

De soliditetsmål på 50 % som var mer eller mindre standard efter krisen har övergetts till förmån för en högre avkastning på det egna kapitalet.⁵ Idag har det dessutom tillkommit ett antal verktyg för att snabbt nå önskad soliditetsnivå, där förvärv av egna aktier är det mest framträdande. Majoriteten av alla fastighetsbolag som är noterade på Stockholmsbörsen har genomfört återköp av egna aktier och dessutom uppgett att det är hävstångseffekter de är ute efter.⁶ Med ett antagande om att en sjunkande soliditet betyder ett mindre solvent bolag är det intressant att studera kapitalstrukturen i fastighetsbolag. Synen på soliditetsmålet ter sig förändrad och soliditeten verkar vara mindre viktig som mått på hur företaget kan hantera framtida kriser. Frågan är således om risknivån verkligen har ökat i fastighetsbolag eller om fastighetsbolagen arbetar mer aktivt med kapitalstrukturen för att uppnå en balanserad ekonomisk situation i företagen. Vad händer om räntan stiger eller marknadspriserna på fastigheter sjunker? Det är således intressant att se vad som motiverar den kapitalstruktur som branschen uppvisar med en relativt låg soliditetsnivå och vad som talar emot aktuell soliditetsnivå.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående diskussion formuleras följande frågeställning:

Hur ser riskexponeringen ut i fastighetsbolag med hänsyn till kapitalstrukturen?

För att lättare angripa frågeställningen har den delats upp i följande delar:

- Hur ser kapitalstrukturen ut i fastighetsbolag?
- Varför skiljer sig kapitalstrukturen åt?
- Vilka faktorer styr kapitalstrukturen?
- Vilka risker finns med avseende på kapitalstruktur?

1.4 Syfte

Syftet med undersökningen är att studera kapitalstrukturen inom fastighetsbranschen med beaktande av riskexponering.

1.5 Avgränsning

Studien i fastighetsbranschen avgränsas till att beröra bolag vilka uppfyller följande kriterier:

- Renodlade fastighetsbolag med undantag för viss riskkapitalverksamhet.
- Noterade vid Stockholms fondbörs

⁵ Norgren, C, 2001. *Har vi en ny fastighetsbubbla?*

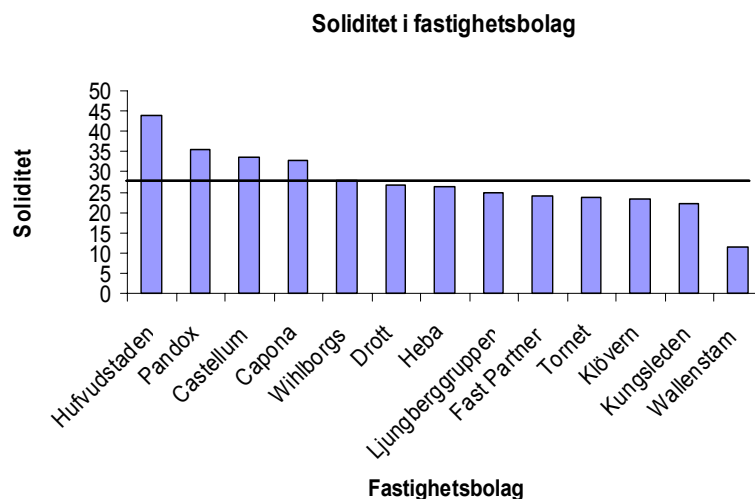
⁶ Zackrisson & Groth, 2001. *Motiv till ett företags förvärv av egna aktier – en branschstudie i fastighetsbolag.*

Avgränsningen vad gäller renodling innebär att bolag med sidoverksamheter såsom bygginriktning har undantagits i studien. Den återstående populationen består av 13 bolag. Det vore önskvärt att täcka in samtliga bolag i studien men av tidsbrist och för att kunna genomföra en mer ingående studie har endast fyra bolag analyserats. De bolag som studien omfattar är Drott, Hufvudstaden, Wallenstam och Wihlborgs. Som utgångspunkt till valet av bolag har det varit önskvärt från författarnas sida att få en viss spridning med avseende på soliditet. Som nyckeltal representerar soliditetsmättet olika typer av finansiering, där aktuellt nyckeltal är centralt vid bedömning av kapitalstruktur.

Fastighetsbolag Soliditet

Hufvudstaden	43,75
Pandox	35,58
Castellum	33,58
Capona	32,7
Wihlborgs	27,89
Drott	26,86
Heba	26,19
Ljungberggruppen	24,71
Fast Partner	24,03
Tornet	23,8
Klövern	23,38
Kungsleden	22,19
Wallenstam	11,27

**Genomsnittlig
soliditet** **27,4**

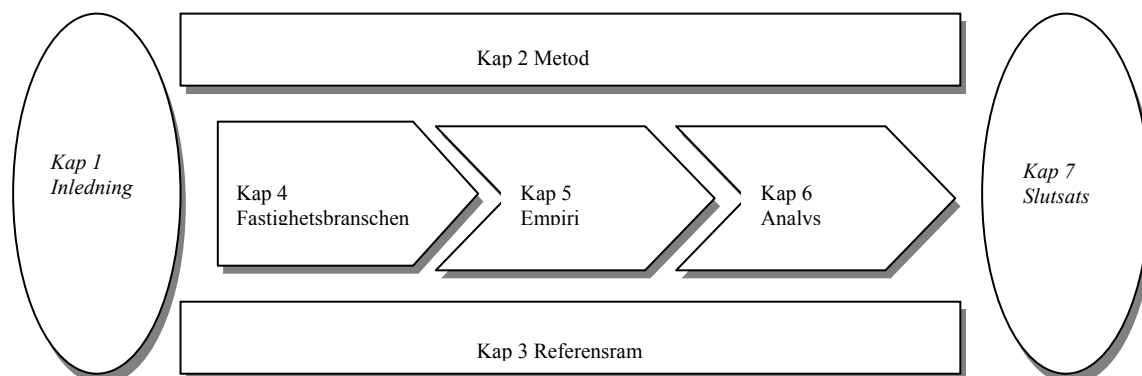


Hufvudstaden och Wallenstam är de bolag som utmärker sig mest, varför de valts för att uppnå en spridning. Wihlborgs och Drott ligger närmast den genomsnittliga soliditetsnivån och representerar således fastighetsbranschen som helhet. Totalt sett så ligger soliditeten på 27,4 % för valda bolag, vilket överensstämmer med genomsnittet för samtliga renodlade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Läsaren bör vidare vara observant på att soliditetsberäkningen grundar sig på de redovisade värdena i aktuellt bolags årsredovisning för verksamhetsåret 2002. Alternativt kan man genomföra urvalet med bakgrund av exempelvis justerad soliditet.

Därutöver sker en avgränsning kring aktuell marknadssituation för fastighetsbolag. Ingen närmare analys kommer att genomföras kring risken för vakanser, räntenivåer och övriga faktorer som ett fastighetsbolag är beroende av för att kunna bedriva sin verksamhet. Diskussionen kring ett fastighetsbolags kapitalstruktur kommer således att ske utifrån ett övervägande teoretiskt resonemang kring förenlig risk, med verkligheten endast som bakgrundsförståelse.

1.6 Disposition

Studien är disponerad på följande sätt:



Kapitel 1.

Inledning: I första kapitlet ges en inledning av uppsatsen, där vi behandlar bakgrund, problemdiskussion och syfte. Avslutningsvis ges en disposition för att läsaren skall få en översikt av uppsatsen.

Kapitel 2.

Metod: Inledningsvis diskuteras referensram samt metodansats. Därefter kommer tillvägagångssättet att beskrivas och hur insamling, bearbetning och redovisning av data har genomförts. För att ge en mer vetenskaplig inriktning följer en redogörelse av metodens validitet, reliabilitet samt den källkritik som kan anses berättigad.

Kapitel 3.

Teoretisk referensram: För att en analys av kapitalstrukturen i fastighetsbolag skall vara möjlig krävs det en fördjupad diskussion kring kapitalstruktur som begrepp. En nedbrytning sker i mindre beståndsdelar och teorier kring påverkan av kapitalstrukturen beskrivs för att belysa de samband som finns på området. Avslutningsvis sätts de olika komponenterna samman och teorier kring optimal kapitalstruktur presenteras.

Kapitel 4.

Fastighetsbranschen: I kapitlet beskrivs vad som karakteriserar fastighetsbranschen och hur utvecklingen har sett ut över tid. Kapitlet är intressant då det är av största vikt att förstå branschens specifika särart vid en bedömning av kapitalstrukturen och hur den påverkar den finansiella risknivån i fastighetsbolag.

Kapitel 5.

Empiri: Kapitlet återger de intervjuer som genomförts med representanter från respektive företag, samt information från aktuella ekonomiska rapporter från respektive företag.

Kapitel 6.

Analys: Den centrala delen av uppsatsen binder samman de föregående kapitlen i en analys kring kapitalstrukturen i fastighetsbolag

Kapitel 7.

Slutsats: I det avslutande kapitlet redogör författarna för de slutsatser som kan dras med ledning av uppsatsen. Dessutom ges förslag till vidare forskning.

2. METOD

En metod består av alla de beslut och vägval som forskaren gör för att nå de syften och mål som har valts för undersökningen. Således är kunskaper i metod inget självändamål utan skall ses som en integrerad del av forskningsarbetet. Vi kommer i det här kapitlet inledningsvis diskutera olika metodansatser som är möjliga för att föra ett resonemang kring problemområdet. Därefter kommer tillvägagångssättet att beskrivas och hur insamling, bearbetning och redovisning av data har genomförts. För att ge en mer vetenskaplig inriktning följer en redogörelse av metodens validitet, reliabilitet samt den källkritik som vi anser vara berättigad.

2.1 Metodiska angreppssätt

För att kunna genomföra uppsatsarbetet och uppnå syftet krävs en lämplig datainsamlingsmetod. Man kan antingen utgå ifrån en kvantitativ eller en kvalitativ metod eller en kombination av dessa.

2.1.1 Kvantitativ metod

Den kvantitativa metoden omvandlar information till siffror och mängder. I och med detta måste informationen vara mätbar och de värden man får fram kunna delas in i olika klasser.⁷ Utifrån dessa data genomförs sedan statistiska analyser. Fördelen med en kvantitativ datainsamlingsmetod är att informationen tas fram på ett sätt som möjliggör en generalisering i ett senare skede. En nackdel kan dock vara att det är svårt för forskaren att veta om den information som samlats in är relevant för den frågeställning som valts.⁸

2.1.2 Kvalitativ metod

Den här metoden används när man skall samla in många upplysningar om få undersökningsenheter. Vidare har metoden fördelar när insamlad data är svår att klassificera och värdera. En kvalitativ undersökning är till skillnad från en kvantitativ undersökning subjektiv genom att det är forskarens tolkningar av svaren som utgör resultaten i forskningen. Fördelarna med metoden är att man försöker skapa en helhetsbild av verkligheten där forskaren under flexibla former kan ändra frågeställningarna under arbetets gång. Detta med bakgrund av att nya erfarenheter uppkommit som förändrat utgångsläget. Denna frihet vid exempelvis intervjutillfällena kan dock vara en svaghet, eftersom en sådan flexibilitet gör det svårt att jämföra information från de olika tillfällena.⁹

2.1.3 Val av metod

Den metod som används är främst kvalitativ, där metodvalet grundar sig på den komplexitet som området uppvisar, vilket kräver en mer ingående studie kring aktuella företags kapitalstruktur. Studien har även karakteriserats av att respondenten haft stor frihet att utforma sina egna uppfattningar utifrån allmänna frågeställningar. I studien frångås därför i stor utsträckning den kvantitativa metoden då tillvägagångssättet inte ger det djup på

⁷ Hartman, J, 1998. *Vetenskapligt tänkande – från kunskapsteori till metodteori*.

⁸ Holme, I.M & Solvang, B.S 1997. *Forskningsmetodik*.

⁹ Ibid.

undersökningen som är önskvärt för att uppnå syftet med uppsatsen. Genom förfarandet anser författarna att ett önskvärt djup i studien uppnås.

2.2 Datainsamling

De två huvudteknikerna för datainsamling är dels att utnyttja redan insamlat material (sekundärinformation), dels att samla in ny data (primärinformation). Underlaget för denna uppsats utgörs både av primär- och sekundärdata. Insamling av ny data kan göras genom direkt observation, intervju och experiment.¹⁰

2.2.1. Insamling av sekundärdata

På grund av att en av författarna tidigare skrivit en uppsats inom fastighetsbranschen var det naturligt att utgå från den tidigare genomförda studien och använda sig av den kunskap som genererats. Vår insamling blev systematisk och aktiv, vi kunde använda oss av en ämnesspecifik sökning med bakgrund av tidigare studie inom branschen. Den aktiva delen av informationssökningen bestod till största delen av litteraturstudier och sökande efter relevanta artiklar i olika databaser och på Internet. De databaser vi använt oss av är Gunda och Libris på Ekonomiska biblioteket vid Handelshögskolan i Göteborg. Sökorden som använts är främst *fastighetsbolag, värdering, soliditet, kapitalstruktur och styrning*. Vi har dessutom använt oss av samma sökord med en engelsk översättning för att få ett bredare sökresultat. Sekundärdata var utgångspunkten för att öka vår kunskap och ge oss ett bättre perspektiv i ämnet. Den utvidgade kunskapsnivån som skapades möjliggjorde ett mer kvalificerat urval vad gäller respondenter och det frågeformulär som senare användes vid intervjutillfällena.

Den litteratur vi använt är följaktligen böcker, forskningsrapporter, tidningsartiklar, årsredovisningar och uppsatser som tagits fram genom sökmotorer. Vid användande av sekundärdata är det dock viktigt att inta ett kritiskt förhållningssätt till informationen. Det innebär exempelvis att vara medveten om vem, när samt under vilka omständigheter informationen uppkommit.¹¹ Författarna har lagt stor vikt vid bedömning av sekundärdata men har i viss mån varit tvungen att förlita sig på källor såsom branschtidningar och finanstidskrift. När det finns en uppenbar risk för starkt subjektiva tankar ställs artikelförfattarens åsikter i högsta möjliga mån mot kollektivets för att kunna uppnå en viss jämvikt och objektivitet.

2.2.2 Insamling av primärdata

Fördelen med att använda sig av primärdata är att informationen som samlas in är mer relevant för de problem man avser att undersöka. Då författaren har möjlighet att påverka utformning av exempelvis intervjuunderlag. Nackdelen är att primärdata är resurskrävande att inhämta.¹²

För att få önskvärt djup i studien, används telefonintervjuer med representanter från respektive företag som studien avser. Kontakten med företaget har skett antingen med medarbetare inom Investor Relations eller ekonomiavdelningen, då de kan antas ha god insikt i företagets aktiviteter med beaktande av deras arbetsuppgifter. En personlig intervju på plats

¹⁰ Arbnor, I & Bjerke, B 1994. *Företagsekonomisk metodlära*.

