



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

---

# Belåningsgrad i fastighetsföretag

- Hur ser sambandet med orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter ut i svenska och brittiska fastighetsbolag?

Magisteruppsats i Företagsekonomi  
Avancerad Externredovisning och Finans  
Vårterminen 2010

Författare:  
Rebecca Ehn 850914  
Johanna Jägerståhl 860420

Handledare:  
Thomas Polesie

## FÖRORD

Med detta förord vill vi tacka de personer som varit av stor betydelse för denna uppsats. Vi vill inleda med att tacka vår handledare Thomas Polesie för den vägledning och inspiration som han gett under uppsatsskrivandets gång.

Ett tack till Håkan Hellström, VD på Castellum, som hjälpt oss att få förståelse för den svenska fastighetsbranschen och som även gett oss värdefulla synpunkter på studiens frågeställning. Vi är även mycket tacksamma att Katrin Kommes, revisor på Ernst & Young, hjälpt oss att få förståelse för hur svenska fastighetsföretag redovisar värdeförändringar samt hur standarden IAS 40 ska tolkas. Slutligen vill vi tacka den kreditgivare från en av de fyra svenska storbankerna som hjälpt oss få detaljerad förståelse för hur bankers utlåning till fastighetsbolag går till.

Tack!

Göteborg, 1 juni 2010

Rebecca Ehn  
ehn.rebecca@gmail.com

Johanna Jägerståhl  
johanna.jagerstahl@gmail.com

## SAMMANFATTNING

Examensarbete i Företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Avancerad Externredovisning och Financial management, Magisteruppsats, vårterminen 2010

**Författare:** Rebecca Ehn och Johanna Jägerståhl

**Handledare:** Thomas Polesie

**Titel:** Belåningsgrad i fastighetsföretag – Hur ser sambandet med orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter ut i svenska och brittiska fastighetsbolag?

**Ämnesord:** Förvaltningsfastigheter, finansiering, belåningsgrad, orealiserade värdeförändringar, verkligt värde, IAS 40

**Bakgrund och problem:** Sedan 2005 ska noterade fastighetsföretag i EU som innehar förvaltningsfastigheter redovisa enligt IAS 40 – Förvaltningsfastigheter. Vid värdering till verkligt värde redovisas orealiserade värdeförändringar över resultaträkningen. Då bankfinansiering är vanligt förekommande i både Sverige och Storbritannien borde positiva värdeförändringar vara fördelaktigt för fastighetsföretag eftersom orealiserade värdeförändringar medför att värdet på fastighetsbeståndet, uttryckt som säkerhetsmassa vid upptagande av lån, ökar. Ökad säkerhetsmassa i sin tur medför att fastighetsföretagen få mer fördelaktiga lånevillkor. Det borde således finnas incitament för fastighetsföretag att passa på att öka sin belåning under tider av positiva värdeförändringar då finansieringskostnaderna borde vara mer förmånliga. Studiens problemformulering lyder: *Hur ser sambandet ut mellan orealiserade värdeförändringar rörande förvaltningsfastigheter och belåningsgrad i svenska och brittiska fastighetsföretag?*

**Syfte:** Studien syftar till att kartlägga till vilken grad det finns ett samband mellan orealiserade värdeförändringar hänförliga till förvaltningsfastigheter och företagets belåningsgrad. Vidare ämnar studien undersöka hur land och konjunkturläge inverkar på sambandet.

**Avgränsningar:** Enbart bolag som i huvudsak äger och förvaltar fastigheter studeras.

**Metod:** En kvantitativ studie av 24 noterade fastighetsföretag i Sverige och Storbritannien som upprättat koncernredovisning i enlighet med IAS 40. Regressionsanalys har använts för att identifiera hur sambandet ser ut mellan de studerade variablerna belåningsgrad och orealiserade värdeförändringar hänförliga till förvaltningsfastigheter.

**Resultat och slutsatser:** Sambandet mellan belåningsgrad och orealiserade värdeförändringar är negativt och framförallt hänförligt till de i genomsnitt relativt konstanta räntebärande skulderna som i kombination med värdeförändringarna på förvaltningsfastigheter ger en belåningsgrad som minskar då värdeförändringarna är positiva. De statistiska testerna ger ett resultat med låg förklaringsgrad vilket innebär att det finns fler och viktigare variabler som förklarar variationen i variabeln belåningsgrad.

**Förslag till fortsatt forskning:** Kvalitativ studie av ett mindre antal bolag från respektive land för att finna förklaringar till de mönster avseende belåning och kapitalstruktur som denna studie påvisar. Mer ingående studera om det finns skillnader i hur man arbetar med finansiella mål, efterlevnad av målen samt hur företagen arbetar med skulder i olika konjunkturlägen. Att även utforska hur ägarstrukturen skiljer sig åt i bolag med väsentligt skilda kapitalstrukturen samt hur enskilda ägare influerar företagskulturen.

# Innehållsförteckning

<b>1. INLEDNING .....</b>	<b>8</b>
1.1 PROBLEMBAKGRUND .....	8
1.2 PROBLEMDISKUSSION .....	10
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	10
1.4 SYFTE .....	10
1.5 ÄMNESMÄSSIGA AVGRÄNSNINGAR .....	10
<b>2. REFERENSRAM .....</b>	<b>11</b>
2.1 FÖRVALTNINGSFASTIGHETER .....	11
2.2 VERKLIGT VÄRDE KONTRA ANSKAFFNINGSVÄRDE.....	11
2.3 IAS 40 FÖRVALTNINGSFASTIGHETER .....	12
2.3.1 Värdering.....	13
2.4 REDOVISNINGENS KVALITATIVA EGENSKAPER .....	13
2.4.1 Begriplighet och relevans .....	13
2.4.2 Tillförlitlighet och väsentlighet.....	14
2.4.3 Jämförbarhet.....	14
2.5 REDOVISNINGSTRADITION.....	14
2.5.1 Kontinental tradition .....	14
2.5.2 Anglosaxisk tradition.....	15
2.5.3 IASB och EU.....	16
2.6 KONJUNKTUR .....	16
2.6.1 Sveriges konjunktur 2005-2009.....	17
2.6.2 Storbritanniens konjunktur 2005-2009 .....	18
2.7 FASTIGHETSFINANSIERING.....	19
2.7.1 Svensk fastighetsfinansiering .....	19
2.7.2 Brittisk fastighetsfinansiering.....	19
2.8 KREDITGIVNING TILL FASTIGHETSBOLAG .....	20
2.8.1 Kreditvärdighet.....	21
2.8.2 Kreditrating .....	21
2.8.3 Lånevillkor .....	21
2.9 MÅLSTYRNING .....	22
2.9.1 Soliditet.....	22
<b>3. METOD.....</b>	<b>23</b>
3.1 KVANTITATIV ANSATS .....	23
3.2 METODOLOGISKA AVGRÄNSNINGAR .....	23
3.3 URVALSKRITERIER OCH UNDERSÖKTA FASTIGHETSFÖRETAG.....	23
3.4 DATAMATERIAL.....	25
3.5 ANALYSVARIABLER.....	25
3.6 UNDERSÖKNINGEN KVALITET.....	26
3.6.1 Reliabilitet.....	26
3.6.2 Validitet .....	27
3.6.3 Kritisk diskussion.....	27
<b>4. DATAANALYS.....</b>	<b>29</b>
4.1 TEST AV VARIABLERNA .....	29

4.2 KORRELATION .....	29
4.3 REGRESSION .....	30
4.4 SIGNIFIKANSNIVÅ OCH AVVIKANDE OBSERVATIONER .....	31
<b>5. EMPIRI .....</b>	<b>32</b>
5.1 TILLGÅNGAR OCH LÖNSAMHET .....	32
5.2 FINANSIELL STÄLLNING .....	34
5.3 FÖRVALTNINGSFASTIGHETER .....	37
5.2 SAMMANFATTNING AV EMPIRIN .....	37
<b>6. RESULTAT .....</b>	<b>38</b>
6.1 INLEDNING .....	38
6.2 PERIODEN 2005-2009 .....	38
6.2.1 Test 1: Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 - Storbritannien & Sverige .....	38
6.2.2 Test 2: Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 – Storbritannien.....	40
6.2.3 Test 3: Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 – Sverige .....	41
6.3 PERIODEN 2005-2007 OCH 2008-2009 .....	41
6.3.1 Test 4: Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 - Storbritannien & Sverige .....	41
6.3.2 Test 5: Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Storbritannien.....	43
6.3.3 Test 6: Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Sverige .....	43
6.3.4 Test 7: Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Storbritannien & Sverige .....	44
6.3.5 Test 8: Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Storbritannien.....	44
6.3.6 Test 9: Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Sverige .....	44
6.4 SAMMANFATTNING AV UNDERSÖKNINGSRESULTAT .....	45
<b>7. ANALYS .....</b>	<b>46</b>
7.1 SVAG NEGATIV KORRELATION FÖR URVALSGRUPPEN 2005-2009.....	46
7.2 STARKARE KORRELATION I STORBRIANNIEN 2005-2009 .....	48
7.3 STARKAST KORRELATION I SVERIGE 2005-2007.....	49
7.4 LÅG RELEVANS PÅ ÅRSREDOVISNINGENS INFORMATION FÖR LÅNEINSTITUT SOM INTRESSETER .....	51
<b>8. SLUTSATS OCH VIDARE FORSKNING .....</b>	<b>52</b>
8.1. SLUTSATSER .....	52
8.2 REFLEKTIONER .....	53
8.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING .....	54
<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>55</b>
<b>BILAGOR .....</b>	<b>.....</b>

BILAGA 1 - FÖRTECKNING ÖVER STUDERADE BOLAG

BILAGA 2 - URVAL AV BRITTISKA BOLAG

BILAGA 3 - GENOMSNITTLIG TILLGÅNGSMASSA FÖR STUDERADE BOLAG

BILAGA 4 - FÖRTECKNING ÖVER HÄMTADE POSTER FRÅN ÅRSREDOVISNINGAR

BILAGA 5 - EXEMPEL PÅ INNAN OCH EFTER JUSTERING

BILAGA 6 - GENOMSNITTLIGA VALUTAKURSER

BILAGA 7 - DATA STORBRIANNIEN

BILAGA 8 - DATA SVERIGE

## FIGURFÖRTECKNING

<i>Figur 1: Tabell över studerade företag.....</i>	<i>24</i>
<i>Figur 2: Insamlad data från resultat- och balansräkning.....</i>	<i>25</i>
<i>Figur 3: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>30</i>
<i>Figur 4: Fördelning av tillåningar i genomsnitt 2005-2009 – Storbritannien &amp; Sverige.....</i>	<i>32</i>
<i>Figur 5: Genomsnittligt värde på förvaltningsfastigheter 2005-2009 – Storbritannien kontra Sverige.....</i>	<i>33</i>
<i>Figur 6: Resultat innan skatt/eget kapital i genomsnitt 2005-2009 – Storbritannien &amp; Sverige .....</i>	<i>33</i>
<i>Figur 7: Skuldsättningsgrad i genomsnitt 2005-2009 – Storbritannien &amp; Sverige .....</i>	<i>34</i>
<i>Figur 8: Eget kapital &amp; skulder i genomsnitt 2005-2009 – Storbritannien &amp; Sverige.....</i>	<i>34</i>
<i>Figur 9: Belåningsgrad i genomsnitt – Storbritannien &amp; Sverige .....</i>	<i>35</i>
<i>Figur 10: Totala räntebärande skulder i genomsnitt – Storbritannien &amp; Sverige .....</i>	<i>36</i>
<i>Figur 11: Orealiserade värdeförändringar i genomsnitt – Storbritannien &amp; Sverige .....</i>	<i>37</i>
<i>Figur 12: Uppdelning över utförda tester.....</i>	<i>38</i>
<i>Figur 13: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>38</i>
<i>Figur 14: Sambandsdiagram 2005-2009 – Storbritannien &amp; Sverige.....</i>	<i>39</i>
<i>Figur 15: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>40</i>
<i>Figur 16: Sambandsdiagram 2005-2009 - Storbritannien.....</i>	<i>40</i>
<i>Figur 17: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>41</i>
<i>Figur 18: Utförda Tester utifrån undergrupper .....</i>	<i>41</i>
<i>Figur 19: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>41</i>
<i>Figur 20: Sambandsdiagram 2005-2007 – Storbritannien &amp; Sverige.....</i>	<i>42</i>
<i>Figur 21: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>43</i>
<i>Figur 23: Sambandsdiagram 2005-2007 – Sverige .....</i>	<i>43</i>
<i>Figur 24: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>44</i>
<i>Figur 26: Styrkan på det linjära sambandet vid olika korrelationskoefficienter .....</i>	<i>44</i>

## DEFINITIONER

**Anskaffningsvärde** – Utgörs av inköpspriset på en fastighet samt de kostnader som är direkt hänförliga till inköpet. Exempel på sådana direkt hänförliga kostnader är juridiska tjänster, stämpelskatter och andra transaktionskostnader.

**Belåningsgrad** - Räntebärande skulder i förhållande till fastigheternas redovisade värde.

**Betalningsnetto** – Visar vilket amorteringsutrymme som föreligger samt den räntebelastning som en fastighetsägare klarar av.

**Driftnetto** – Hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader, tomträttsavgälder och fastighetsskatt.

**Förvaltande fastighetsföretag** – Företag som innehar förvaltningsfastigheter som utgör minst 51 procent av både anläggningstillgångar och totala tillgångar.

**Kreditinstitut** – Juridisk term för banker och andra kreditmarknadsföretag som har rätt att bevilja krediter.

**Orealiserad värdeförändring fastighet** – Förändring av bedömt marknadsvärde från föregående räkenskapsår.

**Realiserad värdeförändring fastighet** – Intäkter från fastighetsförsäljningar, efter avdrag för fastigheternas bedömda marknadsvärde, under räkenskapsåret.

**Uthyrningsgrad** – Uthyrd yta i förhållande till total uthyrbar yta.

**Vakansgrad** – Outhyrd del i förhållande till uthyrbar del av fastighet.

**Verkligt värde** – det pris till vilket fastigheten skulle kunna säljas i en transaktion mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.