¹¹ Patel P, & Davidson B, (1994). *Forskningsmetodikens grunder-Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*

¹² Ibid.

hade eventuellt kunnat ge en mer rättvisande bild. Det är för respondenten svårare att förvanska verkligheten, om intervjuaren har möjlighet att läsa av kroppsrörelser och så vidare. På grund av det geografiska avståndet och tidsbrist har vi dock varit tvungna att förlita oss på telefonintervjuer. Den valda intervjutekniken användes framför enkätmetod, då det är lättare att förtydliga frågeställningarna under intervjuens gång. För att öka kvaliteten på intervjuerna och på respondenternas svar valde vi att skicka intervjuunderlaget i god tid före intervjun för att ge respondenten tid att sätta sig in i frågorna. Vi lade ner tid på att få respondenten att förstå de problemformuleringar som vi arbetade utifrån, anledningen var att få så relevanta svar som möjligt.

2.3 Validitet och reliabilitet

I alla undersökningar är det viktigt att göra en kritisk granskning av källorna beträffande deras giltighet, tillförlitlighet och relevans för undersökningens syfte. Reliabiliteten (tillförlitligheten) avser metodens förmåga att motstå slumpinflytande medan validiteten (giltigheten) hänger samman med om metoden verkligen mäter det som man avser att mäta. En slutsats av detta blir att en god reliabilitet är en nödvändighet för att uppnå en god validitet.¹³ De viktigaste kriterierna som används för bedömning av källor avseende validitet, reliabilitet och relevans är samtidskrav, tendenskritik samt beroendekritik.¹⁴

- *Samtidskravet*- innebär att källan ifråga är aktuell och inte refererar till en händelse i det förflutna. Ju närmare källan händelsen är desto högre är trovärdigheten.
- *Tendenskritik*- används för att undersöka om uppgiftslämnaren har några egna intressen i den lämnade informationen. För att öka tillförlitligheten kan antalet källor ökas. Lämnas likartade uppgifter ökar tillförlitligheten.
- *Beroendekritik*- innebär att man kontrollerar att källorna inte står i beroendeställning till varandra. Om källorna är beroende av varandra kan det medföra att trovärdigheten i uppgifterna de lämnar sjunker.¹⁵

När det gäller samtidskravet eftersträvas en så aktuell data som möjligt, där intervjuer med representanter från branschen har kunnat ge en aktuell bild av fastighetsbolagens kapitalstruktur. Utvecklingen över tid är dock en förutsättning för att förstå och kunna analysera aktuell situation. Mycket av den litteratur som är skriven om fastighetsbranschen härrör från fastighetskrisen som utspelade sig under början av 1990-talet. Ur ett utvecklingsperspektiv är nämnd litteratur i allra högsta grad intressant men med den invändningen att den inte speglar aktuell branschsituation.

Tendensproblemet har mildrats genom att använda uppgifter från många olika källor, där uppgifter i exempelvis artiklar verifierats i största möjlig mån. Då vi som tidigare nämnts använt oss av exempelvis branschtidningar är det viktigt att inta en kritisk bedömning av lämnad information. Tendenskriteriet är dessutom ett problematiskt område vad gäller intervjuer, där företagskontakten tenderar att förmedla en bild som överensstämmer med företagets övergripande uppfattning i frågan. Samma problem uppkommer givetvis vid granskning av företagens ekonomiska rapporter som i viss mån kan liknas vid en reklambroschyr.

¹³ Dahmström, K, 1996. *Från datainsamling till rapport*.

¹⁴ Ericsson, L.T & Wiedersheim, F 1997. *Att utreda, forska och rapportera*.

¹⁵ Ibid.

Vad gäller beroendekritik har vi aktivt arbetat med att eliminera vinklade uppgifter genom att jämföra olika källor. Artiklar och sidor på Internet har också undersökts för att kontrollera om de är baserade på uppgifter från samma källa.

Kritik kan riktas mot det faktum att det endast är ett begränsat antal företag som studerats ur en totalt större population. Således kan nya likartade undersökningar få avvikelser från uppsatsens resultat. Författarna vill dock påstå att de intervjuer som studien innefattar samt de undersökningar som refereras till är tillräckliga som underlag för att kunna utläsa tendenser och dra vissa elementära slutsatser.

3. TEORETISK REFERENSRAM

För att en analys av kapitalstrukturen i fastighetsbolag skall vara möjlig krävs det en fördjupad diskussion kring kapitalstruktur som begrepp. En nedbrytning sker i mindre beståndsdelar och teorier kring påverkan av kapitalstrukturen beskrivs för att belysa de samband som finns på området. Avslutningsvis sätts de olika komponenterna samman och teorier kring optimal kapitalstruktur presenteras.

3.1 Beskrivning av kapitalstruktur

Ett företags kapitalstruktur är en bild av hur företaget finansierar sin verksamhet. Företaget kan anskaffa kapital internt eller externt, där kategorierna kan brytas ner i undergrupper.

- Interna kapitalkällor, där kapitalet kan genereras från den egna verksamheten i form av ett positivt kapitalflöde. Den andra underkategorin består av att frigöra en balanspost, vilken i redovisningen inte motsvarar det verkliga värdet. Således kan man generera kapital genom att avyttra en tillgång till ett högre värde än det bokförda. Till klassificeringen härrör sig även kapital som aktieägarna placerar i bolaget genom exempelvis nyemission.
- Externa kapitalkällor, där kapital kan genereras genom upplåning i form av räntefria krediter eller traditionell upplåning vilket resulterar i räntekostnader.

Storleksförhållandet mellan interna och externa finansieringskällor är av yttersta vikt vid beaktande av ett företags kapitalstruktur.¹⁶ Vid styrning av den ekonomiska strukturen i ett företag kan man använda sig av olika nyckeltal, vilka kombinerar och sätter balansräkningen i relation till resultaträkningen. Kontentan är således att man får värden som avspeglar verksamhetsavkastning i förhållande till kapitalstrukturen. Den formel som är aktuell att använda sig av är hävstångsformeln, vilken åskådliggör sambanden.

3.2 Hävstångsformeln

Det mest övergripande måttet på ett företags lönsamhet är räntabilitet på eget kapital (Re) vilket ger en bild över företagets lönsamhet sett ur aktieägarnas perspektiv. Genom att ställa resultatet i proportion till hur mycket kapital aktieägarna har bundet i företaget ger detta nyckeltal ett mått på hur aktieägarnas kapital har förräntats. Aktuellt mått sammanfattar hur väl företaget har lyckats med både sin investerings- och finansieringsstrategi i och med att det egna kapitalet satts i relation till lönsamheten inklusive kostnaden för att finansiera verksamheten, dvs. räntor på lån och dylikt.¹⁷

Re består av två delar, dels resultatet från företagets investeringsstrategi (Rt) och dels resultatet av företagets finansieringsstrategi, även benämnt finansiell hävstång ((Rt-Rs)S/E). Sammantaget ger detta den så kallade hävstångsformeln:¹⁸

¹⁶ Hallgren, Ö, 1996. *Finansiell strategi och styrning*.

¹⁷ Nilsson, H et al. 2002, *Företagsvärdering med fundamental analys*.

¹⁸ Ibid.

$$R_e = R_t + (R_t - R_s)S/E$$

R_e = Räntabilitet på eget kapital

R_t = Räntabilitet på totalt kapital

R_s = Genomsnittlig skuldränta

S/E = Skuldsättningsgrad

Den genomsnittliga skuldräntan kan ses som ett minimikrav på tillgångarnas avkastning i och med att när företaget ligger på denna miniminivå klarar man precis att täcka räntekostnaderna. Begreppet hävstång kommer från att företaget kan få en hävstångseffekt på det egna kapitalets räntabilitet genom att öka skuldsättningen. Hävstångsformeln visar att det finns tre sätt för ett företag att öka lönsamheten:

1. Öka avkastningen på rörelsen (investera bättre).
2. Låna mera pengar och förvalta dem bättre än skuldräntan – R_t måste vara högre än R_s (finansiera bättre).
3. Minska skuldräntan (finansiera bättre)

Det är mycket viktigt att notera att den finansiella hävstången lika gärna kan påverka R_e positivt som negativt. Om situationen uppstår att R_s blir högre än R_t kan en hög skuldsättningsgrad ge mycket negativa konsekvenser på företagets totala lönsamhet.

3.3 Soliditet

En vanlig definition på begreppet soliditet är ”förmågan att motstå förluster”. Soliditeten i ett företag kan definieras som förhållandet mellan eget och totalt kapital, och är ett mått på den långsiktiga stabiliteten i kapitalstrukturen. Denna stabilitet är påverkad av hur beroende företaget är av externa finansiärer. Om företaget är finansierat med en stor andel främmande kapital så är de mer känsliga för amorteringar och räntekostnader. Det är också viktigt att sträva efter en hög soliditet om företaget befinner sig i en bransch som innebär en hög konkurrens och affärsrisk. En låg soliditet innebär en kortsiktig känslighet om det skulle uppstå betalningsstörningar. Det finns därför ett behov att ha bra kontroll på sin likviditet om företaget har en låg eller en sjunkande soliditet.¹⁹

En aspekt på soliditetsmättet är att det inte alltid tar hänsyn till ett företags verkliga soliditet. För att detta skulle kunna ske så måste ett företag ta hänsyn till samtliga tillgångar, skulder och förpliktelser. Detta kan naturligtvis vara svårt då ett företag kan inneha stora dolda reserver. Detta är en viktig aspekt att ta hänsyn till då man analyserar ett företags soliditet.²⁰

Ett annat mått som också beskriver företagets finansiella styrka är skuldsättningsgraden (S/E). Detta nyckeltal är en form av omvänt soliditetstal, eftersom det fokuserar på det främmande istället för det egna kapitalet. I praktiken visar detta nyckeltal hur mycket som har lånats per egen krona.²¹

¹⁹ Carlson, M, 1998. *Att arbeta med företagsanalys*.

²⁰ Hallgren, Ö, 1996. *Finansiell strategi och styrning*.

²¹ Carlson, M, 1998. *Att arbeta med företagsanalys*.

3.3.1 Soliditetsstyrning

På grund av att soliditet ofta betraktas som ett viktigt nyckeltal, i många fall det viktigaste, uppstår ofta frågan om vilken nivå soliditeten i ett företag skall ligga på. Teoretiskt sett går det ganska enkelt att förklara genom den så kallade hävstångsformeln. Utgår man ifrån denna så kan man få fram att ett företag skall ha så låg soliditet som möjligt, så länge räntemarginalen är positiv. Detta på grund av att då ökar nettoresultatet och det egna kapitalets avkastning. Om man utgår ifrån räntabilitetsstyrning så blir följden densamma. Det egna kapitalet är det dyraste som företaget jobbar med på grund av dubbelbeskattningen. I praktiken så gäller dock andra förutsättningar. Ett företag måste tänka på sin fortlevnad och då går det inte att söka en teoretisk optimering. Detta för att företaget inte skall vara så lönsamhetsoptimerat så att det inte har likviditet nog att klara av till exempel en konjunkturedgång. För att uppnå en bra soliditet är det därför viktigt att kombinera den teoretiska utgångspunkten med de egentliga förutsättningarna som är gällande för företaget.²² Nedan beskrivs två olika metoder att arbeta med soliditetsstyrning:

Reversibla resurser

Denna metod innebär att företaget försöker göra sig flexibelt i förhållande till det rådande affärsklimatet, så att man på så sätt kan anpassa sig till nya förhållanden. För att bli flexibla så ska företaget arbeta med en stor del rörliga kostnader i relation till de fasta kostnaderna. På så sätt hålls balansomslutningen låg i jämförelse med det aktuella resursbehovet. Om man kan uppnå detta så leder det dels till att räntekrävande externfinansiering kan hållas ned, dels till att även om företaget arbetar med ett litet eget kapital så går det att uppnå en tillfredsställande soliditetsbalans.

Soliditetsbuffert

Om ett företag förväntar sig en nedgång i antingen branschen eller konjunkturen, kan det vara bra att använda sig av soliditetsbuffertmetoden. I sin grundform innebär den en uppbyggnad av soliditeten så att det går att försäkra sig emot de kommande nedgångarna. För att kunna bedöma företagets omvärldskänslighet så använder man sig ofta av en bedömning av förändringarna i räntabiliteten på totalt kapital. Denna bedömning innebär att man går tillbaka och analyserar tidigare års Rt-värden. Mer konkret innebär metoden att företaget försöker bedöma omvärldsfaktorer såsom konjunkturförhållanden och ränteförändringar. När försök har gjorts för att bedöma dessa faktorer så bygger man upp soliditetsbufferten utifrån dessa. Denna metod är bra att använda sig av då man försöker att bedöma på vilken nivå företagets soliditet ska ligga.²³

3.4 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen

Ett antal faktorer påverkar valet av kapitalstruktur. Till dessa faktorer hör förekomsten av skatter, obeståndskostnader och transaktionskostnader samt det faktum att vissa placerare föredrar aktier med hög finansiell hävstång.²⁴

²² Carlson, M, 1998. *Att arbeta med företagsanalys*.

²³ Ibid.

²⁴ Leimdörfer Bernhardtson Westerberg & Partners, 1997. *Gynnas aktieägare av hög soliditet?*

3.4.1 Skatt

Förekomsten av bolagsskatt påverkar valet av kapitalstruktur, eftersom räntor (långivarnas avkastning) är avdragsgilla för bolaget medan utdelning och reavinst (aktieägarnas avkastning) är föremål för dubbelbeskattning. Detta innebär att det är skattemässigt gynnat att finansiera bolaget genom lån. Skattereduktionen som uppkommer genom att låneräntor är avdragsgilla brukar kallas för skattesköld. Följande exempel vilket är hämtat från konsultbyrån Leimdörfer visar att lånefinansiering är skattemässigt gynnat. I exemplet jämförs två situationer:²⁵

- (1) En investerare förvärvar 100 procent av aktierna i ett bolag som är verksamt inom bransch A. Bolaget har inte någon belåning. Investeraren finansierar förvärvet med 50 procent eget kapital och 50 procent lånat kapital.
- (2) En investerare förvärvar 100 procent av aktierna i ett bolag som är verksamt inom bransch A. Bolaget har 50 procent belåning. Investeraren finansierar förvärvet helt med eget kapital.

Investeraren har i båda fallen placerat ett lika stort nettobelopp och erhåller lika stor exponering mot bransch A. Bolagen antas vara identiska med undantag av kapitalstrukturen och ger en direktavkastning om fem procent i förhållande till marknadsvärdet. Bolagen och investeraren antas kunna låna till fem procents ränta. I tabellen nedan redovisas bolagens respektive investerarens balansräkningar och kassaflöden. Bolagsskatten antas vara 28 procent.

Nettokassaflöde vid olika kapitalstrukturer

Mkr	Aktierna belånas (1)		Bolaget belånas (2)		
	Kassaflöde	Tillgång/skuld	Kassaflöde	Tillgång/skuld	
<i>Bolaget</i>					
Driftnetto	<i>Verksamhet</i>	100	2 000	100	2 000
Ränta	<i>Lån</i>	0	0	-50	-1 000
Resultat efter finansnetto		100		50	
Skatt		-28		-14	
Resultat e. skatt	Eget kapital	72	2 000	36	1 000
<i>Investeraren</i>					
Utdelning	<i>Aktier</i>	72	2 000	36	1 000
Ränta	<i>Lån</i>	-50	-1 000	0	0
Nettokassaflöde	Eget kapital	22	1 000	36	1 000

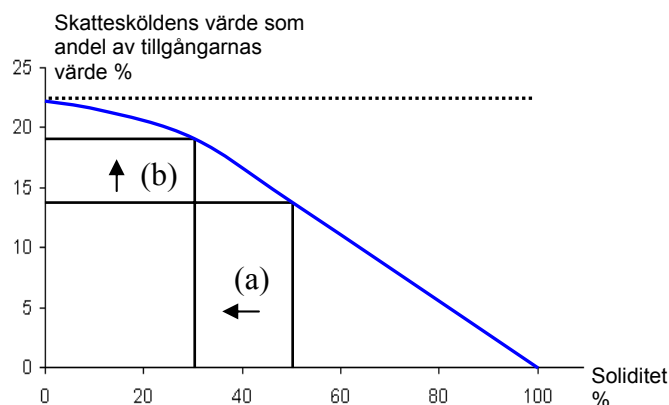
I tabellen ovan åskådliggörs skatteeffekten av olika kapitalstrukturer. Investerarens nettokassaflöde blir 14 Mkr högre om bolaget belånas istället för aktierna. Detta motsvarar de 14 Mkr mindre bolaget betalar i skatt.

Investerarens nettokassaflöde blir 14 miljoner kronor högre om bolaget belånas, fall (2), än om aktierna belånas, fall (1). Detta beror på att en del av bolagsskatten kan undvikas i fall (2), eftersom låneräntorna är avdragsgilla för bolaget. De totala räntebetalningarna, investerarens och bolagets, blir lika stora i de två fallen. Skillnaden beror uteslutande på att skattebetalningarna blir lägre om bolaget belånas.

²⁵ Leimdörfer Bernhardtson Westerberg & Partners, 1997. *Gynnas aktieägare av hög soliditet?*

I exemplet ovan redovisades hur stor skattebesparingen blir det första året. Om skillnaden i belåning bibehålls, uppgår skattebesparingen varje år till 28 procent av räntebetalningarna. Eftersom värdet av lånet motsvarar nuvärdet av alla framtida räntebetalningar, blir nuvärdet av de framtida skattebesparingarna 28 procent av lånets värde. Detta gäller under förutsättning att bolagsskatten inte ändras och att bolaget har ett positivt resultat, så att avdragsmöjligheten kan utnyttjas fullt ut.

I diagrammet nedan redovisas en uppskattning av nuvärdet av framtida skattebesparingar, skatteskölden, för ett bolag beroende på dess soliditet. Det finns ett ”tak”, den streckade linjen, för skattesköldens värde. ”Taket” uppnås när belåningen är så hög att bolagets resultat blir noll. Dess höjd kan variera och bestäms av den aktuella relationen mellan direktavkastningen och låneräntan.²⁶



Av diagrammet framgår att om soliditeten minskar från 50 till 30 procent (a), ökar skattesköldens värde med cirka fem procent av tillgångarnas värde (b).

Förekomsten av bolagsskatt talar för låg soliditet. Värdet av skatteskölden beror främst på lånets storlek, skattesatsen och vinsternas uthållighet. Skattesköldens värde begränsas emellertid av andra avdragsmöjligheter, till exempel förlustavdrag och avskrivningar.²⁷

3.4.2 Obeståndskostnader

Finansiell osäkerhet är kostsam, oavsett om den leder till obestånd eller ej. Om ett bolag blir så finansiellt svagt att det löper risk att hamna på obestånd kan detta få flera negativa konsekvenser. Handlingsfriheten begränsas av kreditgivarna, rekrytering av kompetent personal försvåras, företaget får en svag förhandlingssituation i förhållande till sina kunder och så vidare. Denna typ av kapitalförstörelse brukar benämnas obeståndskostnader. Förekomsten av obeståndskostnader talar för hög soliditet. De förväntade obeståndskostnaderna beror på sannolikheten för att obestånd skall inträffa och kostnadernas omfattning om obestånd inträffar. Obeståndskostnaderna kan förmodas vara lägre om bolaget äger tillgångar som lätt kan realiseras.²⁸

²⁶ Leimdörfer Bernhardtson Westerberg & Partners, 1997. *Gynnas aktieägare av hög soliditet?*

²⁷ Ibid.

²⁸ Hallgren, Ö, 1996. *Finansiell strategi och styrning*.

3.4.3 Transaktionskostnader

Transaktionskostnader fördyrar anskaffning av eget kapital. Exempel på sådana kostnader är internt arbete, rådgivararvoden och risken för att en emission misslyckas. Därmed kan det vara befogat att förekomma eventuella framtida kapitalbehov genom att ha finansiella reserver. Ett företag som har finansiella reserver har större möjlighet att tillvarata intressanta affärsmöjligheter. Förekomsten av transaktionskostnader talar i allmänhet för hög soliditet.²⁹

3.4.4 Preferens för hög finansiell hävstång

Vissa investerare föredrar aktier med hög finansiell hävstång. Exempel på sådana investerare kan vara institutionella kapitalförvaltare, för vilka placeringsregler, skuldtäckningskrav eller andra omständigheter begränsar handlingsfriheten. En annan kategori är privata investerare som inte kan låna till lika förmånliga villkor som de noterade bolagen. Det faktum att vissa investerare föredrar aktier med hög hävstång talar för låg soliditet.

3.5 Institutionell kortsiktighet inverkar på företagens kapitalstruktur

I början av 1970-talet lanserade Hirschman en teori om exit och voice som beskriver olika möjligheter att påverka organisationer.³⁰ Gudbjartsson menar att denna teori är relevant för placerarens möjligheter att agera på aktiemarknaden och ger följande beskrivning av teorin.³¹

- *Exit* står för handlingsfrihet med aktier

Om aktieägaren har en hög *exit* betyder det att ägaren kan göra sig av med sitt innehav på ett enkelt sätt. Aktieägaren lägger sig inte i företagets strategi eller verksamhet. Aktieägaren blir därmed placeringsinriktad. Aktieägaren har lätt för att avyttra sitt innehav, det går snabbt, utan diskussion och förlust för aktieägaren. Omvänt om ägaren har en låg *exit*, är han kontrollinriktad. Aktieägaren kan inte avyttra sitt aktieinnehav utan svårigheter och/eller förluster som kan vara av olika art.

- *Voice* handlar om att utöva makt/inflytande i respektive företag

Om aktieägaren har en hög *voice* betyder det att ägaren lätt kan åstadkomma förändringar i företaget, d.v.s. att få gehör. Aktieägaren är synlig och har nära kontakt. Innehavet av aktierna är aktieägarens ”nyckel” till inflytandet och/eller maktutövningen. Om ägaren omvänt har en låg *voice*, har aktieägaren inget att säga till om i företaget, trots sitt aktieinnehav. Detta gäller t.ex. om ägandet är mycket spritt i ett företag.

Företag konkurrerar om marknadens kapital och de företag som skapar mest värde för aktieägarna kan lättare attrahera kapital. Detta gör att det är nödvändigt för ett framgångsrikt börsföretag att skapa värde för aktieägarna genom utdelning och stigande aktiekurs. Ägande av företag kan ske i flera olika former med olika mycket makt och ansvar. I industriellt utvecklade länder har ägandet enligt Glete alltmer förskjutits från företagets grundare till

²⁹ Hallgren, Ö, 1996. *Finansiell strategi och styrning*.

³⁰ Hirschman, A.O, 1970. *Exit, Voice, and Loyalty*.

³¹ Gudbjartsson, E, 2000. *Kommunikation genom siffror*.

olika kapitalplacerare och institutionella förvaltare på aktiemarknaden.³² Effekterna av de institutionella investerarnas ökande ägande blir enligt Porter att företagen blir allt mer kortsiktiga i sitt tänkande och agerande.³³ Detta beror på att institutionella investerare såsom pensionsfonder och fondförvaltare är exit-benäigna och fokuserar på snabb och hög avkastning. Det ökade institutionella ägandet ger företagen ökade incitament att förändra kapitalstrukturen för att förbättra avkastningen till aktieägarna och på så sätt förbättra möjligheten att attrahera nytt kapital.

3.6 Optimal kapitalstruktur

Målet vid val av kapitalstruktur är att söka den blandning av eget och främmande kapital där totalkostnaden för kapital är lägst.³⁴

Modigliani och Miller etablerade 1958 en teori om kapitalstruktur som snabbt spred sig inom den ekonomiska världen. De publicerade sin forskningsrapport som behandlar huruvida kapitalstrukturen i ett företag påverkar företagets värde eller inte. Forskarna utgår ifrån att det inte förekommer företagsskatt och att kapitalmarknaden fungerar optimalt. De huvudsakliga parametrar som de undersöker är riskkapital och lån. Med hänsyn till ovanstående förutsättningar påvisar Modigliani och Miller att skuldsättningsgraden inte påverkar värderingen. De anser istället att de är de långsiktiga investeringsbesluten som är den avgörande faktorn för ett företags värdering. Bakgrunden till forskarnas resonemang om kapitalstrukturens irrelevans är att de anser att ett företag kan flytta sig upp och ner på en "finansieringsskala" som sträcker sig från ett företag som är finansierat helt utan lån, till där företaget nästan är helt finansierat med lån. Slutsatsen av Modigliani och Millers resonemang är att oberoende av hur företaget är finansierat så gör de lika stora kapitalinvesteringar överallt på skalan. Detta medför i sin tur att ett företags värde är lika högt oavsett var på skalan det befinner sig.³⁵

Modigliani och Millers teori om kapitalstrukturens irrelevans är idag allmänt känd och vedertagen under förutsättningarna att företaget finns i en skattefri värld med perfekt kapitalmarknad. I praktiken fungerar det dock inte så eftersom vi lever i en företagsvärd med skatter och imperfekt kapitalmarknad. I och med detta så förbättrade Modigliani och Millers sin modell genom att införa skatter. Detta bidrog till nya slutsatser från forskarna som innebar att finansiering via lån medförde ett ökat värde på grund av skattekonsekvenser.³⁶

³² Glete, J, 1987. *Ägande och industriell omvandling*.

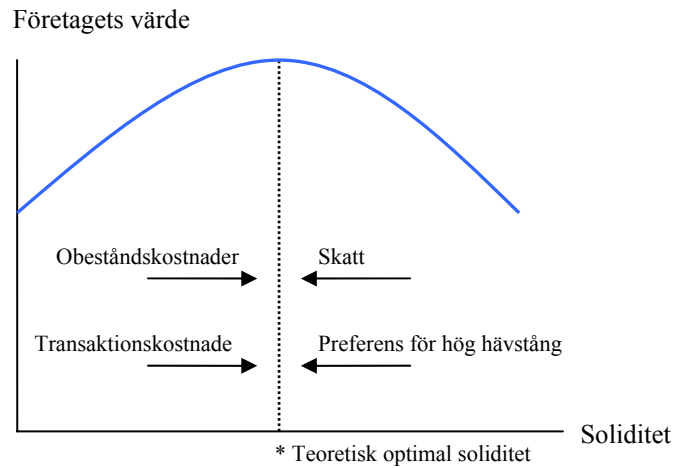
³³ Porter, M.E, (1992). *Capital disadvantage: Americas falling capital investment system*

³⁴ Hallgren, Ö, 1996. *Finansiell strategi och styrning*.

³⁵ Modigliani & Miller, 1958. *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*.

³⁶ Ibid

Genom att utgå från tidigare angivna faktorer som påverkar kapitalstrukturen kan man söka en lämplig soliditet. För bolag med alltför låg soliditet är förekomsten av obeståndskostnader och transaktionskostnader skäl till att öka soliditeten. Om soliditeten är alltför hög motiverar skattekostnader och låg hävstång en ökad belåning. Den ”mest lämpliga” sammansättningen av främmande och eget kapital benämns teoretiskt optimal kapitalstruktur.³⁷



³⁷ Leimdörfer Bernhardtson Westerberg & Partners, 1997. *Gynnas aktieägare av hög soliditet?*

4. FASTIGHETSBRANSCHEN

I kapitlet beskrivs vad som karakteriserar fastighetsbranschen och hur utvecklingen har sett ut över tid. Kapitlet är intressant då det är av största vikt att förstå branschens specifika särart vid en bedömning av kapitalstrukturen och hur den påverkar den finansiella risknivån i fastighetsbolag. I ett första skede behandlas den verksamhet som fastighetsbolagen har för att därefter gå in på utvecklingen från 1990- talets fastighetskris.

4.1 Fastighetsbolagens verksamhet

På Stockholmsbörsen finns det för närvarande totalt 13 fastighetsbolag vars huvudsakliga verksamhet är fastighetsförvaltning.³⁸ Därutöver tillkommer ett antal bolag som inte är att betrakta som renodlade fastighetsföretag, då de har byggverksamhet och annan sidoverksamhet.

Fastighetsförvaltning är en tjänsteproduktion med det primära syftet att erbjuda ändamålsenliga utrymmen mot ersättning till hyresgästerna. Verksamheten omfattar i sin enklaste form enbart en uthyrning av dessa utrymmen men kan också innehålla olika slag av tilläggstjänster som städning, receptionsservice, tillhandahållande av maskinutrustning etc. Oavsett omfattning av tilläggstjänster utgör byggnaden den centrala kapitalinvesteringen i verksamheten. I det enklaste fallet visar sig lönsamheten i ett överskott som består av skillnaden mellan hyresintäkter och förvaltningskostnader. Detta överskott kan ses som en förräntning av fastighetsinvesteringen.³⁹

Ett fastighetsbolags verksamhet kan delas upp i två delmarknader, nämligen marknaden för kommersiella fastigheter och marknaden för bostäder. Gemensamt för dessa marknader är att de ingår i vad man brukar definiera som hyresmarknaden. Den påverkas i hög grad av den politik som förs av regering och kommun, speciellt gäller detta bostadsmarknaden.⁴⁰

4.1.1. Bostadsmarknaden

Bostadsmarknaden i Sverige är sedan lång tid tillbaka reglerad, främst vad beträffar hyressättningen genom det s.k. Bruksvärdessystemet som bygger på att hyresökningen sätts med ledning av kostnadsökningen i de allmännyttiga bostadsbolagen. Under senare år har bruksvärdeshyran i viss mån börjat differentieras mellan lägenheter med olika standard, läge, boendemiljö, service etc.⁴¹

Den höga graden av politisk inblandning gör således att bostadsmarknaden avviker från vad man brukar uttrycka som den ideala marknadssituationen. Utbud och efterfrågan avgör således inte marknadspriset utan regleras indirekt av de allmännyttiga bostadsbolagen. Kontentan är att fastighetsbolagen inte kan maximera avkastningen från bostadsfastigheten men det innebär också att bolag med stort bostadsinnehav inte är lika känsliga för förändringar i samhällsekonomin.