## FÖRKORTNINGAR

IAS – International Accounting Standards

IASB – International Accounting Standards Board

BNP – Bruttonationalprodukt

CDO – Collateralized Debt Obligations

EG – Europeiska Gemenskapen

EU – Europeiska Unionen

FASB – Financial Accounting Standards Board

FRS – Financial Reporting Standard

IFRS – International Financial Reporting Standards

US GAAP – United States Generally Accepted Accounting Principles

# 1. INLEDNING

*Det inledande kapitlet till denna studie har som syfte att ge läsaren en inblick i det valda ämnesområdet och således innehåller kapitlet problembakgrund och problemdiskussion. Vidare diskuteras närliggande studier och kommentarer från aktörer inom den svenska fastighetsbranschen. Kapitlet avrundas med studiens problemformulering, syfte och avgränsningar.*

## 1.1 Problembakgrund

År 2008 bröt en global finanskris ut. En viktig orsak till krisen är den amerikanska subprime-marknaden<sup>1</sup> där amerikanska kreditinstitut kraftigt missbedömde kreditrisken hos hushåll med svag betalningsförmåga. Att subprime-lånen även paketerades om med andra lån i diverse strukturerade produkter<sup>2</sup> och såldes vidare till investerare världen över förvärrade ytterligare osäkerheten rörande olika bankers åtaganden. (bankforeningen.se, 100423)

Den finansiella krisen har spridit sig över världen och sedan hösten 2008 befinner sig Sverige och resten av världen i ekonomisk nedgång (Ljung, 2009). Att det råder en internationell konjunkturedgång bekräftas av Konjunkturinstitutet som även spår att arbetslösheten i Sverige år 2010 kommer fortsätta vara på en oförändrad hög nivå. (konj.se, 100423) I Storbritannien är läget likartat och BNP-tillväxten beräknas vara fortsatt svag under 2010 (Annual Abstract of Statistics 2010)

Lars Nyberg, vice riksbankschef, nämner i ett av Riksbankens pressmeddelanden från 2008 att konjunkturedgången ökar kreditförlusterna och förstärker den finansiella krisen samtidigt som den finansiella krisen även förstärker konjunkturedgången. (Riksbanken, 2008). Krisen medför följaktligen att bankerna är mer restriktiva med utlåning då de har tillgång till mindre kapital. (Ibid.) I den brittiska fastighetsmarknaden är tillväxten på lån nära förknippad med den starka prisökningen som skett på kommersiella fastigheter (Trends in lending, juni 2009). De stora värdeminskningarna på fastigheter, med grund i finanskrisen, gör att banker är mer återhållsamma med utlåning. (Andersson, 2008) Enligt Lindvall och Isacson (2008) brukar ohälsa i den finansiella världen även ge stora utslag i fastighetsbranschen. Vidare menar de att den allt mörkare konjunkturen kommer drabba de fastighetsbolag som är högt belånade hårdast. Detta eftersom de löper stor risk att få det egna kapitalet uttraderat vid stora värdefall hänförliga till förvaltningsfastigheter. (Ibid.) Östlund (2009) konstaterar att belåningsgraden i många fastighetsbolag har stigit. Som följd sjunker soliditeten i fastighetsbolagen vilket gör att risken för att lånevillkor bryts ökar. I slutändan innebär detta att bankernas riskexponering höjs. (Ibid.)

I Riksbankens pressmeddelande från 2008 beskrivs att priset på kommersiella fastigheter och bostäder stigit kraftigt de senaste tio åren (Riksbanken, 2008). I Storbritannien har dock de kommersiella fastighetspriserna sedan toppen 2007 fallit med cirka 40 procent, vilket är den största nedgången sedan 1971 då brittiska fastighetspriser började dokumenteras (Trends in lending, juni 2009). Att hyror stiger i mindre utsträckning än fastighetspriser tyder på att investerare kräver mindre betalt för den risk de bär. Dock gör den rådande turbulensen på finansmarknaderna att investerare kräver högre ersättning vilket i sin tur leder till prispress på kommersiella fastigheter. I

---

<sup>1</sup> Subprime-lån är en form av dyrare högrisklån med rörlig ränta som riktar sig till människor med låg kreditvärdighet (aktiespararna.se, 100515).

<sup>2</sup> Strukturerade produkter är finansiella produkter som kombinerar olika finansiella instrument (aktier, optioner, terminer etc.) som framtagits av utfärdaren för att passa olika riskprofiler (aktiespararna.se, 100525).



Sverige har priserna ännu inte dämpats i samma utsträckning men Nyberg hävdar att högre finansieringskostnader till följd av finanskrisen i kombination med en vikande internationell konjunktur kan få effekter även på den svenska fastighetsmarknaden. (Riksbanken, 2008)

Redovisningen har under lång tid utvecklats och reglerats nationellt vilket har inneburit stora skillnader länder emellan. I stora drag kan två väsentligen olika redovisningstraditioner urskönjas där Sverige anses tillhöra den kontinentala traditionen och Storbritannien den anglosaxiska traditionen. Betydande skillnader mellan ländernas redovisning har sin grund i de finansieringssystem som länderna traditionellt sett haft. Den kontinentala traditionen har sin grund i ett kreditbaserat finansieringssystem medan den anglosaxiska traditionen har sin grund i ett kapitalmarknadsbaserat system. (Nobes, 1998) Sedan 2005 ska dock alla noterade bolag inom EU följa regelverket IFRS, International Financial Reporting Standards. För noterade fastighetsbolag gäller IAS 40, Förvaltningsfastigheter. Enligt standarden får företag välja att värdera förvaltningsfastigheter till anskaffningsvärde eller verkligt värde. (IFRS/IAS 2009) Enligt Katrin Kommes, revisor på Ernst & Young, är värdering till verkligt värde den mest förekommande metoden bland fastighetsbolag (Intervju 1, 100407). Tanken är att verkligt värde ska återspegla fastigheternas marknadsvärde. Då fastighetsbestånd ska omvärderas årligen uppkommer orealiserade värdeförändringar som ska redovisas via resultaträkningen, således har värderingen stor påverkan på årets resultat. (Ibid.)

I en magisteruppsats från Linköpings universitet (2009) visar Barath och Rydén hur fastighetsbolag värderar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde i rådande finanskris och lågkonjunktur samt synliggör de osäkerhetsfaktorer som finns i tillämpade värderingsmetoder. Resultatet visar att det skulle kunna finnas ett samband mellan storleken på företagets värdeförändringar hänförliga till företagets fastighetsbestånd och hur hög belåningsgrad företagen har. Författarna ser hypotesen som högst aktuell med tanke på dagens ekonomiska läge och den finansiella krisen. Hypotesens relevans koppas an till problematiken kring finansiering från företagets perspektiv och utlåning ifrån bankernas perspektiv. (Ibid.)

I en kandidatuppsats från Uppsala universitet (2008) redogör Pettersson och Widén för vilka konsekvenser införandet av IAS 40 har haft i kreditgivarprocessen för den svenska kreditgivaren Nordea. Studien kom fram till att införandet av IAS 40 har haft vissa konsekvenser för Nordea men att påverkan överlag inte har varit speciellt omfattande eftersom kassaflöden är av största vikt vid bedömning av kreditgivning, snarare än balans- och resultaträkning. Dock har Nordea noterat att fastighetsbolag har haft en benägenhet att höja belåningen på vissa fastigheter i beståndet i tider av positiva värdeförändringar. En orsak som kreditanalytikern i ovan nämnda studie nämner till detta är att fastighetsbolagen kan ha valt att öka belåningen på sina fastigheter för att uppnå eller behålla en viss önskad belåningsgrad. Avslutningsvis nämner författarna att för kort tid har gått sedan införandet av IAS 40. Det empiriska materialet har inte varit i tillräcklig omfattning för att några generella slutsatser om hur den svenska kreditmarknaden för fastighetskrediter har påverkats. Ett förslag till fortsatt forskning var att undersöka hur creditsituationen ser ut lite längre fram då Sverige befinner sig i en lågkonjunktur. (Ibid.)

## 1.2 Problemdiskussion

Hellström, VD på Castellum, menar att banker är den viktigaste finansieringskällan för svenska fastighetsbolag. Samtidigt säger han att det är möjligt att företagsobligationer kommer att användas i större utsträckning framöver, såsom det görs i Storbritannien. Anledningen därtill är den finansiella krisen som lett till att banker blivit striktare med utlåning. (Intervju 2, 100413) Lindvall och Isacson poängterar att bankerna i och med finanskrisen blivit än mer kritiska i sin utvärdering av företagens kreditvärdighet (2008). Vidare menar Andersson (2008) att pengar blivit en bristvara i och med finanskrisen. Banker kräver således större riskpåslag och tar ut högre marginaler vilket gör utlåningen mer återhållsam (Ibid.). Att svenska bankers utlåning till näringslivet är ungefär 50 procent större än utlåning till svenska hushållen visar på att långivning till svenska företag är vanligt förekommande (bankforeningen.se, 100423). År 2009 uppgick utlåningen till den brittiska fastighetssektorn till 40 procent av den totala utlåningen till icke-finansiella bolag (Trends in lending, juni 2009). Vid långivning gällande fastigheter ser svenska och brittiska banker till bland annat fastighetens marknadsvärde och låntagarens historik (handelsbanken.se, rbs.co.uk, 100423). Således ger en större säkerhetsmassa till viss del bättre lånevillkor.

Då bankfinansiering är vanligt förekommande i både Sverige och Storbritannien menar författarna att det borde vara fördelaktigt för fastighetsföretag att ha positiva värdeförändringar. Då stora orealiserade värdeförändringar medför att värdet på fastighetsbeståndet, uttryckt som säkerhetsmassa vid upptagande av lån, ökar skulle företagen hypotetiskt kunna få mer fördelaktiga lånevillkor. Således anser författarna att det borde finnas incitament för fastighetsföretag att passa på att öka sin belåning under tider av positiva värdeförändringar då lånevillkoren borde vara mer förmånliga. Om ovan nämnda resonemang stämmer är det intressant att studera perioden 2005-2009 då den innefattar lågkonjunktur. Således kan även studien visa på hur belåning och belåningsgrad påverkas under lågkonjunktur då banker uppges vara mer återhållsamma med utlåning.

## 1.3 Problemformulering

Hur ser sambandet ut mellan orealiserade värdeförändringar rörande förvaltningsfastigheter och belåningsgrad i svenska och brittiska fastighetsföretag?

## 1.4 Syfte

Studien syftar till att kartlägga till vilken grad det finns ett samband mellan orealiserade värdeförändringar hänförliga till förvaltningsfastigheter och företagens belåningsgrad. Vidare ämnar studien undersöka hur land och konjunkturläge inverkar på sambandet.

## 1.5 Ämnesmässiga avgränsningar

Studien omfattar enbart bolag som i huvudsak äger och förvaltar fastigheter. Företag som förvaltar men även till stor del bygger och säljer fastigheter exkluderas från studien.

## 2. REFERENSRAM

*Referensramen ämnar ta upp de ämnen som är avsedda att användas i analysen för att förklara och berika studiens empiri och resultat. Inledningsvis förklaras innebörden av förvaltningsfastigheter och de värderingsalternativ som finns enligt IAS 40. Vidare beskrivs redovisningens kvalitativa egenskaper och därpå följer ett avsnitt om de civilrättsliga traditioner som har präglat redovisningen. Därefter följer en redogörelse för konjunkturläget. Slutligen behandlas finansieringsalternativ för fastighetsföretag, kreditgivning till fastighetsbolag och målstyrning.*

### 2.1 Förvaltningsfastigheter

En klar definition av förvaltningsfastigheter återfinns i IAS 40 – Förvaltningsfastigheter och lyder enligt följande:

*Förvaltningsfastigheter är fastigheter (mark eller en byggnad – eller en del av en byggnad- eller båda) som innehas (av ägaren eller av en leasetagare om leasingavtalet klassificerats som ett finansiellt leasingavtal) i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa snarare än för*

- a.) användning i produktionen eller tillhandahållandet av varor eller tjänster eller för administrativt ändamål, eller*
- b.) försäljning i den löpande verksamheten. (IAS p. 5)*

Det är således viktigt att skilja på förvaltningsfastigheter, fastigheter som innehas för handel samt rörelsefastigheter. Rörelsefastigheter är anläggningstillgångar som innehas för produktion och tillhandahållande av varor eller tjänster, lagring eller för administrativa ändamål (Ibid.).

### 2.2 Verkligt värde kontra anskaffningsvärde

Värdering till verkligt värde av tillgångar och skulder ger en mer relevant redovisning enligt Marton et al. (2008) då det avspeglar ekonomiska händelser som kan utgöra beslutsunderlag för aktieinvestorer. Verkliga värden kan dock vara svårare att få fram och har således lägre tillförlitlighet vilket även kopplas ihop med redovisningens aktualitet. Desto snabbare information finns tillgänglig desto mer relevant är den som underlag för investerarens beslut men desto snabbare informationen tas fram, desto svårare är det att få den tillförlitlig. (Ibid.) Även Dietrich et al. (2000) instämmer i ovanstående men kompletterar med att hänvisa till studier som har gjorts i Storbritannien och USA där positiv korrelation har utvisats mellan det totala fastighetsinnehavet värderat till verkligt värde och företagets aktiekurs och tillika börsvärde. Dessa studier ger i sin tur en fingervisning om att värdering till verkligt värde ger en mer relevant redovisning. (Ibid.). Barth (2006) lyfter fram att värdering till verkligt värde uppfyller många av Föreställningsramens<sup>3</sup> punkter. Barth anser vidare att informationen blir relevant då värdet reflekterar ekonomiska förhållanden och att jämförbarheten ökar då värdet enbart beror på tillgången själv och inte på särdrag hos bolaget eller tidpunkten då tillgången blev förvärvad. Vidare menar hon att jämförbarheten över tid ökar då verkligt värde reflekterar ekonomiska förutsättningar samtidigt som förutsättningarna ändras. (Ibid.)

---

<sup>3</sup> Föreställningsramen utgör en del av internationell redovisningsstandard och har som syfte att vägleda upprättarna av finansiella rapporter vid tillämpningen av IAS. (Smith, 2006)

Rossi III (2009) lyfter fram att den kritik som riktats mot verkligt värde är att värderingsmetoden kan förvränga bolagens resultat och ge stora svängningar över tid samt att bolag har möjlighet att använda värderingsmetoden till sin fördel. Samtidigt poängterar han att verkligt värde kommer att spela en allt större roll i framtiden och det är således viktigt att fundera igenom de moment som innebär osäkerhet vid värdering till verkligt värde. (Ibid.) Även Robak (2009) påpekar att verkligt värde kommer få en allt större betydelse i framtiden. Han påvisar att verkligt värde gradvis har implementerats i redovisningen sedan 1980-talet och att det inte handlar om något nytt synsätt. (Ibid.) Landsman (2007) konstaterar att redovisning till verkligt värde utgör viktig information till investerare, men hur informativa upplysningarna till verkligt värde blir påverkas av storleken på eventuella mätfel och hur mätningen har gått till, om den är genomförd av interna eller externa parter.

Norwalk (2010) påpekar att verkligt värde har varit ett av de mest kontroversiella ämnena för både IASB och FASB under det senaste årtiondet. Till följd av finanskrisen har båda organisationerna valt att gå samman för att ytterligare klargöra hur verkligt värde ska beräknas. Tillsammans har de kommit överens om att verkligt värde ska definieras som ett "exit price" och gällande värdering av icke-finansiella tillgångar ska detta fastställas av marknadens aktörer. (Ibid.)

Till skillnad från verkligt värde är värdering till anskaffningsvärde i särklass den vanligaste modellen vid värdering av tillgångar, och har sin grund i traditionell redovisning. Traditionell redovisning är i sin grund transaktionsorienterad vilket innebär att tillgångarnas värde bestäms utifrån faktiska transaktioner som har ägt rum. (Marton et al., 2008) Fördelen med att värdera till anskaffningsvärde är således att värdet bottnar i en observerbar transaktion vilket medför att företaget i högre grad får ett objektivt värde på tillgången då ingen uppskattning erfordras. (Artsberg, 2003)

Pennman (2007) diskuterar för- och nackdelarna med verkligt värde och anskaffningsvärde och menar att båda metoderna har brister. Medan implementering av anskaffningsvärdemetoden kan innebära problem av matchning mellan intäkter och kostnader innebär verkligt värde problem med matchningen mellan tillgångar och skulder vilket Pennman (2007) också anser allvarligt.

### **2.3 IAS 40 Förvaltningsfastigheter**

IAS 40 reglerar redovisning och värdering av förvaltningsfastigheter. Syftet med standarden är att ange hur förvaltningsfastigheter ska behandlas i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs (p.1). Enligt IAS 40 kan förvaltningsfastigheter värderas till antingen verkligt värde eller anskaffningsvärde (p. 30). Vid första redovisningstillfället/förvärv av en förvaltningsfastighet, redovisas tillgången till anskaffningsvärde, där transaktionskostnaden är inkluderad (p.20).

Väljer företaget att värdera till anskaffningsvärde efter avdrag för avskrivningar och eventuella nedskrivningar sker redovisningen efter IAS 16 Materiella anläggningstillgångar (p.56). Standarden kräver dock att företagen, oavsett vald modell, ska fastställa det verkliga värdet på förvaltningsfastigheterna i upplysningssyfte (p. 75).

Vid värdering till verkligt värde ska alla vinster och förluster som uppkommer till följd av en förändring av förvaltningsfastigheternas verkliga värde redovisas över resultaträkningen för den period vinsten eller förlusten uppkommer (p.35). Konsekvensen av detta är att bolaget inte behöver redovisa några avskrivningar eller nedskrivningar eftersom periodens värdeförändring ger uttryck för det samlade resultatet av alla de faktorer som påverkat marknadsvärdet. (Smith, 2006)

### **2.3.1 Värdering**

Verkligt värde på en förvaltningsfastighet är detsamma som marknadsvärdet enligt IAS 40 (p.36, 38). Marknadsvärdet karaktäriseras av aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter, med samma läge och i samma skick, och som är föremål för likartade hyresavtal och andra avtal (p.45). Om det är svårt att fastställa marknadsvärdet på grund av brist av aktuella priser på en aktiv marknad ska företaget beakta ytterligare uppgifter. Sådana uppgifter inkluderar aktuella priser på liknande fastigheter på aktiva marknader samt även liknande fastigheter på mindre aktiva marknader, men även en nuvärdesberäkning av uppskattade framtida betalningsströmmar kan göras för att få fram ett verkligt värde. (p. 46) Företagen uppmuntras att basera förvaltningsfastigheternas verkliga värden på värdering av oberoende värderingsmän med erkända och relevanta kvalifikationer och med aktuell kunskap i värdering av fastigheter av den typ och med det läge som är aktuellt (p. 32).

I värderingssammanhang används i huvudsak följande tre värderingsmetoder; ortsprismetoden, nuvärdesmetoden och produktionskostnadsmetoden. Ortspismetoden bygger på att priset på en viss fastighet kan uppskattas med hjälp av priser som tidigare betalats för liknande fastigheter. Med andra ord används jämförelseobjekt inom orten. Nuvärdesmetoden innebär att värdet på en fastighet bedöms med utgångspunkt från förväntade avkastningar som nuvärdesberäknas. Används produktionskostnadsmetoden görs en uppskattning av kostnaden för att återanskaffa den egendom som skall värderas. Därefter justeras återanskaffningsvärdet med beräknad värdeminskning på aktuell fastighet på grund av ålder och nyttjande och slutligen adderas värdet på aktuell tomtmark för att erhålla det totala marknadsvärdet. (Lantmäteriverket, 2005)

Beroende på förutsättningar vid värdering samt vald värderingsmodell kan företagen få ut olika verkliga värden där inget värde är mer eller mindre korrekt. Det är då upp till bolaget att göra en bedömning av det värde som de anser som mest rimligt inom intervallet av rimliga värden. Detta resonemang bekräftas även av Nordlund (2009) som samtidigt poängterar att det borde falla sig naturligt att bolagen ska redogöra för de antaganden som bedömningen baserar sig på i de finansiella rapporternas noter.

## **2.4 Redovisningens kvalitativa egenskaper**

Syftet med företags finansiella rapporter är att tillhandahålla information om ett företags finansiella ställning, resultat samt om förändring i ekonomisk ställning (IASB Föreställningsram, p.12). Informationen ska verka som underlag för olika användares beslut i ekonomiska frågor och med den utgångspunkten har vissa kvalitetskrav formulerats för hur redovisningen ska utformas (Smith, 2006). Bland användarna utgör ägarna en viktig grupp men även långivare, leverantörer, kunder, konkurrenter, anställda samt stat och kommun utgör användare som har ett direkt intresse av hur det går i företaget (Artsberg, 2003). Enligt föreställningsramen är det de kvalitativa egenskaperna som gör informationen i de finansiella rapporterna användbar för användarna (IASB Föreställningsram, p. 24).

### **2.4.1 Begriplighet och relevans**

Enligt Smith (2006) är huvudkriteriet att redovisningsinformationen ska vara relevant. Han menar att om informationen är relevant kan den även utgöra ett beslutsunderlag och således vara användbar för investerare (Ibid.). Marton et al. (2008) formulerar relevant information utifrån att det gör det möjligt för användarna att uppfylla sina uppställda mål. Vidare menar Smith (2006) att för att

informationen ska vara relevant och användbar krävs det att mottagaren förstår innebörden av informationen, att den är begriplig.

#### **2.4.2 Tillförlitlighet och väsentlighet**

Tillförlitlighet handlar om redovisningens förmåga att avbilda den ekonomiska verkligheten i företaget (Smith, 2006). För att redovisningsinformationen ska vara tillförlitlig får den inte vara behäftad med fel eller vara vinklad på något sätt. Det är även viktigt att göra en avvägning mellan relevans och tillförlitlighet med målsättningen att tillgodose användarnas behov av information för beslut på bästa sätt. (IASBs Föreställningsram) Väsentlighet utgör en del av tillförlitlighet och innebär huruvida en transaktion är tillräckligt betydelsefull för att särredovisas och på dessa grunder påverka en beslutssituation (Marton et al., 2008). Dock är det viktigt att göra en avvägning mellan relevans och tillförlitlighet med målsättningen att på bästa sätt tillgodose användarnas behov av information för beslut. (IASBs Föreställningsram)

#### **2.4.3 Jämförbarhet**

Smith (2006) lyfter fram att jämförbarhet har en tydlig koppling till relevans för användaren då investerare på aktiemarknaden ska ha möjlighet att jämföra olika bolag. Artsberg (2003) poängterar att syftet med utvecklad redovisningsreglering är att skapa förutsättningar för jämförbarhet mellan företag men även jämförbarhet över tiden så att information ska kunna utgöra bra beslutsunderlag för investerare.

### **2.5 Redovisningstradition**

Redovisningen har under lång tid utvecklats och reglerats nationellt vilket har inneburit stora skillnader i utformningen av redovisning länder emellan. I stora drag kan två väsentligen olika redovisningstraditioner urskönjas, den kontinentala respektive den anglosaxiska traditionen. Den kontinentala traditionen omfattas av alla västeuropeiska länder förutom Storbritannien, Irland och Holland som istället tillhör den anglosaxiska traditionen tillsammans med USA och före detta brittiska kolonier (Smith, 2006). I och med den ökade globaliseringen har olika redovisningsregler kommit att utgöra ett problem då behovet att kunna jämföra företag i olika länder ökat. På aktiemarknaden märktes detta av extra tydligt då investerare hade svårigheter att jämföra företag från olika länder. Detta ledde till ett ökat behov av harmonisering av redovisningen, framförallt för noterade bolag. (Marton et al., 2008)

De skillnader som finns mellan länders redovisning har flera orsaker men en betydande skillnad är det finansieringssystem som landet traditionellt sett har haft. Andra saker som påverkar är rättstradition, taxeringssystem, utbildningsnivå, ekonomisk utveckling, kultur och hur stor och inflytelserik revisorsprofessionen är. (Nobes, 1998) Enligt Marton et al. (2008) är finansieringen direkt förknippad med företagets ägarstruktur, där företag kan ha många små ägare via kapitalmarknader eller få stora ägare.

#### **2.5.1 Kontinental tradition**

Enligt Nobes (1998) har de länder som tillhör den kontinentala redovisningstraditionen sin grund i ett kreditbaserat finansieringssystem vilket innebär att de finansiella institutionerna är dominerande aktörer. Kapitalmarknaderna i dessa länder är traditionellt sett mindre och företagen är följaktligen mer beroende av de aktörer som beviljar krediter, vilket i huvudsak är banker (Ibid.). Följaktligen har ofta staten, banker och familjeintressen haft ett avgörande ägarinflytande i de länder som tillhör den kontinentala redovisningstraditionen (Smith, 2006). Nobes (1998) pekar på att detta även ger

skillnader i redovisningspraxis då exempelvis banker redan har tillgång till mycket information genom den nära relationen med företaget och dess ledning och de är därför inte i lika stort behov av externa reviderade rapporter.

Den kontinentala redovisningstraditionen grundar sig på romersk rätt och är utpräglat legalistisk vilket innebär att den grundar sig på nedskrivna lagar (Smith, 2006). Detta innebär att redovisningen i stor utsträckning har reglerats i bolagsrätten. Ball (2006) hävdar att länder som grundar sig på romersk rätt är mindre benägna att ta upp förluster direkt i redovisningshandlingarna, intäkter har generellt en lägre volatilitet och därmed får de finansiella rapporterna ett lägre informationsvärde.

Redovisning enligt den kontinentala traditionen är betydligt mer reglerad vad gäller utformningen av redovisningshandlingarna, benämningar på poster och ordningsföljder i balans- och resultaträkningar än regleringen av värderingsfrågor. Civillagstiftningen har i vissa fall angett högsta tillåtna tillgångsvärde och skattelagstiftningen har angett lägsta tillåtna värden. I praktiken har detta inneburit att företagen valt lägsta tillåtna värde för att kunna skjuta på sina skattebetalningar vilket har lett till att skattereglerna i stor utsträckning kommit att styra de värderingar som tillämpas i redovisningen. (Smith, 2006) Artsberg (2003) nämner att företag är negativa till värdering till verkligt värde eftersom det gör att resultat varierar i större utsträckning. Vidare menar hon att företagens negativa inställning kan grundas sig i en rädsla över att skattemyndigheterna ser en ny inkomstkälla (Ibid.).

### **2.5.2 Anglosaxisk tradition**

Den anglosaxiska redovisningstraditionen har sin grund i ett kapitalmarknadsbaserat system där värdepapper är av stor betydelse och priser sätts på en konkurrensutsatt marknad. Den stora spridningen på finansiella aktörer, finansiella instrument och finansiella institutioner gör att investerare har lättare att ändra sitt värdepappersinnehav då andrahandsmarknaden är stor. (Nobes, 1998) Den stora ägarspridningen samt att bolagen i större utsträckning har varit börsnoterade gör att behovet av offentliga upplysningar och extern revidering är större. Eftersom flertalet av ägarna som bidrar med finansiering inte har någon nära relation med företagsledningen eller tillgång till intern information, måste de förlita sig på företagets externa information, och kraven på objektiv kontroll i form av revision har således ökat. (Smith, 2006)

Till skillnad från den kontinentala redovisningstraditionen bygger den anglosaxiska redovisningstraditionen på sedvanerätt som kompletteras med domar från högsta domstolen. Som en följd av detta har även redovisningen kommit att utvecklas av redovisningsprofessionerna i länderna snarare än ur själva lagstiftningen. Redovisningen har av den orsaken ansetts som riktig om den ger en rättvisande bild ("true and fair") av verkligheten. Detta innebär att det ska vara tillåtet att avvika från både lagar och standarder om det anses nödvändigt för att avbilda verkligheten i företaget på ett sätt som uppfattas som rättvisande. (Ibid.) Ball (2006) hävdar att detta påverkar de finansiella rapporterna då det är av stor betydelse att förluster tas upp direkt när de inträffar och i rätt period, intäkterna är mer volatila och de finansiella rapporterna har samtidigt ett högre informationsvärde då de bevakas av investerare och analytiker.

Det har inte funnits samma koppling mellan redovisning och beskattning i de länder som tillhör den anglosaxiska traditionen och som en följd av detta har redovisningen kunnat tillgodose marknadens krav på information i större utsträckning. (Smith, 2006)

### 2.5.3 IASB och EU

I EU har olika bolagsrättsliga direktiv utarbetats, vissa av dessa har som syfte att harmonisera medlemsländernas redovisning. Direktiven har huvudsakligen sin grund i kontinental redovisning som framförallt representeras av Tyskland. EG, Europeiska Gemenskapen, har i flera fall tillåtit olika alternativ i värderingsfrågor och även tillåtit skattemässiga reserveringar vilket gör att de endast har kommit att reglera redovisningen i medlemsländerna i begränsad omfattning. Som en följd av Storbritanniens inträde i EG har "true and fair" upphöjts till en övergripande princip i EG:s redovisningsdirektiv. (Smith, 2006) År 2002 tog EU beslutet att alla noterade företag inom EU från och med 2005 skulle tillämpa IFRS vid upprättandet av deras koncernredovisning. (Schaub, 2005)

Den huvudsakliga standardiseringen har skett inom ramen för IASB som utarbetar standarder på redovisningsområdet. IASB:s synsätt överensstämmer i stort med den anglosaxiska traditionen och har även påverkats av FASB och dess tidigare standarder i stor utsträckning. I stora drag kan den anglosaxiska traditionen ses som att ha segrat över den kontinentala, dock har det uppstått två varianter av den anglosaxiska traditionen, en amerikansk företrädd av FASB, och en "internationell", men ändå i huvudsak europeisk, företrädd av IASB. EU-kommissionen har beslutat att använda sig av IASB men har behållit en "veto-rätt" till de standarder som IASB utfärdar. (Ibid.)

Den största skillnaden gällande finansiell rapportering mellan de två redovisningstraditionerna är hur mätning och värdering ska ske samt hur mycket upplysningar som ska lämnas (Nobes, 1998) Ball (2006) diskuterar för- och nackdelar med IFRS och hävdar att trots att ramverket är detsamma kommer användningen av IFRS att skilja sig åt mellan länder. Han menar att en internationalisering av redovisningsstandarder kan förväntas reducera delar av diversifieringen i användning, men då inhemska faktorer som politik och hur marknaden ser ut är olika för länder, hävdar han att diversifieringen inte kan anses minska i praktiken. Att de som upprättar de finansiella rapporterna i respektive land också har olika incitament, innebär också skillnader i användning. Sammanfattningsvis menar Ball att trots ökad globalisering är det fortfarande politiska och ekonomiska influenser från respektive land som påverkar de finansiella rapporterna (Ibid.)

Damant (2006) instämmer i Balls argument att implementeringen av IFRS till en början kommer att ge skillnader i den praktiska tillämpningen men att detta kommer att minska på sikt. Han skriver att både kapital- och obligationsinvestorer i allt större utsträckning väljer att ha sina tillgångar nåbara världen över, både genom börser men också genom direktinvesteringar. När IFRS blir en jurisdiktion<sup>4</sup> motsvarande Basel III<sup>5</sup> kommer investorer kräva att IFRS implementeras korrekt. Om inte, kommer investorer att kräva högre ersättning för det investerade kapitalet vilket är till nackdel för IFRS. (Ibid.)