³⁸ Leimdorfer, www.leimdorfer.se/outline/outline.asp?left_hidden=0

³⁹ Bejrums et al, 1996.

⁴⁰ Tornet årsredovisning, 2002.

⁴¹ Ibid.

4.1.2. Marknaden för kommersiella fastigheter

När det gäller de kommersiella fastigheterna är prissättningen inte politiskt styrd på samma sätt, utan det råder en friare prissättning än vad som är fallet för bostadsmarknaden. Prisbildningen speglar bättre utbud och efterfrågan. Marknaden kan delas upp i flera delmarknader, såsom industrilokaler, butiker och kontor. Kunden har större möjlighet att individuellt utforma avtal och lösningar. T.ex. har butiker ofta sina hyror kopplade till omsättningen, d.v.s. att de betalar mer i hyra om de har större intäkter. Att kundernas behov ändras snabbare genom den friare regleringen gör att det ställs hårdare krav på fastighetsägarna att anpassa sig efter kundens olika önskemål.⁴²

4.2 Utvecklingen i fastighetsbranschen

Perioden i slutet av 1980-talet präglades av en låg realränta, hög inflationstakt och ett skattesystem med höga marginalskatter vilket uppmuntrade till ett spekulationsdrivande. Fastighetsbranschen blev en mycket het bransch och den översvämmades av ett stort antal nya aktörer. När ovanstående faktorer är ett faktum leder det ofta till en spekulationsbubbla.⁴³

Krisen inleddes under 1989 då man på börsen noterade ett prisfall på fastighetsbolagen. I början förnekades situationen och varningssignalerna togs inte på något större allvar. Aktörerna på fastighetsmarknaden spekulerade i att nedgången skulle vara snabbt övergående. Så blev dock inte fallet och under hösten 1990 kom den första påtagliga effekten som visade att allt inte var som det skulle på fastighetsmarknaden. Detta i form av ett köpmotstånd som ledde till att mycket få affärer fick ett avslut. Det uppstod även ökade vakanser och hyresmarknaden drabbades av sänkta hyresnivåer. Fastighetsmarknaden drabbades av prisfall under 1990 på mellan 10-25 %. Prisfallet fortsatte under 1991 med 25-40 %.⁴⁴

Fastighetskrisen var nu ett faktum. Krisen drabbade dock inte bara fastighetsbranschen. På grund av de mycket höga belåningsgraderna drabbades även banksektorn svårt. Fastighetsbolagen gick i konkurs och bankerna fick därför inte tillbaka sitt utlånade kapital. Detta ledde i sin tur till att staten fick gripa in för att rädda den krisdrabbade banksektorn. Bankerna gjorde en förlust på 120 miljarder kronor och statens kostnader uppgick till 65 miljarder kronor enligt Bankstödsnämnden.⁴⁵

De följande åren bestod av en återhämtningsperiod för fastighetsbranschen. Och det var inte förrän 1996 som branschen uppvisade en viss stabilitet. Denna trend var tydlig och förstärktes av ett ökat utländskt intresse för den svenska fastighetsmarknaden. De utländska aktörerna har ökat från 14 % under år 2000 till 45 % under 2002.⁴⁶ Under 2003 har 19 av de 30 största fastighetsaffärerna haft utländska köpare.⁴⁷ Det är faktorer såsom fastighetslikviditet och transparens som gör att svenska fastigheter är intressant. Det är på den svenska marknaden således möjligt att med liten ansträngning få en affär genomförd oavsett om det gäller att köpa eller sälja en fastighet. I kombination med att det finns tillförlitlig information om fastigheten gör det Sverige till ett bra land att investera i.

⁴² Tornet årsredovisning, 2002

⁴³ Nordlund, B, & Persson, E, 2003. *Redovisning av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40*.

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ Ibid.

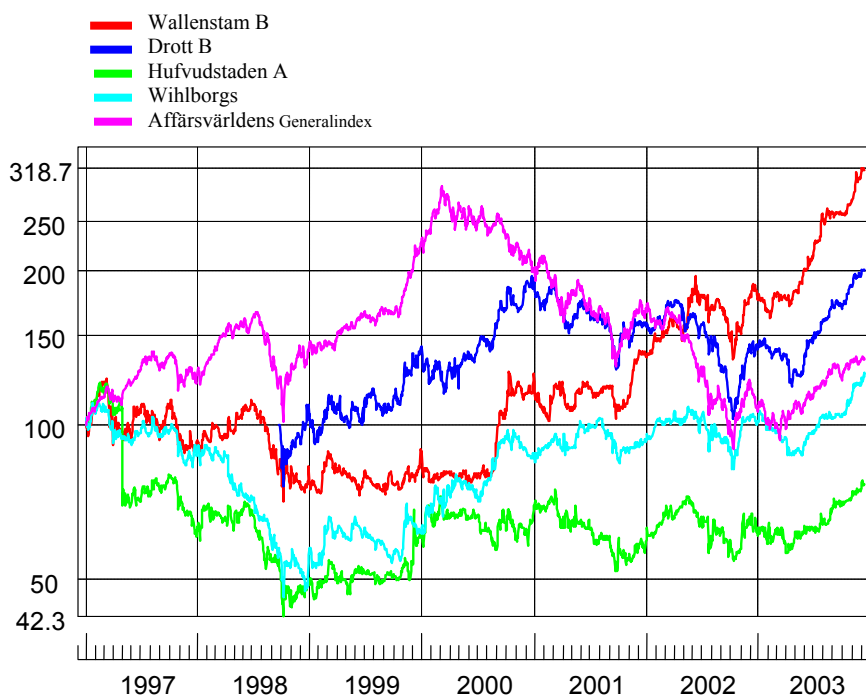
⁴⁶ Newsec, 2003. *Nordic Report Fall 2003*.

⁴⁷ Blecher, S, 2003. *Fastigheter – På väg mot en ny bubbla?*

En annan anledning till det stora intresset från utländska investerare är enligt artikelförfattaren Per Lindvall, att det finns ett intresse att allokeras kapital till tillgångar som har en viss stabilitet när börsen är högst oförutsägbar. Investerarna består till huvudsak av tyskar och amerikaner vilka även har använt sig av respektive lands bankväsende vad gäller upplåning i de nya svenska investeringarna.⁴⁸

Nordlund och Persson lägger inte lika stor vikt vid de utländska investerarna när det gäller fastighetsbranschen. De menar att det finns en viss risk för en finansiell baksmälla efter den stora börsuppgången som nådde sin kulmen kring millenniumskiftet. Därefter tappade börsen i värde med närmare 70 % från toppnoteringen år 2000. Vad som är intressant är att fastighetsbolagen inte följde samma marknadsmönster som övriga börsföretag utan låg relativt stabilt under det stora börsfallet men visade en viss nedgång under 2001. Vakansnivåerna har ökat och hyresnivåerna vid nyuthyrning har gått ner, vilket inneburit sjunkande fastighetspriser. De anser dock att det inte går att dra allt för långtgående slutsatser från jämförelser med utvecklingen i början av 1990- talet, men att utvecklingen förtjänar största uppmärksamhet.⁴⁹

I figuren nedan beskrivs aktieutvecklingen för de fastighetsbolag som senare studeras närmare. Det som är utmärkande är att aktieutvecklingen fram till år 2000 var mycket sämre för fastighetsbolagen jämfört med generalindex. När IT-bubblan briserade så steg dock aktiekursen för bolagen i och med att investerare då sökte efter säkrare investeringar. Vilket följande diagram från SIX AB visar.⁵⁰



⁴⁸ Lindvall, P, 2002. *Utländska köp nyttiga, fastighetsbranschen har blivit friskare.*

⁴⁹ Nordlund, B, & Persson, E, 2003. *Redovisning av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40.*

⁵⁰ SIX AB 2003

5. EMPIRI

Kapitlet återger de intervjuer som genomförts med representanter från respektive företag. De frågor som användes vid intervjutillfällena framgår av bilaga 1. Respondenten har tagit del av den information som inhämtats från aktuell årsredovisning för att minimera risken för feltolkning. För att kunna förstå kapitalstrukturen i fastighetsbranschen sker en genomgång av balansräkning och resultaträkning för respektive företag som studien omfattar. Syftet är att ge en schematisk bild av företagets kapitalstruktur som tillsammans med teoriavsnittet skall ligga till grund för den efterföljande analysen.

5.1 Drott

Intervju med Johan Nordenson som arbetar med Investor Relation och Strategisk planering hos Drott. Om inget annat anges så är övrig bakgrundsinformation hämtad från Drotts årsredovisning för verksamhetsåret 2002.

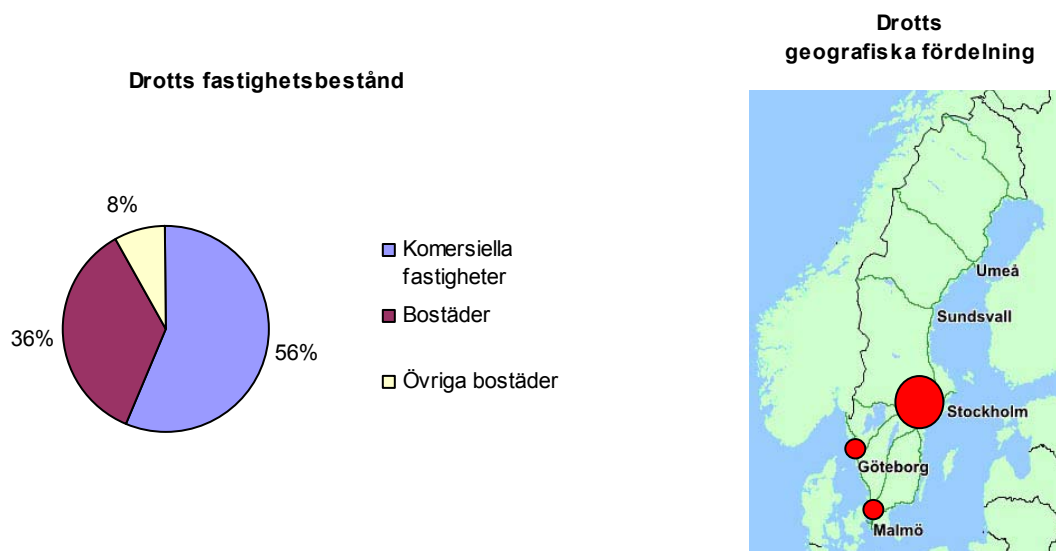
5.1.1 Verksamhetsinriktning och ägarstruktur

Drott är det största noterade fastighetsbolaget i Sverige med avseende på balansomslutning och noterades 1998 på Stockholmsbörsen. Bolaget är under omstrukturering och styrelsen kommer i mars att lägga fram ett förslag som innebär att bolaget delas upp i två företag som båda skall vara noterade på Stockholmsbörsen. Planen är att bilda ett renodlat bostadsaktiebolag och ett bolag som enbart arbetar med kommersiella fastigheter i Stockholm. Denna omstrukturering kommer att innebära att kapitalstrukturen förändras. Bostadsfastigheter innebär mindre risk och det bolaget kommer således att ha en lägre soliditet än bolaget med enbart kommersiella fastigheter. Som en förberedelse inför denna kommande förändring har Drott sålt av kommersiella fastigheter i Göteborg och andra fastigheter som inte passar in i de nya bolagens verksamheter. Frågorna till Johan Nordenson är ställda utifrån hur Drott har arbetat från börsnoteringen 1998 och fram tills idag.

Företagets fastighetsbestånd är koncentrerat till storstäderna med en klar övervikt på Stockholm med närmare 80 % av det totala beståndet vilket överensstämmer med affärsidén;

”att i tillväxtområden förvärva, utveckla och förvalta kommersiella fastigheter och bostäder samt vid lämpliga tillfällen realisera upparbetade värden i färdigutvecklade fastigheter.”

Fastigheterna har förutom sin geografiska spridning en verksamhetsuppdelning, där den största delen består av kommersiella fastigheter.



Ägarsidan är relativt jämnt fördelad, där ingen ensam ägare står för mer än 7 % av den totala aktiestocken. Påpekas bör dock att Wihlborgs äger 5 % liksom att Drott har 2,9 % av aktierna inestående efter att ha förvärvat egna aktier. Investment AB Öresund är stor ägare i Drott liksom i Wihlborgs. Fem av de tio största aktieägarna är institutionella förvaltare. Johan Nordenson syn på ägarnas preferenser vad gäller kapitalstruktur utgår ifrån ett antagande om att ägarna vill maximera sin avkastning utan att ta allt för stora risker. Nordenson uttrycker det som att styrelsen har en policy för kapitalstrukturen och ägarna har rätt att utse en annan styrelse om de inte deras mål för kapitalstrukturen överensstämmer med ägarnas.

5.1.2 Drotts syn på kapitalstrukturen

Vad gäller kapitalstrukturen så går det att utläsa i årsredovisningen för 2002 att det finns ett uttalat mål att försöka nå en effektiv kapitalstruktur. Den skall löpande anpassas till aktuellt fastighetsbestånd och förväntad konjunkturutveckling. De skriver vidare i sin årsredovisning att bolag med stabila kassaflöden kan ha en lägre soliditet och därmed nå en högre räntabilitet på det egna kapitalet. Johan Nordenson förklarar mer ingående vad som menas med att arbeta aktivt med kapitalstrukturen. Målet för Drott är att ha en justerad soliditet på mellan 30 – 40 %. Återköp av egna aktier har varit ett verktyg som använts för att nå önskad kapitalstruktur.

Johan Nordenson uttrycker det som att soliditeten kan tillåtas sjunka men att målet samtidigt måste vara att kunna ha tillräckligt med "fire power", det vill säga tillräckligt med kapital för att kunna genomföra önskade fastighetsaffärer.

Bolaget består av två verksamhetsområden varav det ena består av bostäder vilket på grund av att det anses ha lägre risk också har en lägre soliditet. Den andra delen består av kontor och kommersiella fastigheter. Dessa bedöms vara mer riskfyllda och har därför en högre soliditet.

Preferens för finansiell hävstång anses vara ett motiv till lägre soliditet. Eftersom Drott har haft underskottsbidrag på ungefär 3 miljarder kronor har skatteskölden hittills inte varit ett motiv till att ha en låg soliditet. Fastighetsbranschen är konjunkturkänslig och då framför allt de kommersiella fastigheterna. Om fastighetsvärdena faller skulle en alltför stor hävstång påverka det egna kapitalet kraftigt negativt. Därför undviker Drott för hög upplåning och

försöker uppnå en hävstång med begränsad risk. En förändrad kapitalstruktur får inte riskera högre räntor. Upplåningen får med andra ord inte bli så hög att räntorna på lånen blir högre.