## 2.6 Konjunktur

Ekonomiska förhållanden och förutsättningar skiftar ständigt och samtidigt som det råder mer gynnsamma förhållanden för ett land och dess företag kan förutsättningarna i ett annat land vara betydligt sämre. De skiftande ekonomiska förhållandena formar hög- och lågkonjunkturer som i sin tur formar konjunkturcykler. (Fregert & Jonung, 2005)

---

<sup>4</sup> Jurisdiktion innebär rättslig befogenhet att utöva lagskipning och att döma. (svenskaakademien.se, 100524)

<sup>5</sup> Basel III är ett dokument med riktlinjer gällande god banksed och banklag under framarbetning av Baselkommittén som är en institution skapad av tio länders centralbanker. Sverige och Storbritannien är båda medlemmar. (bis.org, 100519)



Rådande konjunkturläge bestäms av nivån på ekonomisk aktivitet i förhållande till en trend eller jämviktsnivå. Ekonomisk aktivitet avser hela ekonomin och mäts normalt med BNP. Således bestäms konjunkturläget av BNP-nivån. Potentiell BNP definieras som den nivå på produktionen som skulle uppnås om vi hade fullt resursutnyttjande av de idag tillgängliga produktionsfaktorerna arbete och kapital. Potentiell sysselsättning är den nivå på sysselsättningen som är förenlig med stabil löneökningstakt och därmed stabil inflation. Således kan konjunktursens olika faser specificeras med utgångspunkt i faktisk och potentiell BNP. Konjunkturtopp inträffar när faktisk BNP överstiger potentiell BNP som mest, i detta läge är BNP-tillväxten lika med den potentiella tillväxten. Vid konjunkturbotten är den faktiska BNP-nivån som lägst under den potentiella nivån. (konj.se, 100514) Då det är svårt att beräkna beståndsdelarna som utgör potentiell BNP är det svårt att avgöra om ekonomin befinner sig i låg- eller högkonjunktur samt hur start konjunktursen är (Fregert & Jonung, 2005).

Högkonjunktur råder så länge som faktisk BNP-nivå är högre än potentiell BNP. Efter att en konjunkturtopp har passerats är det fortfarande högkonjunktur även om BNP-tillväxten är låg. I motsats till högkonjunktur råder lågkonjunktur när faktisk BNP-nivå är lägre än potentiell BNP. Recession är en mild lågkonjunktur som bland annat karaktäriseras av kraftigt minskad BNP-tillväxt, minskade investeringar och stigande arbetslöshet. Lågkonjunktur råder ända tills faktisk BNP har vuxit ikapp potentiell BNP. Skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP i procent av potentiell BNP kallas för produktionsgap. Produktionsgapet sammanfattar resursutnyttjandet i ekonomin och kan användas som ett mått på konjunkturläget. När gapet är negativt befinner sig ekonomin i lågkonjunktur och när gapet är positivt råder högkonjunktur. (konj.se, 100514) Lågkonjunktur kännetecknas av arbetslöshet, minskad efterfråga på varor och tjänster, minskad produktion och pessimism hos näringslivet medan högkonjunktur präglas av hög sysselsättning, ökade investeringar samt fullt sysselsatta produktionsmedel (Södersten, 1983).

### **2.6.1 Sveriges konjunktur 2005-2009**

I Sverige är det Konjunkturinstitutet och Statistiska Centralbyrån som har tillgång till statistiskt material gällande konjunktursen. Konjunkturinstitutet arbetar på uppdrag av finansdepartementet med att analysera den ekonomiska utvecklingen, i såväl Sverige som internationellt, och att ge prognoser medans Statistiska Centralbyrån är en förvaltningsmyndighet som arbetar på uppdrag av regeringen. (konj.se, scb.se, 100512) Konjunkturinstitutets skrift Konjunkturläget ges ut flera gånger per år och beskriver hur konjunktursen i Sverige, men även internationellt, ser ut (konj.se, 100512).

**2005:** Sveriges ekonomi är inne i en positiv spiral där en förbättrad arbetsmarknad och hushållens konsumtion förstärker varandra. Globala BNP beskrivs växa starkt och den rådande globala konjunkturuppgången omfattar så gott som hela världen. Under 2005 var den svenska BNP-tillväxten 2,7 procent. (Konjunkturläget mars 2006)

**2006:** Den internationella konjunktursen är på väg in i en mera mogen fas där det cykliska uppsvinget i investeringarna avtar i styrka och konsumtionen blir allt viktigare för efterfrågetillväxten. Under 2006 dämpades investeringstillväxten i OECD-området<sup>6</sup> markant bland annat till följd av den mycket svaga utvecklingen av bostadsinvesteringar i USA. Sveriges ekonomi beskrivs ha vuxit starkare 2006 än vad

---

<sup>6</sup> OECD, Organisation for Economic Co-operation and Development, är en internationell organisation som arbetar för samarbete mellan industriella länder med representativ demokrati och marknadsekonomi (oecd.org 100516). OECD har över 30 medlemsländer i Europa, Asien och Nordamerika, Sydamerika och Oceanien (oecd.org, 100515).

den gjort sedan 1970. Exporten beskrivs ha bidragit till mer än hälften av den starka BNP-tillväxten under 2006 var 4,4 procent. (Konjunkturläget mars 2007)

**2007:** Minskad efterfrågan på export och kapacitetsbegränsningar beskrivs ha försvagat den svenska konjunkturen 2007. Under halvårsskiftet 2007 kom det indikationer på att obalanser på den amerikanska bostadsmarknaden haft spridningseffekter, vilket ledde till tilltagande oro på kreditmarknaden. Den efterföljande turbulensen på de finansiella marknaderna och den förvärrade situationen i USA mot slutet av 2007 bidrog till att utvecklingen i Sverige blev svagare än vad det fanns anledning att räkna med i början på året. BNP-tillväxten minskade från 4,4 procent till 2,7 procent 2007. I sin helhet utvecklades den svenska ekonomin positivt men med minskad tillväxt. (Konjunkturläget mars 2008)

**2008:** Den globala ekonomin befinner sig i en mycket snabb konjunkturedgång och tillväxten är den svagaste på flera decennier. Då den svenska ekonomin är starkt kopplad till omvärlden är det oundvikligt att konjunkturen även här försvagas snabbt. Under det fjärde kvartalet 2008 föll BNP dramatiskt med 4,8 procent jämfört med samma period året tidigare. Den svaga utvecklingen under det fjärde kvartalet medförde att BNP minskade med totalt 0,2 procent under 2008. (Konjunkturläget mars 2009)

**2009:** Sveriges BNP föll med 4,9 procent 2009 och Sverige befinner sig i en djup lågkonjunktur. Flertalet parametrar såsom export på svenska industrivaror, sysselsättning och produktivitet visar på att ekonomin försämrats under 2009. (Konjunkturläget mars 2010)

### **2.6.2 Storbritanniens konjunktur 2005-2009**

I Storbritannien är Office for National Statistics den nationella statistiska myndigheten ([ons.gov.uk](http://ons.gov.uk), 100515). Varje år ger Office for National Statistics ut Annual Abstract of Statistics, en omfattande samling statistiskt material, som bland annat beskriver Storbritanniens ekonomi, nationalräkenskaper, industri och demografi ([statistics.gov.uk](http://statistics.gov.uk), 100515).

**2005:** Under 2005 föll BNP-tillväxten från 3,2 procent 2004 till 1,9 procent. Avmattningen beror delvis på att penningpolitiken stramades åt under senare delen av 2003 till och med mitten på 2004 då styrräntan höjdes till 4,75 procent. Höjningen av styrräntan ledde till en betydande dämpning på prisökningstakten på fastigheter. Den försvagade brittiska fastighetsmarknaden bidrog även till att byggnadsinvesteringarna steg långsammare. Centralbankens sänkning av styrräntan till 4,5 procent i augusti 2005 bidrog till att fastighetspriserna steg något snabbare och hushållens konsumtion stärktes. (Annual Abstract of Statistics 2006)

**2006:** I Storbritannien var BNP-tillväxten 2006 2,9 procent vilket var en återhämtning från den tillfälliga svackan 2005. Det var framförallt den inhemska efterfrågan som drev tillväxten. Hushållens konsumtion gynnades under 2006 av ökad sysselsättning, bra inkomstutveckling och ökade förmögenhetsvärden i fastigheter. (Annual Abstract of Statistics 2007)

**2007:** BNP-tillväxten återhämtade sig ytterligare från nedgången under 2005 till 3,1 procent 2007. Det är fortfarande den inhemska efterfrågan som driver tillväxten. Konjunkturläget försämrades dock det sista kvartalet då tillväxten. (Annual Abstract of Statistics 2008)

**2008:** Under 2008 drabbades Storbritannien av en stark tillbakagång och i spåren av finanskrisen bröts den långvariga tillväxten i det tredje kvartalet. BNP sjönk då med 0,7 procent. Under det fjärde

kvartalet fördjupades konjunktunedgången ytterligare med ett fall i BNP på 1,5 procent. Nedgången skedde på en relativt bred front men det var exporten som stod för det största fallet. Många motåtgärder sattes in av den brittiska regeringen och centralbanken för att mildra problemen inom finanssektorn. Regeringen bistod bankerna genom rekapitalisering och insättningsgarantier. (Annual Abstract of Statistics 2009)

**2009:** Recessionen i Storbritannien, det vill säga den kraftigt minskade BNP-tillväxten, upphörde först i det fjärde kvartalet 2009 då BNP steg med 0,3 procent. Detta var den första ökningen i BNP sedan det första kvartalet 2008. Återhämtningen var delvis en effekt av expansiv finans- och penningpolitik. Dock har kredittillväxten varit begränsad vilket förklaras av restriktiva utlåningsvillkor och av låg kreditefterfrågan. (Annual Abstract of Statistics 2010)

## **2.7 Fastighetsfinansiering**

I både Storbritannien och Sverige är banklån ett vanligt förekommande finansieringsalternativ för fastighetsföretag, dock skiljer sig användningen av olika finansieringskällor åt. Nedan redogörs kort för utbredningen av respektive alternativ i Sverige och Storbritannien.

### **2.7.1 Svensk fastighetsfinansiering**

Det finns i huvudsak tre finansieringsalternativ för svenska fastighetsföretag; lån, företagscertifikat och obligationer (Intervju 3, 100509). Huvudparten av all utlåning hänförlig till svenska fastighetsbolag sker via bostadsinstitut, även kallade hypoteksbolag. De svenska storbankerna har egna bostadsinstitut som i första hand ger krediter till bostadsfastigheter men även till kommersiella fastigheter, kommuner och kommunala fastighetsbolag (Räckle & Waxler, 2005). Under de senaste åren har marknaden för företagsobligationer stått stilla i Sverige. Att obligationer inte är en populär finansieringskälla kan bero på att det ses som dyrt och krångligt då det medför en större och mer omfattande rapporteringsplikt. Dessutom krävs det en viss storlek på företaget för att obligationer skall vara ett relevant och kostnadseffektivt alternativ. (Intervju 3, 100509) Både Kreditgivare X och Hellström anser det troligt att detta finansieringsalternativ kommer bli mer vanligt framöver i och med att bankerna när Basel III införs kommer att få höjda soliditetskrav (Intervju 2, 100413 & 3, 100509).

### **2.7.2 Brittisk fastighetsfinansiering**

I Storbritannien är det vanligt att stora företag vid sidan av traditionella banklån skaffar kapital genom att utfärda eget kapital och skulder på kapitalmarknaderna. Även om banklån är den vanligaste finansieringsformen finns det stora möjligheter för stora brittiska företag att ha diversifierade finansieringskällor. Mindre brittiska bolag är istället mer beroende av banklån vilket delvis beror på att de är i behov av avsevärt mindre belopp för att finansiera sina verksamheter. Samtidigt är det sällan ekonomiskt fördelaktigt för dessa bolag att bekosta en kreditrating vilket ofta krävs för att anskaffa kapital på kapitalmarknaderna. (Trends in lending, maj 2009) Hellström menar att obligationer används avsevärt mer i Storbritannien än vad det används i Sverige vilket Kreditgivare X instämmer i (Intervju 2, 100413 & 3, 100509). Vidare menar Kreditgivare X att en av anledningarna är att det länge varit billigare för brittiska företag att samla kapital på obligationsmarknaden (Intervju 3, 100509).

På senare tid har den traditionella brittiska kreditmarknaden drabbats av svårigheter (Cross, 2010). I ett pressmeddelande från CB Richard Ellis, världens största kommersiella fastighetskonsultbolag, uppskattas det finnas dåligt säkrade europeiska fastighetslån till ett värde av cirka 200 miljarder EUR.

CB Richard Ellis menar att den brittiska marknaden är mer utsatt för problematiska lån än vad många andra europeiska länder är. Vidare nämner fastighetskonsultbolaget att Tyskland och Storbritannien upplevde mycket höga mått på främmande kapital till fast ränta i förhållande till eget kapital under fastighetsmarknadens topp 2006-2007 och därför är det inte konstigt att dessa marknader också nu har en högre proportion av problematiska lån. (cbre.eu, 100525)

## **2.8 Kreditgivning till fastighetsbolag**

Eftersom långivare förvaltar insättarnas pengar är det viktigt att låneinstitut lånar ut pengar till låntagare som med tillräcklig stor säkerhet bedöms kunna betala (Räckle & Waxler, 2005). I allmänhet ses motparten som viktigare än själva objektet vid kreditgivning, förtroendet mellan bank och kund är av central betydelse. Låneinstitut granskar bland annat hur det kreditsökande företags tidigare meriter ser ut (framförallt driftnetto, finansiella policys och finansiell ställning), hur de behandlar de risker som kan uppstå, hur väl finansiella mål efterlevs samt hur riskspridningen inom företaget ser ut. Oavsett hur det kreditsökande företags tidigare prestationer ser ut är det av intresse för låneinstitutet att bedöma ägarstrukturen, det vill säga de människor som står bakom företaget. (Intervju 3, 100509)

Enligt Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) värdesätter låneinstitut företag med låg belåningsgrad eftersom det alltid är positivt att ha en buffert i sämre tider, dock finns en stor medvetenhet kring att belåningsgrad i många fall är nära kopplat till företags strategi, riskbenägenhet och ägarstruktur vilket kan förändras med tiden. Det är dessutom av stor vikt att det kreditsökande företags fastigheter passar in i institutets portfölj av fastigheter så att de kan sprida den risk utlåning till fastighetsföretag innebär. (Ibid.)

Vid långivning kräver ofta låneinstitut även någon form av säkerhet i form av företagsinteckning, borgensåtagande eller inteckning i fast egendom. Inteckning i fast egendom kan göras i såväl kommersiella fastigheter, bostadsfastigheter och industrifastigheter (Räckle & Waxler, 2005). Begreppet fastighetslån används för olika typer av långfristiga lån med panträtt i fastigheten som säkerhet (Lantmäteriverket, 2005). Grunden vid kreditgivning till fastighetsföretag är låneinstitutets interna värdering av fastigheterna vilken många gånger i stort stämmer överens med bolagets egen värdering (Intervju 3, 100509).

När ett låneinstitut utvärderar ett kreditsökande företag begärs förvaltar rapporter för aktuella fastigheter in. Rapporten innehåller delvis information om antal hyreskontrakt, kontraktens löptid, villkor samt fastigheternas generella underhållskostnader. Det inkrävda materialet skickas sedan vidare till en intern värderingsman som eventuellt även gör en fysisk besiktning av aktuella fastigheter. Slutligen beräknar värderingsmannen ett avkastningsvärde utefter enskild banks specifika avkastningsmodell, vilket utgör grunden för kreditgivning. Det låneinstitut främst beaktar är reala mått som beskriver kärnverksamheten såsom förvaltningsresultat och driftnetto. De flesta andra mått har inte substans då de påverkas av värdeförändringar. (Ibid.)