Drott har väldigt stora lån i nominella termer. Detta gör att bolaget är känsligt för ränteförändringar. Marknadsräntan påverkar dock bolaget marginellt. Bolaget har en tro på låga räntor och har en kort räntebindningstid. Målet är att binda räntor på 24 månader för att minimera riskerna men tiden kan ändras beroende på marknadsläget. Drott har lånelöfte på omkring 25 miljarder kronor med kort ränta, vilken sedan ändras genom derivat och ränteswappar till önskad bindningstid. Nordenson anser att Drott har goda relationer med kreditinstitut och att det ständigt förs en dialog med dessa institut för att underhålla relationerna. Han menar vidare att bolaget har en relativt låg upplåningskostnad på grund av den valda soliditeten.

Nordenson ser inte några direkta likheter med fastighetskrisen i början av 1990-talet. Även om fastighetspriserna har stigit kraftigt är räntorna idag lägre och bolagen är bättre konsoliderade. Även om hyresmarknaden för kommersiella fastigheter är svag så är fastighetsbolagen starka. Det finns alltid en risk för fallande priser och högre räntor. Skulle detta inträffa är de fastighetsbolag som har en högre soliditet mindre känsliga. Bolag med högre belåning utsätter sig för högre risk.

5.2 Hufvudstaden

Intervju med Magnus Jacobson som arbetar som Ekonomi- och Finanschef hos Hufvudstaden. Om inget annat anges så är övrig bakgrundsinformation hämtad från Hufvudstadens årsredovisning för verksamhetsåret 2002.

5.2.1 Verksamhetsinriktning och ägarstruktur

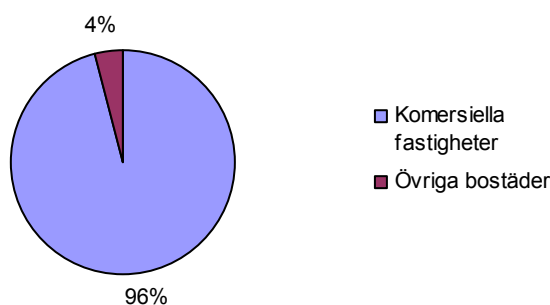
Hufvudstaden är noterat på Stockholmsbörsen sedan 1938 och är det tredje största av de undersökta fastighetsbolagen med avseende på balansomsättning. Verksamheten är koncentrerad till de centrala delarna i Stockholm och Göteborg vilket ligger i linje med bolagets affärsidé;

”Hufvudstaden skall i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser.”

En uppdelning av fastighetsbeståndet och den geografiska fördelningen visar på följande;⁵¹

⁵¹ Leimdorfer, www.leimdorfer.se/outline/outline.asp?left_hidden=0

Hufvudstadens fastighetsbestånd



Hufvudstadens geografiska fördelning



Den enskilt största ägaren är L E Lundberg Holding AB som med 44,2 % av aktiekapitalet och 87,6 % av rösterna kontrollerar bolaget. Samtliga tio största ägarna är institutionella förvaltare och andelen institutionellt ägande uppgår totalt till 98,1 % av rösterna. Ekonomi och finanschef Magnus Jacobson uttrycker det som att styrelsen väljer policy för kapitalstruktur och då styrelsen tillsätts av ägarna är det deras preferenser som styr. Givetvis är det andra faktorer som också styr valet av kapitalstruktur men ägarnas preferenser är av yttersta vikt.

5.2.2 Hufvudstadens syn på kapitalstrukturen

Hufvudstaden har idag en synlig soliditet om cirka 45% och en justerad soliditet på omkring 60%. Målet är enligt Jacobson att Hufvudstaden skall ha en synlig soliditet som uppgår till minst 40%. Faktorer som skatt, obeståndskostnader, transaktionskostnader och preferens för hög finansiell hävstång påverkar samtliga valet av kapitalstruktur. Viktigast är dock att uppnå en finansiell stabilitet och förmåga att kunna genomföra attraktiva fastighetsaffärer. Det skall således finnas ett kapitalutrymme som möjliggör investeringar utan en omedelbar upplåning. Konsekvensen av den höga soliditeten är att räntan från kreditgivare kan hållas nere, vilket är något som eftersträvas enligt Jacobson. Dessutom arbetar Hufvudstaden aktivt med att binda räntan till en nivå som matchar kontraktstiden.

Hufvudstadens syn på kapitalstruktur har inte ändrats nämnvärt under de senaste 3-4 åren och egentligen inte tidigare heller. Målet om att ha god finansiell stabilitet har alltid varit viktigt för Hufvudstaden ända sedan bolaget blev sprunget ur fastighetskrisen efter Krüger-kraschen i början på 1930-talet. Jacobson ser inga likheter med dagens höga marknadspriser på fastigheter och påpekar att det inte finns något större risk för en ny fastighetskris. De svenska börsnoterade fastighetsbolagen har över lag en god soliditet och goda förmögenheter. Många utländska aktörer tillsammans med några enstaka privatpersoner köper dock till höga nivåer, men det leder inte per automatik till en svensk finanskris om priserna skulle sjunka. Konsolideringsnivån är således avgörande och enligt respondenten god för fastighetsbolagen.

5.3 Wallenstam

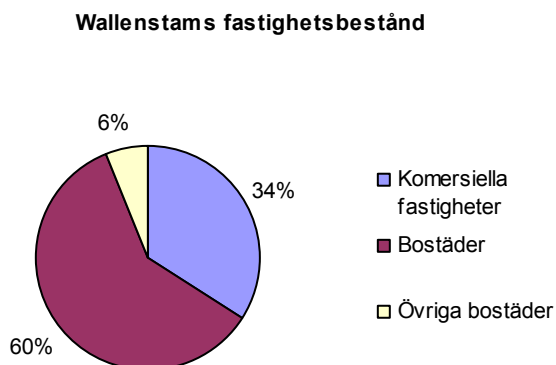
Intervju med Ann-Catarine Cederkvist som arbetar som finansdirektör i Wallenstam. Om inget annat anges så är övrig bakgrundsinformation hämtad från Wallenstams årsredovisning för verksamhetsåret 2002.

5.3.1 Verksamhetsinriktning och ägarstruktur

Wallenstam noterades på Stockholmsbörsen 1984 och är ett av de mindre noterade fastighetsbolagen med avseende på balansomsättning.

Bolagets affärsidé utgår ifrån att med ett mycket gott fastighetsbestånd fortsätta att förvärva, förvalta, förädla och försälja fastigheter. Detta för att kunna förse en föränderlig marknad med ändamålsenliga bostäder och lokaler i utvalda storstadsregioner.

Inneheten fokuseras på bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter. Fastighetsbeståndet är koncentrerat till de tre storstadsregionerna Stockholm, Göteborg och Helsingborg där Göteborg står för den största delen av beståndet med 63 %.⁵²



Wallenstams geografiska fördelning



Den enskilt största ägaren i Wallenstam är Hans Wallenstam med bolag som innehar 13 % av aktiekapitalet och 47 % av rösterna. Ann-Catarine Cederkvist anser att eftersom Hans Wallenstam med familj kontrollerar företaget ligger också kapitalstrukturen i fas med ägarnas preferenser. Övriga ägare består till största delen av institutionella förvaltare, vilka äger 40% av de utestående aktierna.

5.3.2 Wallenstams syn på kapitalstrukturen

Efter intervju med Cederkvist framkommer det att Wallenstam inte arbetar aktivt med sin kapitalstruktur, men hon menar samtidigt att ett motiv till lägre soliditet är att det ger en högre finansiell hävstång. Även om de inte arbetar aktivt med kapitalstrukturen så är soliditetsmålet av vikt där den synliga soliditeten inte bör understiga 10 %. Synlig soliditet var i senaste delårsrapporten 14,2 % och den justerade soliditeten var 31,9 %. Den justerade soliditeten anses vara den viktigaste och beräknas efter egna värderingar av fastigheterna. Wallenstam

⁵² Leimdorfer, www.leimdorfer.se/outline/outline.asp?left_hidden=0

ser inte låg soliditet som ett hinder utan anser att det finns bättre placeringar för pengarna än att ha en hög soliditet. Samtidigt anser Cederkvist att Wallenstam har tillräckligt med fritt kapital för att genomföra planerade fastighetsaffärer.

I årsredovisningen för år 2002 görs en känslighetsanalys vilket visar på att en ränteförändring på +/- 1 % ger resultatpåverkan på ungefär 20 miljoner. Cederkvist uppger att den höga belåningen ger utslag på kostnadssidan vad gäller räntekostnad men att de goda kontakterna med bankerna tillsammans med finansiella instrument mildrar effekterna av eventuella räntesvängningar.

Som redan framkommit lägger inte Wallenstam så stor vikt vid soliditeten som mått, utan det viktiga är att den inte understiger ett minimum. Respondenten menar att bankerna inte är särskilt intresserade av den synliga soliditet, utan möjligtvis den justerade soliditeten om det överhuvudtaget är intressant. Nya regler på redovisningsområdet med beaktande av IASB:s regelverk innebär vidare att företag skall ta upp tillgångar till verkligt värde vilket innebär att den justerade soliditet ligger närmare det som efterfrågas som nyckeltal.

Vid bedömning av branschen i stort ser Cederkvist ingen likhet med finanskrisen i början av 1990- talet vad gäller höga fastighetsvärden utan förutsättningarna är idag annorlunda med låg ränta och låg inflation. Stockholm kan sägas ha genomgått en mindre fastighetskris de senaste åren med ökade vakanser. Dessutom har marknaden för utförsäljning av hyresrätter till bostadsrättsföreningar i viss mån stagnerat i Stockholm. I Göteborg har prisutvecklingen dock varit stabil och bristen på bostäder tyder på att priserna för bostadsfastigheter inte kommer att sjunka inom en snar framtid. En återhämtning av konjunkturen ger dessutom ytterligare stöd för en högre värdering. Cederkvist menar dock att den höga värderingen kan komma att leda till att omsättningen på fastigheter minskar, eftersom direktavkastningen blir lägre till följd av högre priser.

5.4 Wihlborgs

Intervju med Olle Knaust som arbetar som Vice VD, Ekonomi- och Finanschef i Wihlborgs. Om inget annat anges så är övrig bakgrundsinformation hämtad från Wihlborgs årsredovisning för verksamhetsåret 2002.

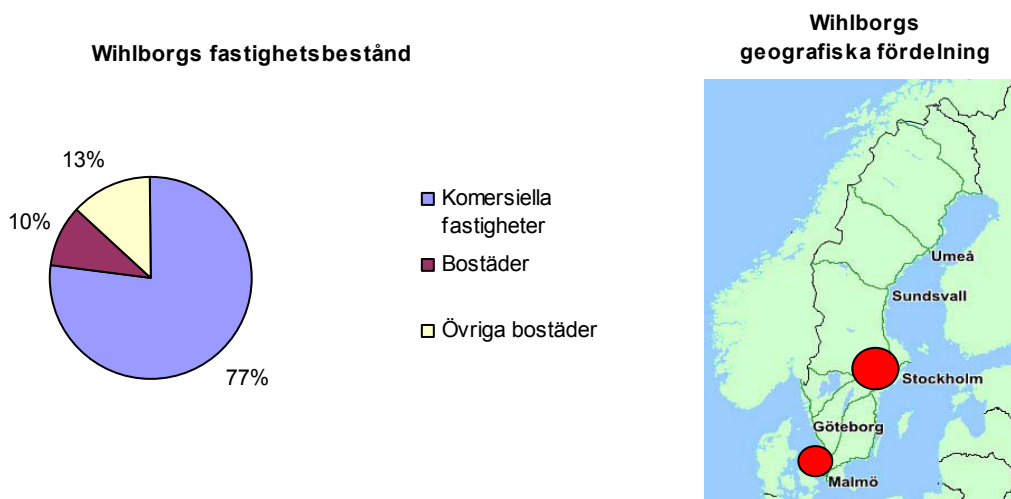
5.4.1 Verksamhetsinriktning och ägarstruktur

Wihlborgs noterades vid Stockholmsbörsen 1990 och är det näst största av de undersökta fastighetsbolagen med avseende på balansomslutning. Bolagets fastighetsbestånd är koncentrerat till Stockholms- och Öresundsregionerna med 63 respektive 35 % av det totala fastighetsvärdet.

Wihlborgs affärsidé är inriktad på att verka på ett begränsat antal fungerande delmarknader med hög tillväxt i Stockholms- och Öresundsregionerna. Vidare strävar bolaget efter att på ett effektivt sätt förvalta befintliga fastighetsbestånd och utveckla lönsamma fastighetsprojekt.

Verksamhetsuppdelningen och den geografiska fördelningen är uppdelad enligt följande;⁵³

⁵³ Leimdörfer, www.leimdorfer.se/outline/outline.asp?left_hidden=0



Den enskilt största ägaren i Wihlborgs är Investment AB Öresund med 11,7 % av aktiekapitalet. De tio största ägarna representerar 44 % av ägandet och sju av de tio största ägarna är institutionella förvaltare.

5.4.2 Wihlborgs syn på kapitalstrukturen

Vad beträffar kapitalstruktur så har Wihlborgs ett uppsatt mål om att ha en synlig soliditet som lägst skall vara 30 %. Synen på kapitalstruktur ändras dock beroende på tillgång av kapital samt vilket fastighetsbestånd bolaget har. Idag har bolaget en synlig soliditet som ligger strax under 30 % och bolagets målsättning är att öka soliditeten något för att på så sätt överensstämna med bolagets önskvärda finansiella risk. Vid bedömning av den finansiella ställningen och vid kontakter med banker är dock den justerade soliditeten viktigast.

Knaust menar att ingen av faktorerna skatt, obeståndskostnader, transaktionskostnader eller preferens för hög finansiell hävstång är direkt avgörande för valet av kapitalstruktur. Istället anser Knaust att kapitalstrukturen styrs av bolagets rörelserisk vilken i sin tur påverkas av fastighetsbeståndet. Bolagets totala risk består av rörelserisk och finansiell risk. Därför är det viktigt att hitta en bra balans mellan dessa. Eftersom Wihlborgs är börsnoterat ligger det i bolagets intresse att maximera avkastningen till ägarna och deras förväntan påverkar därför också kapitalstrukturen.