Kreditgivare ger normalt lån i form av bottenlån upp till 70-80 procent av fastighetens bedömda marknadsvärde. Om ytterligare belåning behövs sker detta normalt genom topplån. Fastigheter som istället bedöms vara förknippade med högre risk belånas i allmänhet med en lägre andel av marknadsvärdet. I högkonjunktur är räntan högre än vad den är i lågkonjunktur eftersom efterfrågan på lånat kapital till stor del styr kostnaden för lån. (Räckle & Waxler, 2005)

### **2.8.1 Kreditvärdighet**

I de fall där inteckning i fastighet utgör säkerhet prövar låneinstitut låntagares betalningsförmåga genom att bland annat bedöma fastigheterna beräknade marknadsvärde, eventuell alternativanvändning och framtida kassaflöden. Driftnetto för en fastighet påverkar således låntagarens betalningsförmåga eftersom driftnetto tillsammans med rådande ränteläge samt amorteringstakt i sin tur påverkar fastighetsägarens inestående betalningsnetto. Betalningsnetto visar vilket amorteringsutrymme som föreligger samt den räntebelastning som fastighetsägaren klara av. En fastighets kassaflöde är starkt konjunkturberoende och därför är ett bedömt marknadsvärde på en fastighet inte statistiskt utan ett värde som hela tiden förändras. (Räckle & Waxler, 2005)

Företag med god kreditvärdighet eller fastigheter med låg risk får ofta en lägre ränta eller amorteringsgrad. På svaga marknader eller om fastighetspant bedöms vara förknippad med hög risk får istället låntagaren ofta en högre ränta då långgivare bedömer att amortering kommer att ta längre tid samt att risken för konkurs är större. (Ibid.)

### **2.8.2 Kreditrating**

Kreditrating beskriver kreditvärdigheten hos bland annat personer, företag, obligationer och länder. Rating tilldelas av fristående kreditratingsföretag och den kreditrating ett företag får indikerar dess möjlighet att betala lån. Betalningsförmåga bedöms inte enbart utifrån företagets finansiella ställning (exempelvis förhållande mellan skulder och eget kapital), utan land och industri är faktorer som också påverkar kreditratingen. (Berk & DeMarzo, 2007)

En hög kreditrating innebär att det är låg risk att företaget ställer in betalningar på sina lån medan en låg kreditrating innebär att det är hög risk att företaget ställer in betalningar. Det kreditvärderingsbetyg ett företag får avgör till stor del vilken ränta företaget får på sina lån. (Ibid.) Trots att låneinstitut ofta ser positivt på att kreditsökande bolag är ratade då det är frivilligt, gör de ofta en intern rating eftersom institutets egen relation med kunden är centralt vid kreditgivning. (Intervju 3, 100509)

### **2.8.3 Lånevillkor**

Löptiderna för fastighetslån varierar mellan olika kreditgivare men vanligen löper krediter till bostadsfastigheter på 30-50 år. Krediter till kommersiella fastigheter har vanligtvis kortare löptider och bör ansluta till fastighetens ekonomiska livslängd. För den låntagare som vill betala tillbaka ett lån med bunden ränta i förtid finns möjligheten att förtidslösa lånet. Dock måste låntagaren utge en ränteskillnadsersättning till långgivaren som kompensation eftersom långgivare bundit upp pengarna med garanterad avkastning på annat håll genom försäljning av obligationer. (Räckle & Waxler, 2005)

Utöver de traditionella lånevillkoren som rör fast och rörlig ränta finns ofta klausuler i utlåningsavtalen som ställer krav på låntagarens finansiella struktur. Exempelvis kan det gälla löpande avstämningar på företagets soliditet. Om den understiger en viss förutbestämd nivå har låneinstitutet rätt att vidta åtgärder. (Intervju 3, 100509)

## 2.9 Målstyrning

Det är vanligt förekommande att företag i sin verksamhet arbetar med olika mål som beskriver ett önskvärdt framtida tillstånd. Ekonomiska mål kan vara av både finansiell och icke-finansiell karaktär. Finansiella mål kan exempelvis avse lönsamhet, likviditet och soliditet. Icke-finansiella mål definieras ofta med utgångspunkt i aspekter som bland annat rör kunder, kvalitet, produktutveckling och flexibilitet. (Ax et al., 2009)

När målen är av ekonomiskt slag samlas de satsningar som görs under benämningen ekonomistyrning. Styrning handlar alltså om att få bolaget att sträva mot uppställda mål och det finns inte endast ett sätt på vilket detta kan ske utan ekonomistyrning kan ske på flera sätt och med olika slag av hjälpmedel. Lika viktigt som att formulera mål och följa hur väl dessa uppfylls, är formerna för hur det sker. Om exempelvis målen och måtten saknar acceptans hos berörda parter har de en begränsad nytta. (Ibid.) Både Okere (2010) och Bauer (2004) instämmer. Okere (2010) tillägger även att konsekvent måluppfyllelse ofta motverkas av att fel verktyg och tekniker används på grund av att kunskap saknas. Bauer (2004) menar dock att konsekvent måluppfyllelse ofta motverkas av att fel mål sätts upp.

### 2.9.1 Soliditet

Det är vanligt förekommande att styra på soliditet (Ax et al., 2009). Det vanligaste soliditetsmättet är kvoten av eget kapital och det totala kapitalet (Thomasson et al., 2006).

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Totalt kapital}}$$

Mättet beskriver den finansiella styrkan (Nilsson et al., 2002). Soliditet visar på i vilken grad företag har möjlighet att överleva tillfälliga bakslag, upprepade förluster samt konjunktursvackor, det vill säga, hur stabilt företaget är finansierat. Det centrala för att företag skall överleva långsiktigt är att dess verksamhet är lönsam. Räntor på skulder ska kunna betalas och lån skall kunna amorteras. Dock kan utdelning till aktieägare hållas tillbaka om lönsamheten temporärt sjunker. Möjligheten att förbättra soliditet hänger således samman med verksamhetens lönsamhet. (Thomasson et al., 2006) Generellt sett bör soliditeten ligga på en högre nivå ju högre risk det är inom den bransch företaget är verksamt (Nilsson et al., 2002).

## 3. METOD

*I metodkapitlet redogörs för de metodval samt avgränsningar som gjorts. Vidare presenteras vilken typ av data som studien utgår från samt urvalsprocessen. Därefter följer ett avsnitt om insamlad datamaterial och vilka analysvariabler den statistiska studien bygger på. Kapitlet rundas av med en diskussion rörande undersökningens kvalitativa egenskaper.*

### 3.1 Kvantitativ ansats

En studie kan angripas utifrån två huvudsakliga perspektiv; kvantitativ och kvalitativ ansats. I en kvantitativ studie utgår man från ett större material i syfte att generalisera resultatet. I kvalitativa studier fokusera man däremot på material från färre antal enheter för att få fram ett detaljerat och unikt resultat. Således är det ofta svårt att generalisera resultat från en kvalitativ studie. (Jacobsen, 2002) I denna studie har en kvantitativ ansats valts eftersom författarna avser att undersöka samband mellan ett stort antal observationer. Anledningen till att det kvantitativa angreppssätt valts, motiveras med de fördelar som Holme & Solvang (1997) påpekar med studier av denna karaktär. Två av fördelarna gäller möjligheten att kunna konstatera samband och generalisera. Den kvantitativa ansatsen är också fördelaktig då den medför objektiv datainsamling. Eftersom inga respondenter träffas är datamaterialet neutralt och oberoende av insamlingsteknik. Därutöver har det insamlade datamaterialet också testat statistiskt vilket medför att resultatet är säkerställt på ytterligare ett sätt.

Studien har även kvalitativa inslag då tre intervjuer har genomförts. Den första intervjun genomfördes för att få förståelse för redovisning i fastighetsföretag. För att få förståelse för de specifika förhållanden som råder inom den svenska fastighetsbranschen samt för att få respons på frågeställning från branschkunig genomfördes en andra intervju. Den sista intervjun gav författarna förståelse för hur kreditgivning till fastighetsbolag i allmänhet går till. De två sistnämnda intervjuerna har även använts som kompletterande referenser i referensramen.

### 3.2 Metodologiska avgränsningar

Eftersom IFRS blev obligatoriskt för alla koncerner inom EU 2005 har författarna valt att avgränsa studien till tidsperioden 2005-2009. Enbart årsredovisningar har valts att studeras då kvartalsrapporter inte är granskade av revisorer. Då de brittiska bolagens räkenskapsår skiljer sig åt sinsemellan och jämfört med svenska bolags har justering skett, se exempel i bilaga 5.

### 3.3 Urvalskriterier och undersökta fastighetsföretag

Då studiens syfte är att kartlägga hur sambandet mellan orealiserade värdförändringar rörande förvaltningsfastigheter och räntebärande skulder ser ut i svenska och brittiska fastighetsbolag är studien inriktad på fastighetsföretag som huvudsakligen förvaltar fastigheter. Således bortser studien från fastighetsföretag som förvaltar samtidigt som de till stor del även bygger och säljer fastigheter. Då noterade bolag inom EU tillämpar samma regelverk vid upprättande av finansiella rapporter har författarna valt att inrikta studien på noterade fastighetsföretag. Följaktligen använder både de brittiska och de svenska noterade fastighetsföretagen IFRS vilket underlättar studien.

Gällande svenska fastighetsföretag har författarna utgått från de aktier som den 19 april 2010 var listade på Nasdaq OMX Stockholm och tilldelade GICS-koden 40403020<sup>10</sup> (nasdaqomx.com, 100419). Totalt fanns det detta datum 23 aktier listade. Koden 40403020 representerar företag som är klassificerade enligt följande: Financials - Real Estate - Real Estate Management & Development - Real Estate Operating Companies. Således bortser studien från vilken av Nasdaq OMX Stockholms listor som företagen är listade på.

Gällande brittiska fastighetsföretag utgår studien från de företag som den 19 april 2010 var listade på London Stock Exchange och sektorindelade i gruppen Real Estate Investment & Services samt undergruppen Real Estate Holding & Development (londonstockexchange.com, 100419). Totalt fanns det 105 bolag listade inom sektorn detta datum. Även här bortses från vilken lista företagen befinner sig på.

De brittiska och svenska bolag som inte varit listade under hela perioden 1 januari 2005 till och med 31 december 2009 exkluderades då de onoterade bolagen inte är tvingade att följa IFRS. På Nasdaq OMX Stockholm fanns det två företag med flera aktier listade och aktien som inte var huvudnotering sorterades bort. Sammantaget reducerar dessa val antalet svenska fastighetsbolag till 12 stycken och brittiska till 35.

Då ovan nämnda kriterier reducerar antalet svenska bolag till 12 stycken har författarna för enkelhetens skull valt att studera ett lika stort antal brittiska bolag, se bilaga 1. Således har de brittiska företagen rankats efter störst genomsnittlig storlek på balansomslutningen utifrån information presenterad i de finansiella rapporterna mellan åren 2005-2009, oavsett räkenskapsår. De 12 brittiska bolag som författarna slutligen valt att studera är de som utifrån ovanstående rangordning också har alla finansiella rapporter tillgängliga på hemsida och där förvaltningsfastigheter utgör minst 51 procent av både anläggningstillgångar och balansomslutning, se bilaga 2.

<b>Sverige</b>	<b>Storbritannien</b>
Atrium Ljungberg	CLS Holdings
Balder	Daejan Holdings
Brinova	Helical Bar
Castellum	Invesco Property Income
Fabege	Invista Foundation Property
Fast Partner	ISIS Property Trust
Heba Fastighets	London & Associated Prop.
Hufvudstaden	Minerva
Klövern	Panther Securities
Kungsleden	Songbird Estates
Sagax	St. Modwen Properties
Wallenstam	Unite Group

FIGUR 1: TABELL ÖVER STUDERADE FÖRETAG

De 24 fastighetsföretagen motsvarar en urvalsfraktion på 19,0 procent. Sett till endast de svenska företagen motsvarar urvalsfraktionen 57,1 procent, sett till de brittiska företagen motsvarar fraktionen istället 11,4 procent. En komplett lista över fastighetsföretagen återfinns i bilaga 1 och 2. För att se de studerade bolagens genomsnittliga tillgångsmassa se bilaga 3.

<sup>10</sup> Nasdaq OMX Stockholm sektorindelar företagen enligt GICS, Global Industry Classification Standard



### 3.4 Datamaterial

Datamaterialet som ligger till grund för studien består av årsredovisningar som manuellt hämtats från respektive företags hemsida. En årsredovisning är en sammanställning av ett företags prestation under ett räkenskapsår och information är insamlad för att förmedlas ut till företagets intressenter. Datamaterialet i studien är således sekundär i sin karaktär. Den insamlade uppgifterna från årsredovisningar utgör tvärsnittsdata då de uppvisar ett tillstånd vid en viss absolut tidpunkt. (Jacobsen, 2002)

Följande data har insamlats från respektive företag:

Resultaträkning	Balansräkning	
	Tillgångar	Eget kapital & skulder
Orealiserade värdeförändringar	Förvaltningsfastigheter	Aktiekapital
Realiserade värdeförändringar	Anläggningstillgångar	Balanserad vinst
Årets resultat före skatt	Kassa/bank	Eget kapital
Årets resultat efter skatt	Omsättningstillgångar	Långfristiga räntebärande skulder
		Kortfristiga räntebärande skulder
		Totala skulder

FIGUR 2: INSAMLAD DATA FRÅN RESULTAT- OCH BALANSRÄKNING (EGEN BEARBETNING)

I flertalet företag står orealiserade och realiserade värdeförändringar som separata poster i resultaträkningen, dessa poster har då avlästs direkt. En del företag har dock slagit ihop dessa poster och information om respektive post har då återfunnits i noterna.

I de studerade svenska fastighetsföretagen utgör räkenskapsåret även kalenderår, i de brittiska bolagen varierar dock räkenskapsåren. Författarna har valt att ha med 6 stycken bolag som inte har kalenderår som räkenskapsår då det endast finns ett fåtal brittiska bolag som använder sig av kalenderår. Att enbart använda sig av brittiska bolag med kalenderår skulle ge en än större spridning i storlek på företag och således ett skevt urval ur populationen. För att kunna jämföra de finansiella rapporterna från år till år har författarna valt att justera räkenskapsåret för dessa brittiska bolag. Följaktligen har författarna antagit att de studerade årsposterna är jämt fördelade per månad och sedan har ett justerat kalenderår räknats fram med utgångspunkt i månadsresultaten, se bilaga 5 för ett exempel innan och efter justering.

För att kunna jämföra respektive lands bolag med varandra har författarna valt att räkna om posterna till valutans EUR. Genomsnittskursen för respektive år 2005-2009 har hämtas från Riksbanken och Bank of England, se bilaga 6. (riksbank.se, bankofengland.co.uk, 100427)

### 3.5 Analysvariabler

Variablerna orealiserade värdeförändringar och belåningsgrad används i studiens samtliga tester. Testerna är uppdelade i tre huvudsakliga grupper. Det första testet prövar hur sambandet mellan variablerna ser ut och de andra två testerna är uppdelade utifrån land och konjunkturläge för att se om detta inverkar på sambandet.

Den ena variabeln som testas är procentuell värdeförändring:

$$\text{Procentuell värdeförändring} = \frac{\text{Orealiserade värdeförändringar}}{\text{Förvaltningsfastigheter} - \text{Orealiserade värdeförändringar}}$$

I den statistiska studien testas enbart orealiserade värdeförändringar i förhållande till värdet på förvaltningsfastigheterna, således studeras inte realiserade värdeförändringar. Fokus ligger på orealiserade värdeförändringar då författarna är intresserade av hur värdeförändringar hänförliga till befintligt fastighetsbestånd verkar som grund vid belåning. Överlag är inte realiserade värdeförändringar särskilt stora i förhållande till orealiserade värdeförändringar och fastighetsbeståndet i helhet. Författarna är medvetna om att procentuell värdeförändring kan vara missvisande då årets värdeförändring sätts i relation till totala förvaltningsfastigheter. Således relateras värdeförändringar hänförliga till befintliga fastigheter även till värdet på förvärv som skett under räkenskapsåret.

Den andra variabeln som testas är belåningsgrad:

$$\text{Belåningsgrad} = \frac{\text{Räntebärande skulder}}{\text{Förvaltningsfastigheter}}$$

I fastighetsbolag är belåningsgrad ett relevant mått då nyckeltalet utgår ifrån företagets räntebärande skulder i relation till huvudsakliga tillgångar. Författarna har valt ovanstående definition då förvaltningsfastigheter utgör övervägande del av både anläggningstillgångar och totala tillgångar i studiens valda företag.

### **3.6 Undersökningen kvalitet**

I detta avsnitt resoneras kring studiens reliabilitet och validitet. Därtill diskuteras även källor samt undersökningsmässiga fel.

#### **3.6.1 Reliabilitet**

Reliabiliteten mäter tillförlitligheten och trovärdigheten i en undersökning och är således viktig (Jacobsen, 2002). De siffror som har använts är genomgående hämtade från respektive bolags årsredovisning och reliabiliteten i de siffrorna är per definition hög då de finansiella rapporterna är granskade av revisorer. En upprepad insamling av dessa siffror bör således generera liknande resultat då siffrorna från årsredovisningarna endast går att utläsa på ett sätt. Om siffror av misstag har avlästs på fel sätt från årsredovisningen försämras reliabiliteten.

Då bolag från två olika länder har studerats med olika räkenskapsår och olika redovisningsvalutor har författarna valt att korrigera detta på egen hand för att öka jämförbarheten mellan bolagen, länderna och över tiden i studien. Författarna har ingående valt att förklara hur denna justering gått till, därutöver finns bilaga tillhandahållen vilken visar hur det har sett ut före och efter justering för ett bolag (bilaga 6). Författarna anser således inte att korrigeringarna avsevärt minskar studiens reliabilitet.

Vidare anser författarna att reliabiliteten inte nämnvärt påverkas av att studien bortser från realiserade värdeförändringar då de varken är särskilt stora i förhållande till orealiserade värdeförändringar eller fastighetsbeståndet i helhet. Det samma gäller för det faktum att

orealiserade värdeförändringar hänförliga till befintliga fastigheter även relateras till förvärv som skett under räkenskapsåret eftersom de studerade företagen överlag inte gjort påfallande stora förvärv under den studerade perioden.

### **3.6.2 Validitet**

Validitet är ett kvalitetsmått som kan delas in i intern och extern validitet. Måttet uttalar sig om huruvida det som mäts faktiskt är det som avses mätas. Med intern validitet avses att det som åsyftas att mätas i studien verkligen är det som undersökts medan extern validitet behandlar generaliserbarheten i de resultat och slutsatser som framkommer. (Jacobsen, 2002)

Författarna har använt sig av ett statistiskt test för att se om det föreligger ett eventuellt samband mellan studiens två variabler. Testet har sedan utförts i olika grupper för att konkretisera det studien avsåg att mäta samt för att uppnå syftet vilket kan anses stärka den interna validiteten.

Den externa validiteten för de svenska bolagen är relativt hög då urvalsfraktionen motsvarar 57 procent. Urvalsfraktionen för de brittiska bolagen är dock lägre, 11 procent, och resultaten blir således mindre generaliserbara för de brittiska bolagen. Kritik mot undersökningen kan även vara att antalet företag totalt sett kan anses som för litet för att dra generella slutsatser. Då företag fallit bort ur undersökningen på grund av valda avgränsningar kan undersökningens resultat ha försämrats.

För att god validitet ska uppnås i studien krävs att de variabler som används för att besvara studiens uppställda samband även mäter det som ämnas testas. En närmare förklaring av analysvariablerna finns att finna i avsnitt 3.5 *Analysvariabler*.

### **3.6.3 Kritisk diskussion**

Flera kritiska överväganden aktualiserades vid det praktiska genomförandet av studien. De studerade bolagens tillgångsmassa skiljer sig väsentligen åt. Värdeförändringarna har således satts i relation till totala förvaltningsfastigheter för att talen ska bli mer jämförbara mellan bolagen. Även skillnader i hur stor andel förvaltningsfastigheterna utgör av både anläggningstillgångar och total tillgångsmassa skiljer sig åt. Författarna har satt som gräns att förvaltningsfastigheter ska utgöra minst 51 procent av både anläggningstillgångar och totala tillgångar för att företagen ska ingå i studien.

Generellt sett har de brittiska bolagen en mer varierad verksamhet där förvaltningsfastigheter utgör en stor del, men bolagen innehar även fastigheter för försäljning och förvaltningsfastigheter under utveckling. Då det mått för belåningsgrad som används utgår från att alla räntebärande skulder är hänförliga till förvaltningsfastigheterna kan detta utgöra en eventuell felkälla för de bolag där de räntebärande skulderna är hänförliga till andra stora tillgångar. Den statistiska studien kan även bli aningen missvisande då både avyttringar och förvärv av fastigheter påverkar förändring i belåningsgrad.

Eftersom företag inte antas kunna justera sin belåningsgrad innan orealiserade värdeförändringar är konstaterade borde tidsjustering göras genom att belåningsgraden justeras fram i tiden så att värdeförändringarnas effekter på variabeln på ett bättre sätt kan testas. När variablerna statistiskt testades gjordes dock ingen tidsjustering då författarna anser att belåningsgraden, om den justeras ett år fram i tiden, inte på ett relevant sett visar på hur värdeförändringar påverkar. Författarna anser att ett år fram i tiden är för stor tidsjustering. Det vore troligen bättre att göra tidsjustering på belåningsgraden ett kvartal framåt men då inte kvartalsrapporter granskas av revisorer är

kvartalsrapporter inte lika tillförlitliga som årsredovisningar. Således har ingen tidsjustering gjorts då författarna anser att inget av de två alternativen ger avsevärt högre relevans.

Undersökningar kan vara behäftade med en rad fel, däribland systematiska fel. Systematiska fel kan delas upp i ram- och bearbetningsfel och felen i sig kan påverka resultatet och orsaka feltolkningar. (Körner & Wahlgren, 2006) Ramfel kan bero på att samtliga noterade fastighetsföretag inte har givits samma möjlighet att hamna i urvalet medan bearbetningsfel kan uppstå när den mänskliga faktorn kan ha påverkat hur data hanterats. Då urvalet utgår från två olika etablerade börslistor torde ramproblematiken delvis ha kringgått. Risken för bearbetningsfel har minimerats då samtliga siffror har behandlats i kalkyleringsprogrammet Microsoft Excel. Den data som bearbetats i Microsoft Excel har sedan testats direkt i SPSS varför det finns goda förutsättningar för att det undersökta materialet är korrekt framställt.

Slutligen vill författarna poängtera att statistiska metoder inte per automatik är att betrakta som en given sanning och läsaren därför bör göra en egen bedömning av rimligheten i de resultat som framkommit.

## 4. DATAANALYS

*I kapitlet presenteras hur de framräknade analysvariablerna har testats. Korrelation och regression klargörs samt hur signifikansnivån för studiens tester har bestämts och hur avvikande observationer har hanterats. Syftet med kapitlet är att fungera som en övergång mellan metod- och empirikapitlet.*

### 4.1 Test av variablerna

Studien ämnar statistiskt testa om räntebärande skulder påverkas av värdeförändringar på förvaltningsfastigheter genom att ställa belåningsgrad (räntebärande skulder i förhållande till förvaltningsfastigheter) mot värdeförändringar i relation till förvaltningsfastigheternas redovisade värde. Bolagens realiserade värdeförändringar av förvaltningsfastigheter och belåningsgrad för åren 2005-2009 har således testats i statistikprogrammet SPSS för att se om korrelation och regression föreligger. Korrelation och regression syftar sig till att uttala sig om huruvida det föreligger ett samband mellan variablerna eller inte (Körner & Wahlgren, 2002).

Enligt Körner och Wahlgren (2002) är ett vanligt tillvägagångssätt vid analys av samband mellan två variabler att illustrera datamaterialet i ett spridningsdiagram. Spridningsdiagram visar sambandet mellan två variabler där den beroende variabeln visas på y-axeln och den oberoende variabeln på x-axeln. Punkter som motsvarar ett värde hos den beroende respektive oberoende variabeln ritas in i diagrammet. Viktigt är att i spridningsdiagrammet reflektera över eventuella outliers och försöka finna en förklaring till det avvikande mönstret. Utförda tester bör således göras både med och utan eventuella outliers för att resultatet ska kunna appliceras på materialet i stort. (Ibid.)

Diagrammet kan både utvisa ett positivt och ett negativt samband. Ett positivt samband innebär att en ökning i värdet för den oberoende variabeln ger en ökning i värde för den beroende variabeln och ett negativt samband innebär att en ökning i värde för den oberoende variabeln ger en minskning i värde för den beroende variabeln. (Andersson et al, 2007)

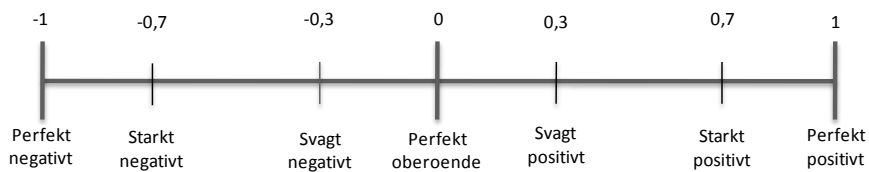
Ett samband kan vara både linjärt och icke-linjärt. Polynomsamband och exponentiella samband är exempel på icke-linjära samband (Ibid.). Linjen eller kurvan i diagrammet visar trenden i observationsvärdenas placering i förhållande till varandra. Sambandsanalysen avgörs sedan utifrån vilket samband (linjärt eller icke-linjärt) som bäst speglar observationsvärdenas placering i spridningsdiagrammet. (Körner & Wahlgren, 2002) Då denna studie antas utvisa ett linjärt samband mellan de två variablerna motiveras beräkning av korrelation och linjär regressionsanalys.

### 4.2 Korrelation

Korrelation är ett statistiskt mått som visar på om det finns ett linjärt samband mellan variabler. Vid ett uttalande om det finns positivt samband eller positiv korrelation mellan två variabler är detta en bedömning av materialet i stort och således kan enskilda observationer avvika från vad som gäller i genomsnitt. (Körner & Wahlgren, 2005)

Ett mått på det linjära sambandets styrka är korrelationskoefficienten som brukar betecknas  $r$ . Korrelationskoefficienten kan anta ett värde mellan  $-1$  och  $+1$ . Erhålls ett värde nära  $-1$  eller  $+1$  kan det vara lämpligt att beskriva sambandet mellan variablerna med en rät linje. Erhålls däremot ett värde nära noll finns inget linjärt samband mellan variablerna men det kan fortfarande finnas ett samband såsom ett andragradssamband eller exponentiellt samband. Först när detta har testats kan

en slutsats att variablerna är helt oberoende fastslås. Korrelation säger inget om orsakssambandet mellan variablerna. (Körner & Wahlgren, 2002)



FIGUR 3: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

I denna studie testas regression i de fall korrelationen är mindre än -0,3 eller större än 0,3 samtidigt som resultatet är statistiskt säkerställt.

### 4.3 Regression

Till skillnad från korrelation som visar om det finns ett samband mellan variablerna visar regression vilket sambandet är (Løvås, 2006). Regression mäter således styrkan i sambandet mellan variabler där orsakssambandet är känt. I vissa situationer kan det vara svårt att avgöra vilken variabel som är beroende respektive oberoende då orsaksförhållandet mellan variablerna inte är uppenbart. (Körner & Wahlgren, 2002) Då syftet med studien är att se om värdeförändringarna påverkar belåningsgraden så ses värdeförändringen i den statistiska studien som en variabel som inte företaget kan påverka i alltför hög grad. Beroende på värdeförändringen kan företagen därefter välja om de vill belåna fastigheterna ytterligare. Värdeförändringarna ses således som den oberoende variabeln och belåningsgrad som den beroende variabeln.

Regressionsekvationen som beskriver sambandet mellan variablerna kan ritas upp som en linje i ett diagram. För att erhålla regressionslinjen används minsta-kvadratmetoden. Metoden innebär att en linje skapas utifrån observationerna och därefter kvadreras avståndet mellan respektive observationspunkt och linjen. Den linje som ger den lägsta summan av avvikelsekvadraterna väljs och utgör regressionslinjen. (Körner & Wahlgren, 2005)

Regressionslinje:

$$y = a + b * x$$

A anger var regressionslinjen skär y-axeln och b utgör linjens riktningskoefficient, regressionskoefficient, och visar på linjens lutning. För denna studie är det ej relevant att utläsa vad en viss nivå på värdeförändringar ger för utslag på belåningsgraden eller tvärtom utan istället är det relevant att se vad som i genomsnitt händer med belåningsgraden då värdeförändringar uppstår. Då belåningsgraden inte kan vara negativ är det inte heller relevant att studera linjen då den ligger under noll på y-axeln.

För att se hur starkt det linjära sambandet mellan variablerna är studeras determinationskoefficienten,  $r^2$ , som kan anta ett värde mellan 0 och +1. Determinationskoefficienten utgör regressionsanalysens förklaringsgrad och anger hur stor del av den totala variationen för den beroende variabeln som förklaras av det linjära sambandet med den oberoende variabeln. En determinationskoefficient på 0,6 betyder således att 60 procent av variationen i den beroende variabeln kan förklaras av den oberoende variabeln. (Ibid.)

#### **4.4 Signifikansnivå och avvikande observationer**

För att undersöka säkerheten i utförda tester bör en signifikansnivå bestämmas. I praktiken är den vanligaste signifikansnivån 5 procent vilket innebär att resultatet endast till 5 procent kan bero på slumpen. (Körner & Wahlgren, 2005) Detta anses som rimligt och signifikansnivån för studien har således satts till 5 procent.

P-värdet anger styrkan på testernas resultat utifrån tre grader; en-, två- och trestjärnig signifikans. Ju högre grad av signifikans desto starkare stöd för att felaktiga slutsatser om variabelernas samband inte görs. Är p-värdet under fem procent är resultatet statistiskt säkerställt och är det över fem procent kan testresultatet ha berott på slumpmässiga faktorer. (Körner & Wahlgren, 2006) Då studien har uppsatt signifikansnivå på 5 procent accepteras två- och trestjärnig signifikans.