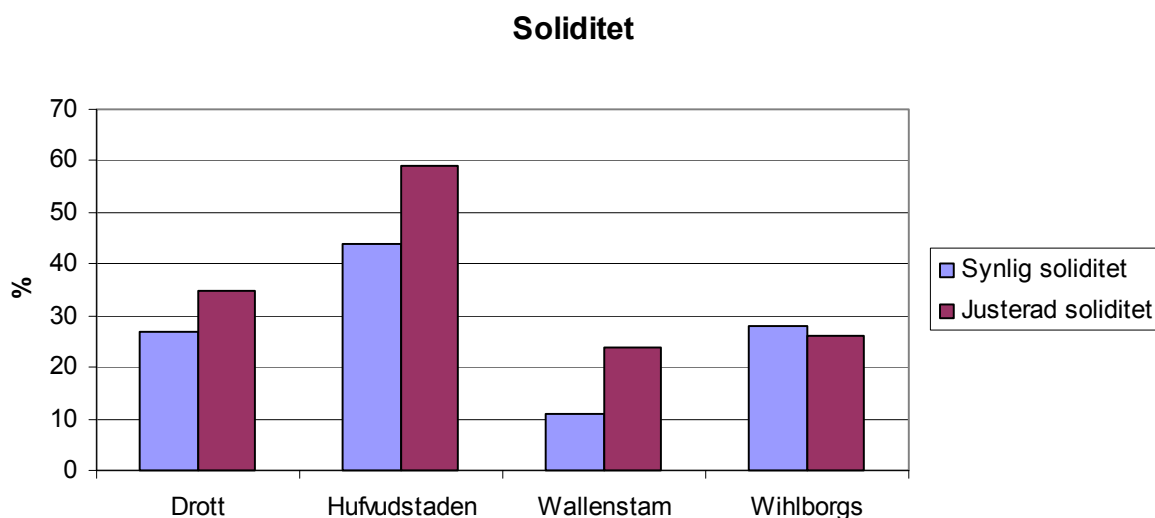
Tillgångarnas risknivå får direkt påverkan på bolagets finansieringsrisk och är därför av mycket stor betydelse. Eftersom bolaget har mycket lån är även ränterisken av stor betydelse och påverkar bolagets finansiella ställning. Ränteförändringar påverkar Wihlborgs i stor utsträckning. Eftersom kort ränta för närvarande är billigast har bolaget en hög exponering mot rörlig ränta vilken utgör mer än 50 % av bolagets upplåning.

Knaust ser inte några direkta tecken på en fastighetskris i likhet med den som branschen upplevde i början på 1990-talet. Idag finns dock vakansproblem framför allt i stockholmsområdet men risken för kraftiga prisfall upplever Knaust som begränsad. Avkastningen på fastigheter är idag hög och fastighetsbolagen har goda kassaflöden vilket gör att Rt-Rs är positiv. Under finanskrisen i början av 1990-talet fanns stora problem med bolagens kassaflöden som var beroende av stigande fastighetspriser. Idag leder visserligen vakansproblemen till att kassaflödena minskar men det har visat sig att i sådana tider sjunker

även räntan vilket gör att Rt-Rs fortfarande blir positiv. Idag är dessutom fastighetsbolagen starka och har överlag god soliditet. Några fastigheter framförallt i stockholmsområdet har sålts på höga nivåer till utländska fastighetsfonder, men i övrigt har inte fastighetspriserna rusat iväg. Det är viktigt att skilja på bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter då priserna på bostäder har stigit kraftigt. Priset på de kommersiella fastigheterna har i alla fall i öresunds- och stockholmsområdet inte skjutit i höjden.

5.5 Ekonomisk översikt av de fyra fastighetsbolagen⁵⁴

Följande avsnitt ger en översikt av balans- och resultaträkning hos de utvalda företagen, vilket beskriver fastighetsbranschen i stort. Beskrivningen av de olika delarna görs med utgångspunkt att grovt beskriva vilka poster som är av stor vikt och får stor påverkan på ett fastighetsbolags finansiella situation och resultat. Först bör dock läsaren få en förståelse för att de redovisade värdena som översikten grundar sig på inte nödvändigtvis är de verkliga värdena. I fallet med fastighetsbolag kan det skilja mycket mellan de bokförda och de marknadsmässiga värdena på fastigheter som således får stor inverkan vid framtagning av nyckeltal såsom soliditet. Soliditeten uttrycks ofta i två olika tal, dels synlig soliditet och dels justerad soliditet. Synlig soliditet är baserad på bolagets bokförda värden och utgör det egna kapitalets andel av det totala värdet. Justerad soliditet uttrycker det egna kapitalets andel av det totala värdet där eget kapital värderas till ett schablonmässigt bolagsvärde, vilket innebär ett beräknat fastighetsvärde samt ett bedömt över- eller undervärde av övriga tillgångar och lån.⁵⁵ I nedanstående diagram illustreras skillnaderna mellan synlig och justerad soliditet i de undersökta fastighetsbolagen.

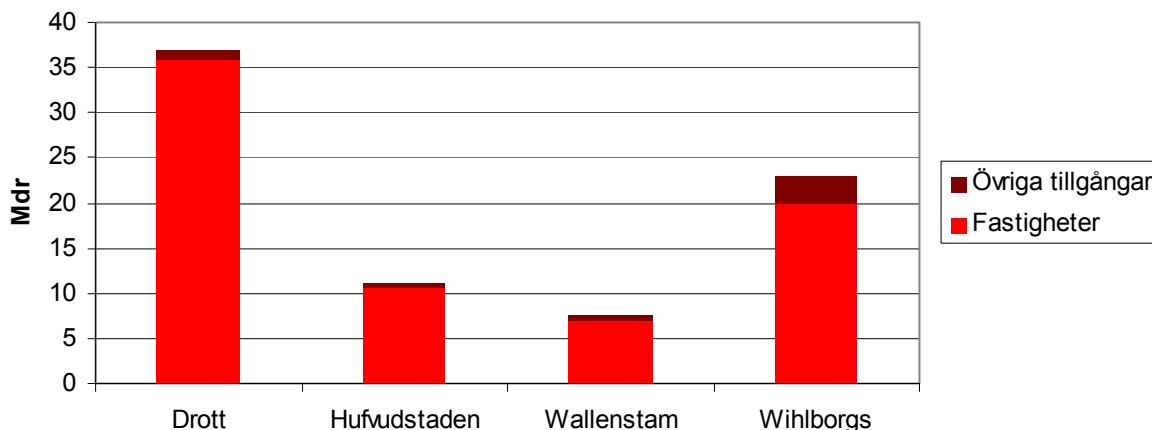


⁵⁴ Respektive företags årsredovisning, 2002

⁵⁵ Leimdörfer, www.leimdorfer.se/outline/outline.asp?left_hidden=0

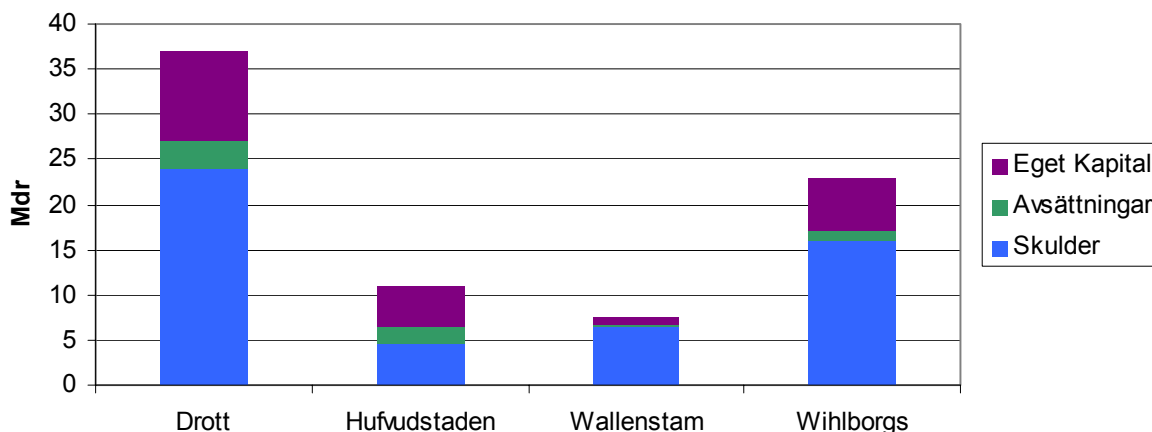
5.5.1 Balansräkning

Tillgångar 2002-12-31



På tillgångssidan är den enskilt största posten fastigheter. Denna post som relativt sett är ungefär lika stor i de olika bolagen kan som tidigare nämnts bestå av olika fastigheter med avseende på verksamhetsuppdelning och geografiskt spridning. Resterande tillgångar är olika stora hos bolagen, men är i relation till totala tillgångssidan mycket liten. Om tillgångssidan är att betrakta som den aktiva delen av balansräkningen där kapital använts till att förvärva fastigheter, kan man också se på den motsatta sidan vilken visar på fördelningen mellan externt och internt kapital.

Eget Kapital och Skulder 2002-12-31



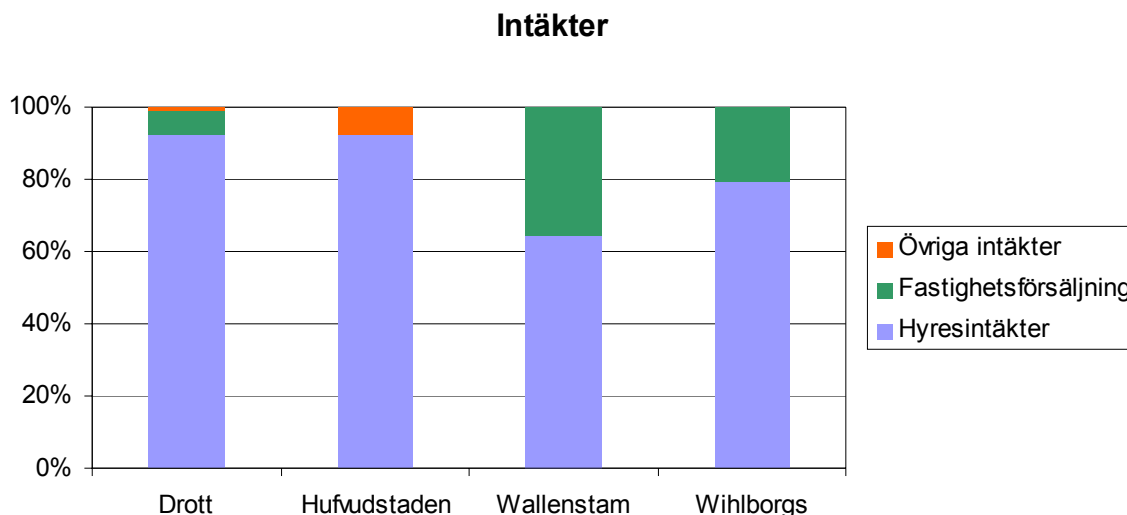
Eget kapital är internt tillförda medel såsom aktieägartillskott och balanserade vinstmedel. Skuldsidan består av externt tillförda medel, där traditionella banklån är det dominerande i bolagen. Posten avsättningar består av avsättningar såsom pensionsförpliktelser och uppskjutna skatteskulder. Sammantaget ger det en bild av hur företaget är finansierat vilket i teoriavsnittet av uppsatsen betecknats som företagens kapitalstruktur.

På tillgångssidan ser det likadant ut i de olika företagen, där endast balansomslutningen skiljer sig åt. Bolagets värde blir en direkt konsekvens av rådande fastighetspriser i kombination med framtida bolagsvinster. Fastighetspriset blir än mer viktigt om man beaktar det faktum att

företagen är väldigt kapitalintensiva där relationen intäkt/tillgång är cirka 1:10. I jämförelse med övriga företag på Stockholmsbörsen är det endast företag såsom rederier och i viss mån tung industri som kan tänkas uppnå liknande relation.

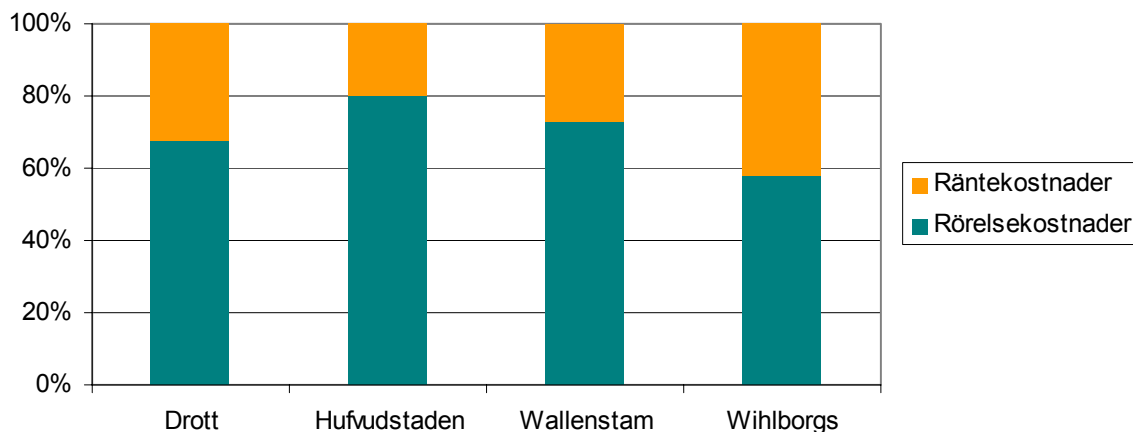
När det gäller skuldsidan uppvisar företagen en blandad mix av finansiering och redovisning av avsättningar. Hufvudstaden har som tidigare nämnts en hög soliditet i jämförelse med de övriga företagen medan Wallenstam uppvisar det motsatta förhållandet.

5.5.2 Resultaträkning



Fastighetsbolagens intäkter härrör sig nästan uteslutande till hyresintäkter, vilket innebär att ökade intäkter i princip bara kan uppnås genom ökade hyror. Tidigare i uppsatsen har fastighetsbranschen presenterats med de egenskaper som är specifika för branschen. Bruksvärdesystemet påverkar intäktssidan så till vida att fastighetsbolaget inte kan ta in marknadsmässiga hyror på bostäder. Således är det skillnad på om fastighetsbeståndet består av kommersiella lokaler eller bostäder. På intäktssidan är dessutom vakansgraden av betydelse då det av uppenbara skäl påverkar intäkterna, således är konjunkturutvecklingen och den geografiska spridningen av betydelse. Ett annat sätt att skapa intäkter på fastighetsmarknaden är att köpa, förädla och sälja fastigheter. För Wallenstam och Wihlborgs utgör fastighetsförsäljningen en betydande del av de totala intäkterna.

Kostnader



När det gäller fastighetsbolagens kostnader så utgörs den enskilt största posten av räntekostnader. Detta belyses i ovanstående diagram där räntekostnaderna är satta i relation till övriga kostnader. Det faktum att räntekostnaderna utgör en så pass stor del av företagens totala kostnader beror till stor del på den höga skuldsättningsgraden hos fastighetsbolagen. Hufvudstaden som har den högsta soliditeten uppvisar också lägst räntekostnader i förhållande till den totala kostnadsmassan. Wihlborgs har de högsta räntekostnaderna med 43 % av de totala kostnaderna, vilket kan sättas i relation till Hufvudstadens nivå kring 20 %. Det är av vikt att läsaren observerar det faktum att diagrammet inte redovisar för den faktiska kostnadsstrukturen utan endast kostnadsfördelningen inom varje enskilt bolag. Vad som kan utläsas av diagrammet är att oavsett vilket företag som studeras så är räntekostnader en stor del av den totala kostnaden. Den grova indelningen vad gäller rörelsekostnader består utav alla kostnader företagen presenterar som direkt hänförliga till den dagliga verksamhetsdriften.