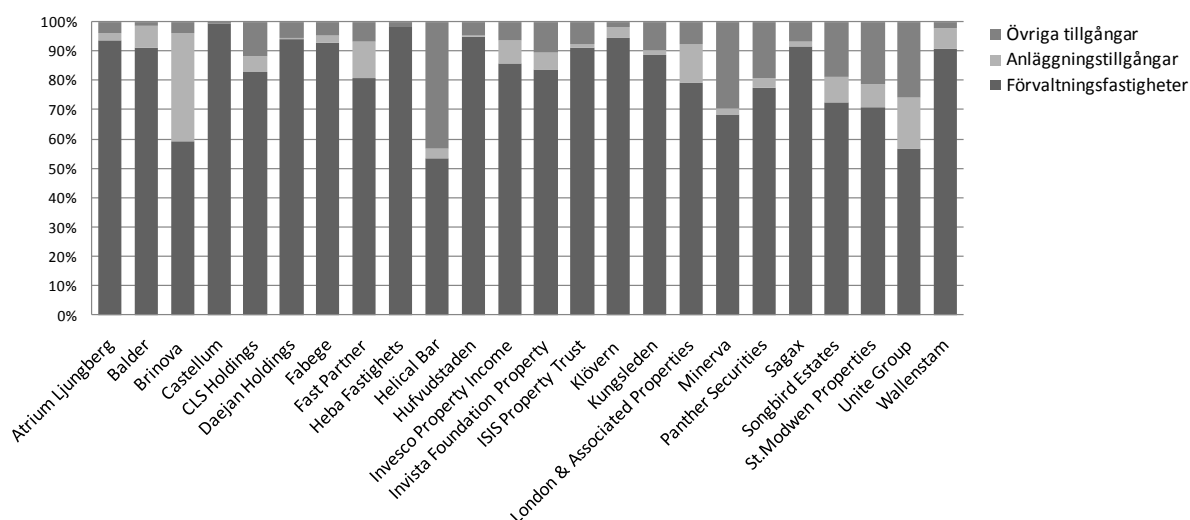
Då resultatet av testerna kan påverkas av avvikande observationer, så kallade outliers, är det viktigt att testerna görs både med och utan eventuella outliers för att resultatet ska kunna appliceras på materialet i stort. Det är även viktigt att reflektera över eventuella avvikande observationer och försöka finna en förklaring till det avvikande mönstret. (Körner & Wahlgren, 2002) Observationer som avviker med mer än tre standardavvikelser klassificeras som outliers.

## 5. EMPIRI

I kapitlet ämnar författarna beskriva studerade företag och insamlad data genom sammanställning av insamlade poster hämtade från årsredovisningar i ord, figurer och tabeller. Data som beskriver företagens tillgångar och lönsamhet, finansiella ställning samt förvaltningsfastigheter presenteras.

### 5.1 Tillgångar och lönsamhet

Nedanstående diagram visar bolagens genomsnittliga fördelning av tillgångar utifrån förvaltningsfastigheter, anläggningstillgångar och övriga tillgångar.



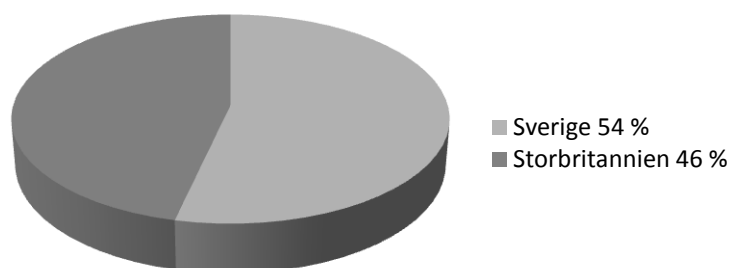
FIGUR 4: FÖRDELNING AV TILLGÅNGAR I GENOMSnitt 2005-2009 – STORBRIANNIEN & SVERIGE

De företag som har minst andel förvaltningsfastigheter i relation till övrig tillgångsmassa är Brinova, Helical Bar och Unite Group. I Brinovas fall utgörs resterande del av anläggningstillgångarna utav andra långfristiga värdepappersinnehav vilket gör att företaget får en relativt låg andel förvaltningsfastigheter i relation till både anläggningstillgångar och total tillgångsmassa.

Helical Bar har i motsats till Brinova en stor andel förvaltningsfastigheter i relation till anläggningstillgångar. I Helicals fall beror istället den relativt låga andelen förvaltningsfastigheter utav total tillgångsmassa på att företaget under omsättningstillgångar innehar relativt många fastigheter för handel.

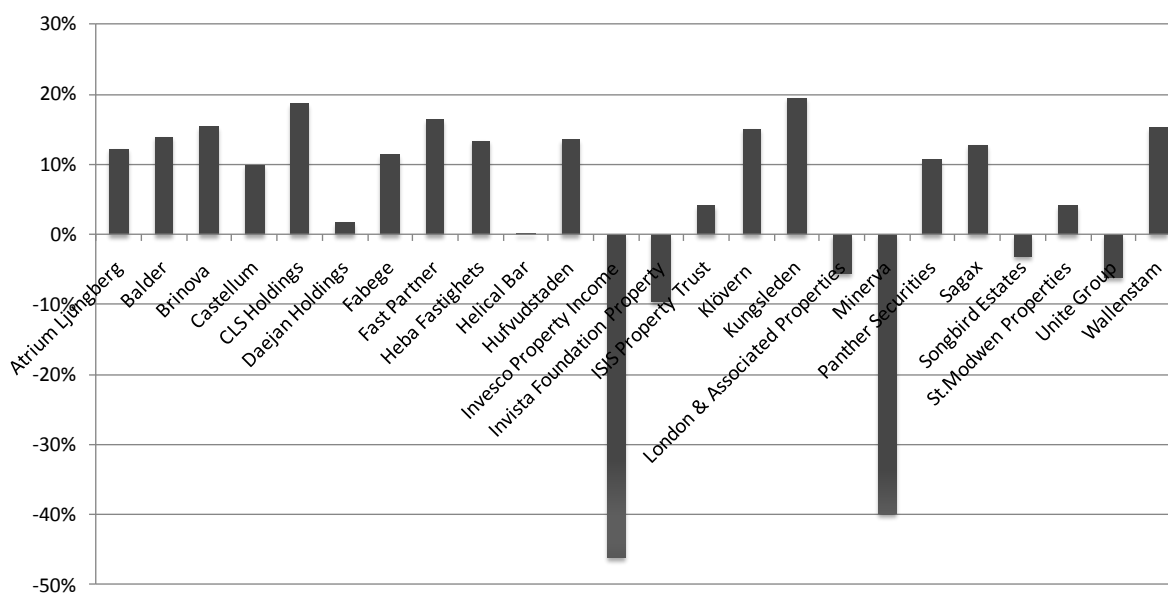
Att Unite Groups förvaltningsfastigheter utgör en relativt liten del av den totala tillgångsmassan beror dels på att de under anläggningstillgångar även har en stor andel av investeringar i joint-ventures samt att de under omsättningstillgångar även har flera fastigheter under uppförande. Oberoende av variationer i fördelning av tillgångsslag företagen emellan utgör förvaltningsfastigheterna minst 51 procent av den totala tillgångsmassan i alla de 24 studerade företagen.





FIGUR 5: GENOMSNITTLIG VÄRDE PÅ FÖRVALTNINGSFASTIGHETER 2005-2009 – STORBRIANNIEN KONTRA SVERIGE

De svenska bolagens genomsnittliga värde på förvaltningsfastigheter 2005-2009 är större än de brittiska företagens. De svenska företagens förvaltningsfastigheter utgör 54 procent av de 24 studerade företagens gemensamma genomsnittliga värde 2005-2009 medans de brittiska bolagens förvaltningsfastigheter utgör 46 procent.



FIGUR 6: RESULTAT INNAN SKATT/EGET KAPITAL I GENOMSnitt 2005-2009 – STORBRIANNIEN & SVERIGE

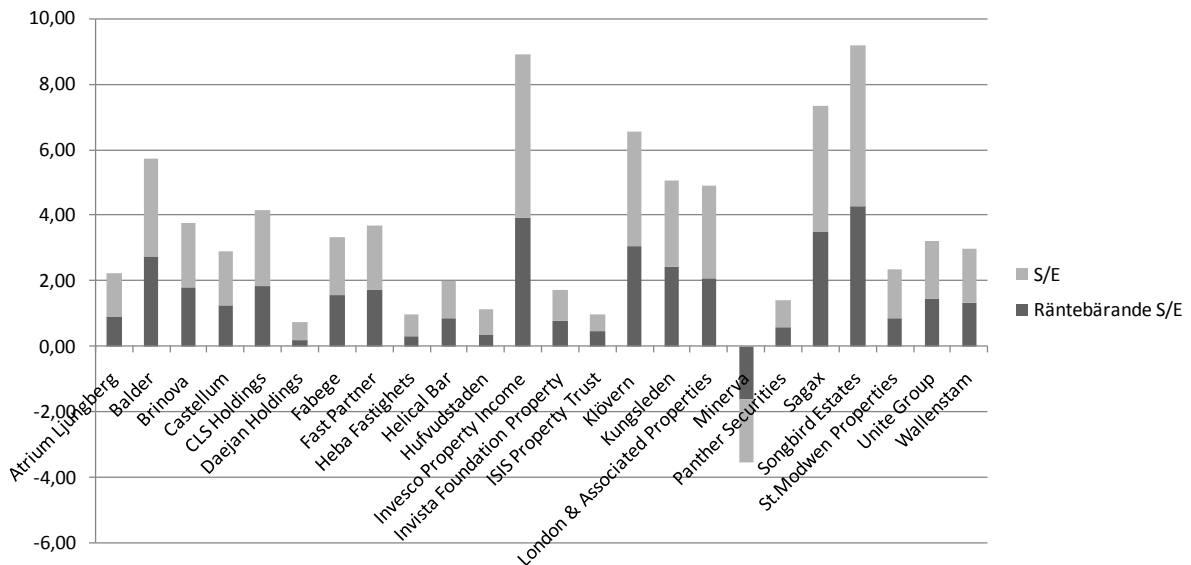
De företag som är mest lönsamma utifrån hur väl bolaget förvaltar det egna kapitalet är CLS Holding och Kungsleden, de har gett avkastning på det egna kapitalet på strax under 20 procent. Majoriteten av företagen ligger på en avkastning på mellan 10-15 procent. Sex företag har i genomsnitt en negativ avkastning på det egna kapitalet 2005-2009, alla dessa bolag är brittiska.

Att företagens avkastning på det egna kapitalet under perioden 2005-2009 skiljer sig åt beror delvis på att resultaten innan skatt är påverkade av förvaltningsfastigheternas värdförändringar men även på skillnader i eget kapital, rörande både storlek och struktur. Således kan ett bra förvaltningsresultat påverkas starkt negativt av värdeminskningar på förvaltningsfastigheter. Hur stor andel av det egna

kapitalet som utgörs av bland annat aktiekapital och balanserad vinsts resultat påverkar således också detta lönsamhetsmått.

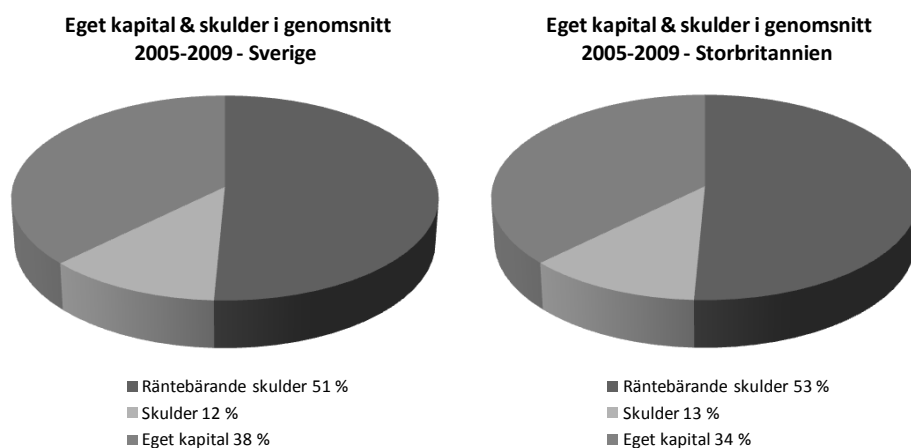
## 5.2 Finansiell ställning

Nedanstående diagram visar de studerade företagens genomsnittliga skuldsättningsgrad 2005-2009.



FIGUR 7: SKULDSÄTTNINGSGRAD I GENOMSnitt 2005-2009 – STORBRITANNIEN & SVERIGE

Invesco Property Income, Klövern, Sagax och Songbird Estates är de fyra företag som har högst skuldsättningsgrad, de ligger alla över 6. Majoriteten av de studerade företagen har en skuldsättningsgrad mellan 2 och 4,5. Anmärkningsvärt är att Minerva har en genomsnittlig negativ skuldsättningsgrad 2005-2009. Anledningen därtill är att bolaget 2009 hade ett stort kapitalunderskott i det egna kapitalet som får utslag på hela perioden 2005-2009.