6. ANALYS

Kapitlet knyter samman teori och empiri för att utröna hur kapitalstrukturen ser ut i fastighetsbolag med beaktande av riskexponering. Analysen ligger sedan till grund för studiens slutsatser.

6.1 Kapitalstrukturen i fastighetsbolag

Kapitalstruktur är ett mått som beskriver hur företaget har finansierat sin verksamhet. Denna finansiering kan ske antingen internt genom aktieägartillskott eller externt via lån från kreditinstitut. Förhållandet mellan eget kapital och totalt kapital benämns soliditet och är ett nyckeltal som beskriver företagets långsiktiga stabilitet och förmåga att motstå förluster. Soliditeten visar dock endast förhållandet på balansräkningens passiva sida men för att förstå kapitalstrukturen är det viktigt att även titta på den aktiva sidan av balansräkningen. Tillgångarna utgör ofta säkerhet för lån och kopplingen mellan tillgångar och skulder är mycket viktig inte minst i fastighetsbranschen där tillgångarna nästan enbart består av pantsatta fastigheter. Vid undersökning av soliditeten i bolag inom fastighetsbranschen ser man att soliditeten skiljer sig kraftigt åt mellan olika bolag och ligger mellan cirka 11-44 % synlig soliditet. Trots att bolagens balansräkning med avseende på tillgångar vid en första anblick ser väldigt lika ut finns uppenbarligen en skillnad i hur bolagen har finansierat sin verksamhet och således hur kapitalstrukturen ser ut i det specifika bolaget.

6.2 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen utifrån allmänna teorier

Teoretiskt sett kan man säga att det finns olika faktorer som påverkar valet av kapitalstruktur även om vissa ekonomer likt Modigliani och Miller har en grundsyn om att det inte spelar någon roll hur man finansierar ett bolag. En faktor är skatteskolden vilket de nämnda sedermera erkände som påverkande på kapitalstrukturen. Därutöver finns obeståndskostnader, transaktionskostnader samt finansiell hävstång, vilka samtliga kan påverka kapitalstrukturen. Av dessa faktorer har det i vår undersökning framkommit att ägarnas preferens för hög finansiell hävstång är den faktor som har störst betydelse även om alla faktorer påverkar kapitalstrukturen.

Aktieägarna tillsätter genom bolagsstämman en styrelse som beslutar om bolagets kapitalstruktur. Kapitalstrukturen kan därför sägas överensstämma med ägarnas preferenser. Flera bolag inom fastighetsbranschen kontrolleras av en enskild person vilket gör att denna person i princip själv kan bestämma lämplig kapitalstruktur i bolaget. Eftersom olika ägare kan ha olika motiv med sitt innehav påverkar ägarstrukturen kapitalstrukturen. Flera stora ägare har även stora innehav i andra branscher vilket gör att fastighetsinnehaven kan sägas ingå i en portfölj av innehav. Riskfördelningen i portföljen kan se olika ut och speglar ägarens riskvilja. I de fall ägaren är så stor att denne kan påverka kapitalstrukturen får riskviljan och portföljens utseende direkt påverkan på kapitalstrukturen. Lundbergs som är huvudägare i Hufvudstaden är också huvudägare i Cardo och Holmen och dessutom näst största ägare i NCC. Wihlborgs äger en stor post i Drott och har under året som gått ytterligare ökat sitt ägande och innehar nu drygt 15% av rösterna. Wihlborgs och Drott har dessutom samma huvudägare i Investmentbolaget Öresund vilket leds av finansmännen Sven Hagströmer och Mats Qviberg. Dessa ägarförhållanden påverkar i allra högsta grad hur bolagen finansieras och får därmed direkt påverkan på kapitalstrukturen.

Ett ökat institutionellt ägande på börsen som helhet och inte minst inom fastighetsbranschen har lett till en ökad kortsiktighet och större fokus på snabb avkastning. En hög finansiell hävstång kan dock få ödesdigra konsekvenser i sämre tider och därför gäller det att hitta en kapitalstruktur som passar bolaget med hänsyn till den risk som finns att bolaget kan gå med förlust.

Utifrån teorier kring optimal kapitalstruktur talar hävstångseffekter för en lägre soliditetsnivå liksom den svenska skattesituationen. Man brukar tala om skatteskolden som förenklat uttryckt bygger på att bolaget först beskattas för årets vinst och därefter beskattas aktieägaren för den vinst han gör på sina aktier. Dubbelbeskattningen talar således för en högre grad av externt kapital och därmed en lägre soliditet. Ingen av respondenterna har dock uttryckt denna faktor som avgörande vid uppbyggnaden av den finansiella strukturen i bolaget. Som uppsatsförfattare tar sig detta faktum som högst märkligt med tanke på att det utifrån teoretiska resonemang bör vara en viktig anledning till att man vill hålla nere den interna finansieringen. Det är dock viktigt att se till helheten och inte studera en enskild faktor eftersom det även finns förhållanden som talar för en hög soliditet. Som redogjorts för i teoriavsnittet medför en låg soliditet en högre grad av riskexponering med beaktande av obeståndskostnader och högre transaktionskostnader. Just transaktionskostnader har uppgetts som ett motiv till att ha en viss soliditetsbuffert. Hufvudstaden uttrycker det som att en buffert behövs för att kunna ta till vara på affärsmöjligheter eller som Johan Nordenson för Drott uttrycker det; bolaget måste ha tillräckligt med ”fire power”.

6.3 Branschspecifika faktorer som påverkar kapitalstrukturen

Förutom de faktorer som utgår från allmänna teorier kring soliditetsnivå finns det branschspecifika attribut som påverkar den finansiella strukturen. En hög andel kommersiella fastigheter motiverar högre soliditet. Eftersom kommersiella fastigheter är mer känsliga för konjunkturförändringar innebär dessa en högre risk vilket gör att en högre soliditet är önskvärd. Har bolaget däremot en hög andel bostadsfastigheter gäller det omvända. Bostadsfastigheter anses ha lägre risk eftersom dessa inte fluktuerar på samma sätt med konjunkturen. Bruksvärdessystemet gör att det inte finns marknadshyror utan hyressättningen är relativt stabil över tid. På många orter råder dessutom bostadsbrist vilket gör att osäkerheten med bostadsfastigheter är ganska liten. En stor andel bostadsfastigheter motiverar därför en lägre soliditet.

Fastigheternas lokalisering påverkar också soliditeten. Centralt belägna fastigheter i storstadsområden kan antas vara mindre riskfyllda och motiverar således också en lägre soliditet. Sammantaget kan därför sägas att även om fastigheterna som utgör tillgångarna på balansräkningen ser lika ut vid en första anblick kan de vara väldigt olika vid närmare granskning. Fastighetsbeståndet kan alltså bestå av olika verksamhetsuppdelning såsom kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter och dessutom ha olika geografisk spridning.

Om man ser till Hufvudstaden och Wallenstam som har störst skillnader vad gäller soliditet kan man också se att deras fastighetsbestånd ser helt olika ut. Wallenstam har en mycket låg soliditet i jämförelse med branschen i stort men har också en övervägande del bostadsfastigheter i de centrala delarna av Göteborg. På andra sidan har vi Hufvudstaden med sin renodling mot kommersiella fastigheter som enligt ovanstående resonemang rättfärdigar den högre soliditet som bolaget uppvisar. Detta som en konsekvens av den högre risken för

vakanser och sjunkande hyresnivå. Något som dock kan ifrågasättas är om den stora skillnaden i soliditet helt kan förklaras med fastighetsbestånden. Hufvudstaden har en synlig soliditet om 44% och Wallenstams synliga soliditet är 11%. Är det verkligen vettigt att ha en så pass hög soliditet som Hufvudstaden har? Magnus Jacobson menar att finansiell stabilitet alltid har varit viktig för bolaget. Innebär detta att finansiell stabilitet inte är viktig för de andra fastighetsbolagen? Var går gränsen för finansiell stabilitet och vem är det som bestämmer vad det är? Huvudägarna har som tidigare nämnts ofta stora innehav i andra företag och branscher. Dessa ägares motiv och avsikter kan mycket väl vara en del av orsaken till att soliditeten skiljer sig så pass mycket åt.

6.4 Värdering av balansposter

Inom fastighetsbranschen verkar den justerade soliditeten vara det nyckeltal som föredras framför den synliga soliditeten som i princip inte får någon uppmärksamhet alls. Anledningen till detta beror till stor del på att den justerade soliditeten på ett bättre sätt speglar den verkliga bilden av bolagets finansiella ställning. Skillnaderna på den synliga och den justerade soliditeten kommer av att vid beräkningen av den synliga soliditeten används de bokförda värdena på fastigheterna. Vid beräkning av den justerade soliditeten används istället ett beräknat aktuellt värde på fastigheterna vilket i de flesta fall ökar på det egna kapitalet. Om bolaget förvärvade fastigheterna för länge sedan så skiljer sig det bokförda värdet ifrån det verkliga värdet av fastigheterna. Fastighetspriserna har stigit under en längre tid vilket gör att ju längre tid det har gått sedan fastigheterna förvärvades desto större skillnad blir det mellan synlig och justerad soliditet. Tydligast märks detta i Wallenstam där den justerade soliditeten är mer än dubbelt så hög som den synliga soliditeten. I och med införandet av IASBs redovisningsregler 2005 kommer tillgångarna tas upp till verkligt värde vilket förmodligen innebär att endast ett soliditetsmått kommer att användas fortsättningsvis. Den justerade soliditeten visar på ett bättre sätt vad som efterfrågas och ligger i linje med de nya redovisningsreglerna.

6.5 Risker med avseende på kapitalstruktur

Vid en granskning av fastighetsbolagens balans- och resultaträkningar uppkommer ett antal iakttaganden vilka framstår som intressanta att fördjupa sig ytterligare i för att utröna eventuella risker med avseende på kapitalstruktur. På balansräkningens tillgångssida återfinns som tidigare nämnts nästan enbart fastigheter med olika egenskaper såsom verksamhetsuppdelning och geografisk spridning. Tillgångarna är väldigt stora i förhållande till bolagens intäkter och dess storlek beror till fullo på fastigheternas värde.

Fastighetsbolagens tillgångar ökar när nya fastigheter anskaffas och minskar när fastigheter säljs. I och med att fastighetspriserna på marknaden ökar bidrar nya köp till allt större tillgångar. Tillgångarna i balansräkningen återger dock fastigheternas bokförda värden och speglar som tidigare nämnts inte verkligheten fullt ut. Eftersom äldre fastigheter har bokförda värden som är lägre än de verkliga finns det dolda värden i balansräkningen. Aktuella värden påverkar kapitalstrukturen och återges i den justerade soliditeten som belystes ovan. Vad som är viktigt att uppmärksamma är att fastighetsbolagens tillgångar som nästan enbart består av fastigheter är känsliga för förändringar i marknadspriset. Skulle fastighetspriserna falla så minskar således också tillgångarnas värde.

Fastighetsbolagens verksamhet är till stor del finansierad via lån från kreditinstitut. Dessa lån är beviljade med fastigheterna som säkerhet. Om värdet på fastigheterna faller så minskar säkerheten för lånen. Om man leker med tanken att man gör en investering i en fastighet för 3 miljarder kronor där 2,4 miljarder utgörs av lån och sedan drabbas av ett prisfall på 30 procent, så skulle detta innebära att fastigheten bara är värd 2,1 miljarder och lånen är plötsligt större än tillgången. Ett sådant scenario är givetvis katastrofalt men även en mindre belåningsgrad eller ett mindre prisfall ger efterverkningar i form av högre räntekostnader då långgivaren vill ha kompensation för ökad osäkerhet. Skulle räntorna stiga till den grad att de överstiger den avkastning som genereras från fastighetsbolagen innebär detta plötsligt att fastighetsbolagen går med förlust. Om bolaget har en hög skuldsättningsgrad leder detta till att den finansiella hävstången snabbt äter upp bolagets egna kapital. Kan inte fastighetsbolagen uppfylla sina åtaganden leder det till konkurs och fastigheterna övergår till kreditinstituten. Detta var vad som inträffade under fastighetskrisen i början av 1990-talet då fastighetspriserna sjönk kraftigt och räntorna var höga.

Även om fastighetspriserna inte sjunker kan en högre marknadsränta få negativa konsekvenser för fastighetsbolagen. Räntekostnaderna är den enskilt största kostnadsposten och en högre ränta leder till ökade kostnader. Fastighetsbolagen uppger sig ha goda relationer till kreditinstituten och en högre marknadsränta får till en början endast marginella konsekvenser. Mycket tack vare att bolagen arbetar aktivt med olika finansiella instrument för att nå en önskvärd räntenivå över tid. En fortsatt höjning av räntan skulle dock innebära att bolagen får ökade räntekostnader på sikt, då finansiella instrument endast kan skjuta upp en oundviklig räntenivå.

De ökade räntekostnaderna skall betalas med intäkterna som bolagen får från sina fastigheter, vilket mer eller mindre uteslutande består av hyresintäkter. Begränsningen i bruksvärdessystemet har tagits upp som en positiv effekt på risknivån men kan även ses som en belastning, då det innebär en begränsning att höja hyrorna för att täcka högre räntekostnader. När det gäller kommersiella fastigheter är begränsningen inte lika påtaglig men även marknadskrafterna har enligt allmän ekonomisk teori ett tak för hur höga hyror som kan tas ut från hyresgästen. De kommersiella fastigheterna är dessutom beroende av konjunkturen och uppvisar stundtals höga vakanser och varierande hyrespriser.

Inom fastighetsbranschen kan man se att olika grupper har olika maktinflytande. Dessa grupper som består av aktieägare, finansiärer (banker), hyresgäster och till viss del även företagsledningen tenderar att ha olika mycket makt över tid. I dåliga tider kommer bankerna att ha större inflytande eftersom fastigheterna är belånade och slutligen hamnar hos bankerna om det skulle gå riktigt illa. Aktieägarna vill hela tiden ha så bra avkastning som möjligt på sina investerade pengar men tjänar mest i goda tider. Hyresgästen vill ha så låg hyra som möjligt och har större möjlighet att påverka hyran när efterfrågan är låg. Vilken av dessa grupper som har störst inflytande är dock svårt att avgöra och maktfördelningen varierar som sagt över tid.

Samtliga respondenter ser ljusst på framtiden, där inga direkta negativa tendenser kan skönjas. Man bör dock vara medveten om att de personer som medverkat för att ge en ökad förståelse kring ett fastighetsbolags kapitalstruktur inte är oberoende utan representerar bolag vilka är beroende av investerarens syn på marknaden. Uppsatsens syfte är att på ett teoretisk basis se till de risker som är förknippade med valet av kapitalstruktur och således genomförs ingen ingående granskning av aktuell marknadssituation. Teorier uppkommer dock utifrån att studera verkligheten och för att kunna exemplifiera risker kring kapitalstrukturen krävs det

därför en viss diskussion kring olika marknadsscenarion. Diskussionen bör således ske med utgångspunkt från verkligheten.

6.5.1 Risknivå med beaktande av marknadssituation

Ovanstående avsnitt visar att riskerna för fastighetsbolagen består av eventuellt fallande fastighetspriser, höjda räntor och därmed ökade räntekostnader samt minskade intäkter till följd av ökade vakanser. Hur ser då marknaden ut för fastighetsbolagen idag? Fastighetsbolagen själva anser att riskerna för en ny fastighetskris som vi hade i slutet på 1980-talet är små. Marknadsförhållandena ser idag annorlunda ut med låg ränta och låg inflation. Dessutom är fastighetsbolagen bättre konsoliderade idag med stabila finanser. Detta till trots kan man dock inte ignorera de risker som finns på marknaden. Fastighetspriserna stiger kraftigt och efterfrågan är större än någonsin och detta trots att vakanserna ökar och hyrorna faller. Fastighetspriserna kan i och med detta sägas visa tecken på luft. Frågan är vad det är som driver köpintresset på marknaden.

Till stor del består köparna på marknaden av utländska aktörer. Det gigantiska internationella pensionskapitalet flyter runt i världen och för närvarande har det fastnat på fastigheter och då i synnerhet svenska sådana. Bristen på alternativa placeringar gör också att såväl svenska som utländska intressen för fastighetsmarknadens avkastning ökar. Börsnedgången under 2000-2002 har gjort att stora delar av kapitalet flytt aktiemarknaden och fastigheter har blivit ett intressant alternativ.

En annan faktor som har stor betydelse för efterfrågan på fastigheter är den låga räntan som gör kalkylerna väldigt attraktiva. Numera behöver inte fastigheterna öka i värde för att de skall vara en bra affär. Det räcker att värdet och hyresintäkterna består så gör direktavkastningen att det blir en intressant affär. I takt med att lågkonjunkturen satt in har bankerna blivit alltmer villiga att låna ut pengar till säkra placeringar till vilka fastigheter räknas. När efterfrågan blir större ökar priserna och belåningen blir högre för att kunna vinna budgivningen om fastigheterna. Vakanserna på stockholmsmarknaden är idag höga och dessutom finns det gott om så kallade dolda vakanser där inte hyresgästen utnyttjar hela lokalytan. Många hyreskontrakt är bundna under långa perioder och skrevs när hyrespriserna var högre än de är idag. När dessa kontrakt skall skrivas om kommer detta att ske till lägre hyrespriser och kommer att leda till prisfall på fastigheterna, vilket gör att en hög belåning ter sig riskfylld. En annan risk är en ökad ränta som skulle leda till att många ägare får svårt att betala räntekostnaderna. En ränteuppgång får dessutom en dubbelt negativ effekt eftersom det leder till ett snabbt prisfall på marknaden.

Att investera på en marknad har den fördelen att det finns en möjlighet att utan större svårigheter lämna investeringen, förutsatt att den aktuella marknaden fungerar. Ju större marknaden är desto lättare är det att agera på den. Fastigheter innebär stora investeringar och en fastighet kan vara svår att avyttra. Att ha en miljon kronor i handen eller en miljon kronor investerat i en fastighet innebär en väsentlig skillnad när du vill göra investera i något annat. Möjligheten att sälja fastigheten beror på efterfrågan och marknadens likviditet. Istället för att äga fastigheten kan du välja att investera en miljon kronor i aktier i ett fastighetsbolag. Möjligheten att lämna investeringen och omsätta aktierna till pengar är betydligt större än om du äger fastigheten direkt. Värdet av denna möjlighet påverkar investerarens beslut. På liknande sätt påverkas kapitalstrukturen på fastighetsbolag. En hög belåning minskar företagets möjligheter att agera snabbt på marknaden och kan innebära problem i sämre tider.

Investerarna på marknaden spekulerar i att vi går mot bättre tider. Många investerare liksom respondenterna har uppenbarligen en positiv framtidsvision med tron om att den utdragna lågkonjunkturen skall övergå i högkonjunktur med ökade hyresintäkter som följd. Det ligger utanför uppsatsens syfte som tidigare nämnts att bedöma trovärdigheten i detta positiva scenario men risken är att en kommande högkonjunktur kan leda till ett säljtryck eftersom aktörerna då börjar spekulera i nästa konjunkturedgång.

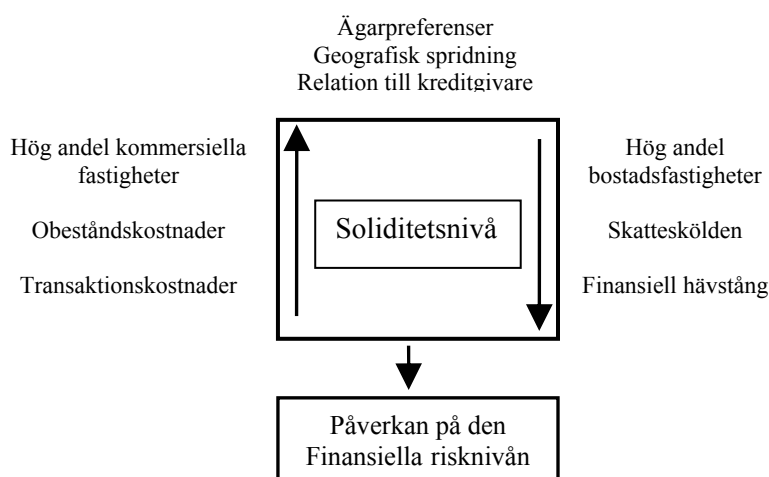
Den reala avkastningen på fastigheter är idag mycket högre än tidigare och med en låg inflation och en utdragen lågkonjunktur som fört med sig låga räntor, behöver det inte innebära att det de ökade fastighetspriserna är ett tecken på en ny fastighetsbubbla. Utbud och efterfrågan styr priset men eftersom kapitalet rör sig snabbt kan det utan vidare flytta någon annanstans. Vid ett sådant scenario kommer priserna att falla och då är det viktigt att inte ha en alltför hög skuldsättningsgrad.

7. SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE STUDIER

Kapitlet redogör för de slutsatser och förslag till fortsatta studier som framkommit under arbetets gång.

7.1 Slutsats

Teoretiskt sett kan man söka efter en optimal kapitalstruktur men i verkligheten är bilden mer komplex och många faktorer påverkar kapitalstrukturen vilket gör att det är svårt att ange en optimal kapitalstruktur för fastighetsbolag. Ägarnas motiv och preferenser kan variera och så även bolagens investeringsstrategier. Sammanfattningsvis kan man med hävstångsformeln som utgångspunkt uttrycka det som ett ekonomiskt samband där ökad risknivå ger en potentiellt högre avkastning på det egna kapitalet. Just hävstångseffekter har samtliga respondenter uppgett som ett motiv till att ha en låg soliditet. Samtidigt har övriga i uppsatsen presenterade faktorer haft en inverkan på kapitalstrukturen i aktuella bolag. Resultatet av undersökningen kan presenteras i en översiktlig bild av faktorer som påverkar den finansiella risknivån. Givetvis finns det en rad andra förhållanden som är av intresse vid beaktande av risknivån, exempelvis kan relationen till kreditgivare penetreras djupare för att utröna hur företagen arbetar med olika finansiella instrument.



Figuren är en vidareutveckling från avsnittet kring den teoretisk optimala soliditetsnivån. Branschspecifika förhållanden har inkluderats samt övergripande faktorer som ligger till grund för kapitalstrukturen. Ägarpreferenser, geografisk spridning av fastighetsbeståndet samt relation till kreditgivare kan antingen motivera en hög andel externt kapital eller en hög andel internt kapital. Bostadsbeståndet är avgörande för vilken risk ett fastighetsbolag tar med sitt val av kapitalstruktur. Tillgångssidan består nästan uteslutande av fastigheter varför innehavet blir avgörande för risknivån. En hög andel bostäder har en lägre risk i motsats till kommersiella fastigheter. Den geografiska spridningen har därefter inverkan så till vida att innehav i storstäder får antas ha ett högre värde över tid. En viktig slutsats är således att vid studie av kapitalstrukturen är det viktigt att studera tillgångssidan som en motpol till skuldsidan.

Den kunskap som uppsatsen resulterat i räcker inte för att presentera en optimal kapitalstruktur för ett fastighetsbolag, då det är mycket svårt att värdera olika faktorer

sinsemellan. En optimal kapitalstruktur är att betrakta som subjektiv och får utarbetas för varje enskilt företag men med beaktande av de faktorer som presenteras i uppsatsen. Vad som framkommit i undersökningen är dock att företagen löpande bör se över sin finansiella struktur för att ligga i fas med rådande marknadssituation. Ett fastighetsbolag har således enligt uppsatsförfattarna inte råd att arbeta med grova schabloner. Den finansiella risken avgörs vid valet av kapitalstruktur och får effekt på kassaflödet genom hyresintäkter och räntekostnader. Dessa poster är de enskilt största posterna i resultaträkningen och är de poster som riskerar att fluktuera mest under olika marknadsförhållanden.

7.2 Förslag till vidare studier

Även om kapitalstrukturen i fastighetsbolag till viss del kan förklaras av de teoretiska faktorer som behandlats i uppsatsen ter det sig mycket troligt att kapitalstrukturen i stor utsträckning även påverkas av ägarnas ageranden. Huvudägarna har i de flesta fall stora innehav i andra företag och branscher vilket gör att fastighetsinnehaven kan sägas ingå i en stor portfölj av innehav. Ägarnas avsikter får en direkt påverkan på kapitalstrukturen och just ägarförhållandena och ägarnas avsikter kan vara intressanta att fördjupa sig ytterligare i. Varför är Lundbergs huvudägare i just Hufvudstaden, Cardo och Holmen? Kompletterar dessa företags verksamheter varandra och hur påverkar detta kapitalstrukturen? Vad är syftet med att Wihlborgs köper aktier i Drott? Vid intervju med Olle Knaust framkom att det är ett billigt sätt att köpa fastigheter på. Varför är just Drotts fastigheter så intressanta? Kan det ha något att göra med att Investmentbolaget Öresund är huvudägare i båda bolagen och vad har Sven Hagströmer och Mats Qviberg för avsikt med dessa innehav?

Dessutom kan man fråga sig om den höga omsättningen på fastigheter som kännetecknar Sverige är nyttig, är det endast att betrakta som en väl fungerande marknad som visar på genomlysning?

8. KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

- Abnor, I, & Bjerke, B. (1994). *Företagsekonomisk metodlära*. Lund: Studentlitteratur.
- Bejrums, H, Hansson, R, & Johnsson, B.G, (1996). *Det levande husets ekonomi*. Stockholm: Byggeforskningsrådet.
- Carlsson, M, (1998). *Att arbeta med företagsanalys*. Malmö: Liber AB.
- Dahmström, K, (1996). *Från datainsamling till rapport*. Lund: Studentlitteratur.
- Ericsson, L.T, & Wiedersheim- Paul, F, (1997). *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi.
- Gilje, N, & Grimen, H, (1992). *Samhällsvetenskapliga förutsättningar*. Göteborg: Daidalos
- Glete, J, (1987). *Ägande och industriell omvandling*. Kristiansstad: Kristianstads Boktryckeri AB
- Gudbjartsson, E, (2000). *Kommunikation genom siffror*. Göteborg: Grafikerna i Kungälv
- Hallgren, Ö, (1996). *Finansiell strategi och styrning*. Värnamo: AB Fälths Tryckeri.
- Hartman, J, (1998). *Vetenskapligt tänkande- från kunskapsteori till metodteori*. Lund: Studentlitteratur.
- Hirschman, A. O, (1970). *Exit, Voice, and Loyalty*. Cambridge Mass.
- Holme, I.M, & Solvang, B.S, (1997). *Forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.
- Nilsson, H et al, (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur
- Patel P, & Davidson B, (1994). *Forskningsmetodikens grunder-Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund.

Internet

- Fastighetstidningen. (2003) *Börsnoterat fastighetsbolag hopplös affärsidé*, www.fastighetsagarna.se/system/fastighetstidningen/article.asp?articleId=10014, läst 2003-11-19.
- Leimdorfer. (2003) *Fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsen*, www.leimdorfer.se/outline/outline.asp?left_hidden=0, läst 2003-11-21.

Artiklar i tidsskrift

Blecher, S, (2003), *Fastigheter – På väg mot en ny bubbla?* Affärsvärlden, 2003-12-10.

Porter, M.E, (1992). *Capital disadvantage: Americas falling capital investment system.* Harvard Business Review.

Lindvall, P, (2002). *Utländska köp nyttiga, fastighetsmarknaden har blivit friskare.* Dagens Industri, 2002-06-28.

Modigliani & Miller. (1958) *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment.* The American Economic Review.

Nordlund, B, & Persson, E, (2003) *Redovisning av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40: Vad händer vid osäkerhet i värdebedömningar och cykliska förlopp i ekonomin?* Balans nr 4 2003.

Olsson, A, (2003). *Fastighetsbolagen vill vara kvar på börsen.* Dagens Nyheter, 2003-09-30.

Uppsatser

Zackrisson, N, & Groth, M, (2001). *Motiv till ett företags förvärv av egna aktier – en branschstudie i fastighetsbolag.* Seminariearbete i företagsekonomi C-nivå, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Rapporter

Drott, (2002). *Årsredovisning.*

Hufvudstaden, (2002). *Årsredovisning.*

Leimdörfer Bernhardtson Westerberg & Partners, (1997). *Gynnans aktieägare av hög soliditet?* Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 1997:1.

Newsec, (2003). *Nordic Report Fall 2003.*

Norgren, C, (2001). *Har vi en ny fastighetsbubbla?* Finansinspektionen, 2001-03-07.

Six AB

Tornet, (2002). *Årsredovisning.*

Wallenstam, (2002). *Årsredovisning.*

Wihlborgs, (2002). *Årsredovisning.*

Intervjuer

Drott, Johan Nordensson, *Investor Relations*, 2003-12-09.

Hufvudstaden, Magnus Jacobson, *Ekonomi- och Finanschef*, 2003-12-17.

Wallenstam, Ann-Catarine Cederkvist, *Finansdirektör*, 2003-12-10.

Wihlborgs, Olle Knaust, *Vice VD, Ekonomi- och Finanschef*, 2003-12-18.

Frågeformulär

Företag:

Respondent:

Datum:

1. Vad har Ni för soliditet i dagsläget och hur motiverar Ni soliditetsnivån?

2. Vilka faktorer påverkar ert val av kapitalstruktur?
 - Skatt?
 - Obeståndskostnader?
 - Transaktionskostnader?
 - Preferens för hög finansiell hävstång?

3. Vad har Ni för mål med Ert kapitalstruktursarbete (soliditet)?

4. Vad upplever Ni som de största riskerna med avseende på kapitalstruktur?

5. Hur känsliga är Ni för ränteförändringar och vilka åtgärder använder Ni er av för att hålla nere räntekostnaderna?

6. I vilken utsträckning påverkar ägarnas förväntan Ert val av kapitalstruktur?

7. Har Er syn på kapitalstruktur ändrats över tiden?

8. Upplever Ni några risker eller indikationer på att en ny fastighetskris skulle vara på ingående?