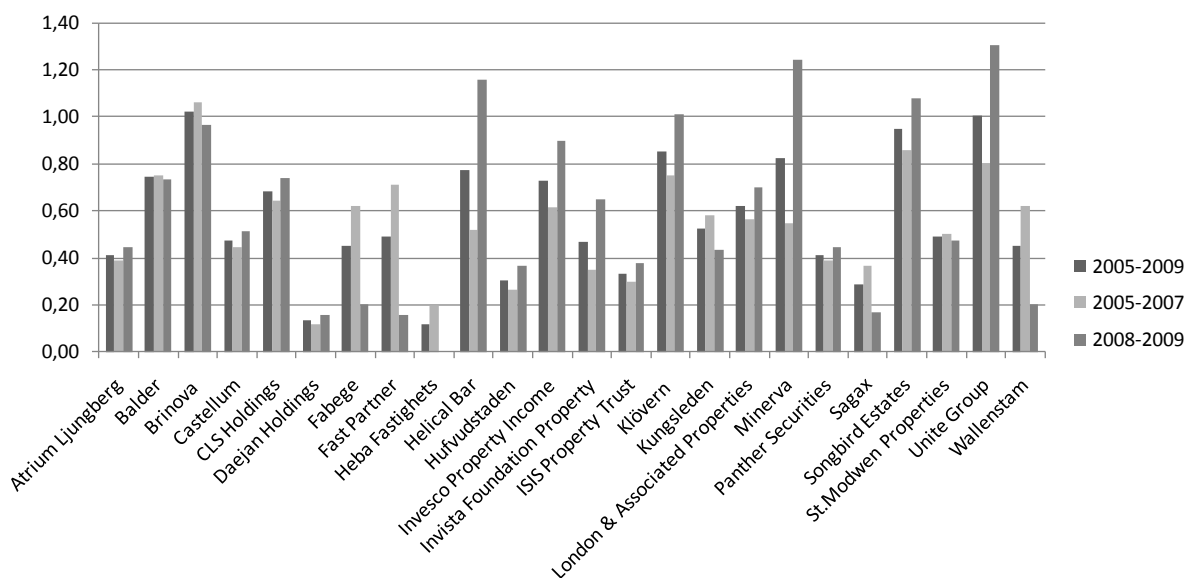


FIGUR 8: EGET KAPITAL & SKULDER I GENOMSnitt 2005-2009 – STORBRITANNIEN & SVERIGE

De svenska och brittiska företagens genomsnittliga finansiella struktur 2005-2009 är relativt lika. Således skiljer sig inte den genomsnittliga brittiska finansiella strukturen från den genomsnittliga svenska finansiella strukturen. De tolv brittiska företagens finansiella struktur 2005-2009 består i

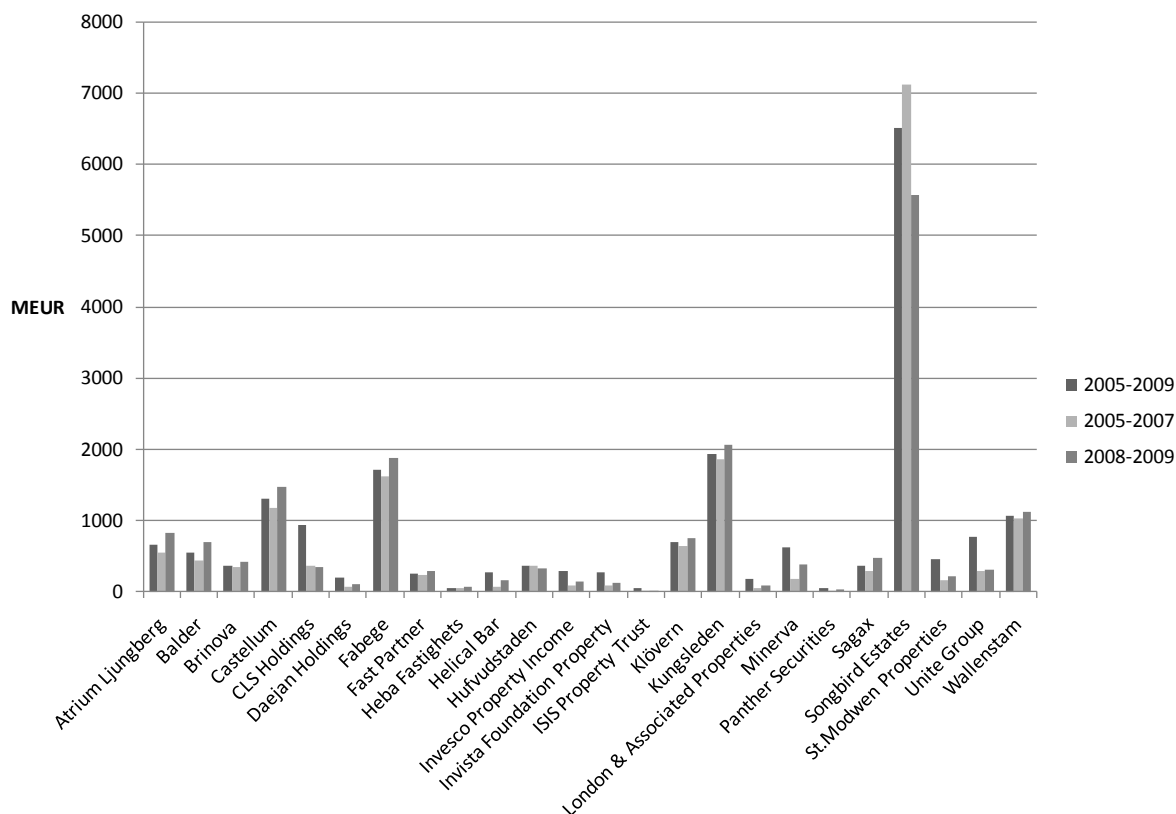
genomsnitt av 34 procent eget kapital och 53 procent räntebärande skulder. Motsvarande siffror för de tolv svenska företagen är 38 respektive 51 procent. De brittiska bolagen har i genomsnitt en högre soliditet än de svenska bolagen, då eget kapital är något större i förhållande till total tillgångsmassa.

Sett till specifika bolag är det Daejan Holdings, Heba, Invista Foundation Property, ISIS Property Trust samt Panther Securities som har hög soliditet, det vill säga, en stor andel av tillgångarna är finansierade med eget kapital. De mindre förmögna bolagen utgörs av Balder, Invesco Property Income, Sagax och Songbird Estates där den största finansieringskällan utgörs av räntebärande skulder (se bilaga 7 och 8).



FIGUR 9: BELÅNINGSGRAD I GENOMSnitt – STORBRIANNIEN & SVERIGE

Diagrammet ovan visar belåningsgraden under tre tidsperioder. I perioden 2005-2007 är belåningsgraden generellt sett lägre än vad den är 2008-2009. De företag som har en belåningsgrad över 1 är de bolag som har en relativt låg andel förvaltningsfastigheter i relation till totala tillgångar (se figur 4: *Fördelning av tillgångar i genomsnitt 2005-2009 – Storbritannien & Sverige*). Således kan andra tillgångar än förvaltningsfastigheterna utgöra säkerhet vid lån.



FIGUR 10: TOTALA RÄNTEBÄRANDE SKULDER I GENOMSnitt – STORBRITANNIEN & SVERIGE

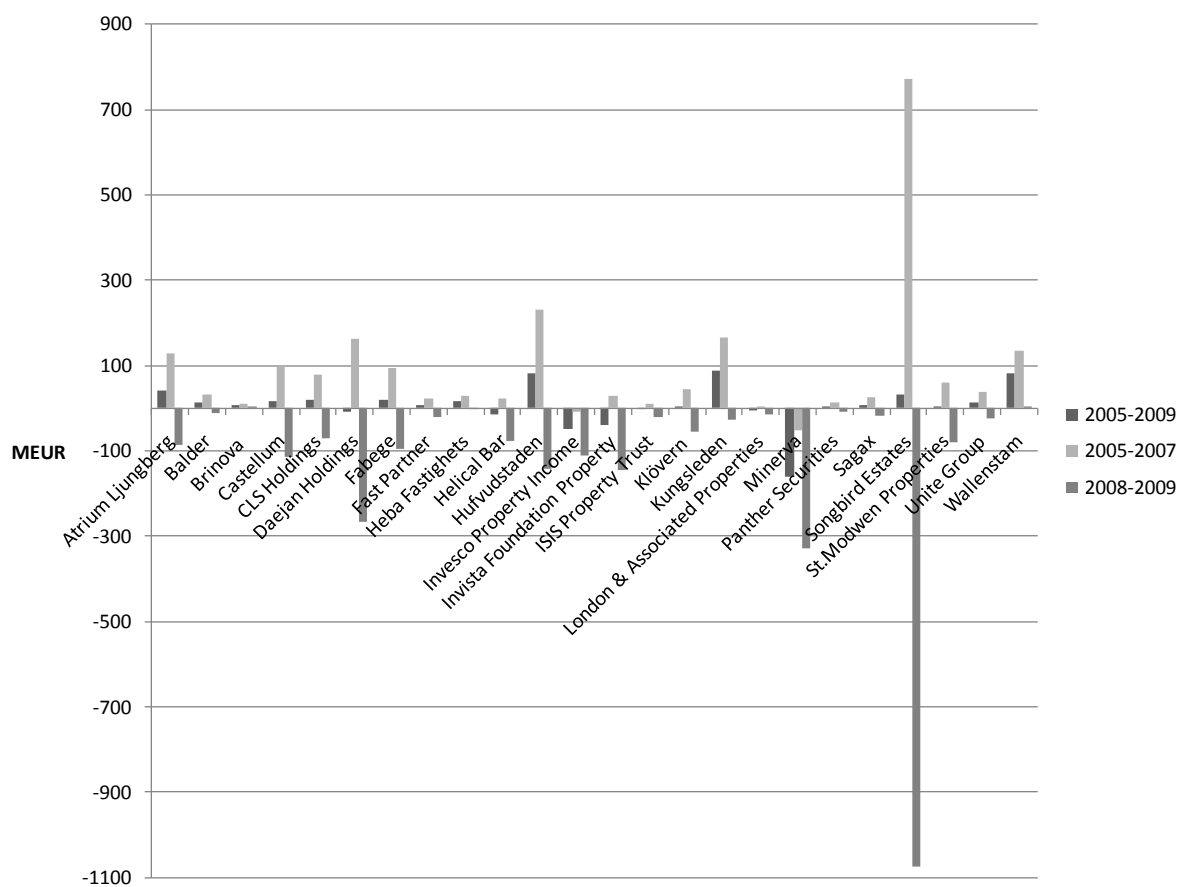
Ovanstående diagram visar bolagens genomsnittliga räntebärande skulder i tre tidsperioder. Ur diagrammet kan tydligt utläsas att räntebärande skulder i absoluta tal i de flesta fall är större i andra perioden 2008-2009 än vad de är i första perioden 2005-2007.

Dock kan man utläsa från diagrammet i figur 9 (*Belåningsgrad i genomsnitt – Storbritannien & Sverige*) att belåningsgraden i flera fall ökat från första perioden till andra perioden 2008-2009. Således ger inte den generella ökningen i de räntebärande skulderna under andra period utslag i alla företagens genomsnittliga belåningsgrad, framförallt inte i de svenska bolagen.

Att belåningsgraden ökar kan även bero på att fastigheters värde i balansomslutningen minskar på grund av att avyttring sker. Dock är det inte sannolikt att belåningsgradens ökning i andra perioden enbart kan förklaras med eventuella avyttringar.

### 5.3 Förvaltningsfastigheter

Nedanstående diagram visar de orealiserade värdeförändringarnas storlek uppdelad på tre perioder.



FIGUR 11: OREALISERADE VÄRDEFÖRÄNDRINGAR I GENOMSNITT – STORBRITANNIEN & SVERIGE

För samtliga bolag är de orealiserade värdeförändringarna positiva i första perioden 2005-2007 bortsett från Minerva som haft negativt värdeförändring i både den första och andra perioden. I andra perioden 2008-2009 är samtliga företags orealiserade värdeförändringar negativa. För att se diagram med både realiserade och orealiserade värdeförändringar se bilaga 7 och 8.

### 5.2 Sammanfattning av empirin

De brittiska företagens genomsnittliga värden på förvaltningsfastigheterna 2005-2009 är mindre än de svenska företagens. De svenska och brittiska företagens genomsnittliga räntebärande skulder under perioden 2008-2009 är genomgående större än under perioden 2005-2007. Sett till orealiserade värdeförändringar har de studerade företagen generellt positiva värdeförändringar under perioden 2005-2007 och negativa värdeförändringar under perioden 2009-2009.

## 6. RESULTAT

I studiens sjätte kapitel testas studiens uppställda frågeställning. Testerna är uppdelade utifrån om det finns något samband mellan variablerna sett till hela urvalsgruppen och sedan utifrån hur land och konjunkturläge inverkar på eventuellt samband.

### 6.1 Inledning

I studien ingår en beroende variabel (belåningsgrad) och en oberoende variabel (realiserade värdeförändringar i förhållande till förvaltningsfastigheter). För att testa studiens frågeställning har följande ekvation använts.

$$y = \alpha + \beta x + \varepsilon$$

$y$  = beroende variabel (belåningsgrad)

$\beta x$  = oberoende variabel (värdeförändring/förvaltningsfastigheter)

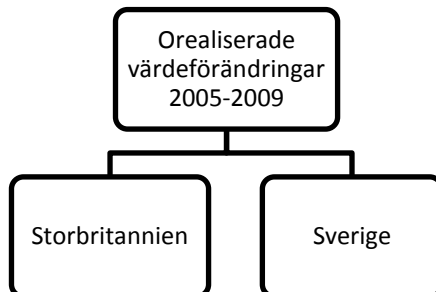
$\alpha$  = konstant

$\varepsilon$  = slumpterm

För att se indata som använts vid den statistiska studien, se bilaga 7 och 8.

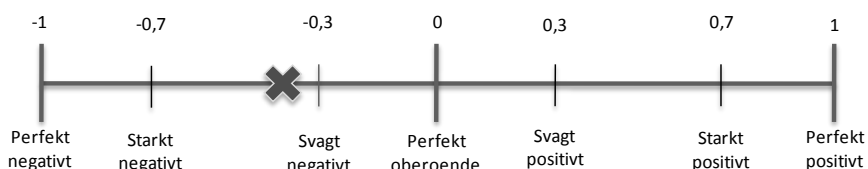
### 6.2 Perioden 2005-2009

I detta avsnitt presenteras först statistisk data som gäller både Storbritannien och Sverige under hela den studerade perioden 2005-2009 och därefter land för land.



FIGUR 12: UPPDELNING ÖVER UTFÖRDA TESTER

#### 6.2.1 Test 1: Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 - Storbritannien & Sverige

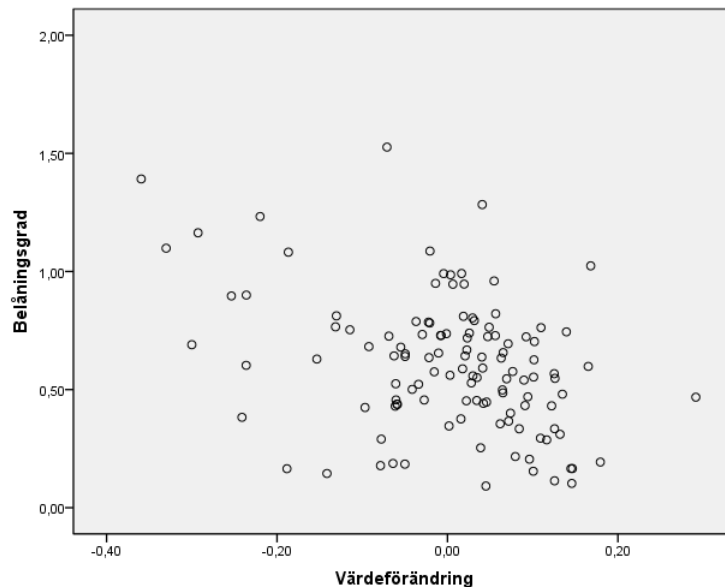


FIGUR 13: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När de brittiska och svenska bolagen testas noteras en outlier som utgörs av Unite Group 2008. Testet utfördes således en gång till utan denna observation. Korrelationen mellan variablerna är negativ,  $-0,381^{11}$ . Det finns således ett svagt negativt samband mellan belåningsgrad och

<sup>11</sup> Utan att beakta outliers är korrelationskoefficient den samma

värdeförändring sett till studiens urval. Resultatet är statistiskt säkerställt och styrkan på resultatet är av tvåstjärnig signifikansnivå<sup>12</sup>. Determinationskoefficienten, det vill säga förklaringsgraden, är 0,145<sup>13</sup> vilket innebär att 14,5 procent av variationen i variabeln belåningsgrad kan förklaras av de realiserade värdeförändringarna. Trots att korrelation är relativt svag har författarna valt att gå vidare med att göra en djupare analys av sambandet med hjälp av regression.



FIGUR 14: SAMBANDSDIAGRAM 2005-2009 – STORBRITANNIEN & SVERIGE

Regressionslinjens ekvation när man bortser från outliers är  $y = 0,599 - 0,904x^{14}$ . Ekvationen innebär att linjen skär y-axeln vid 0,599 och y minskar med 0,904 procentenheter för varje procentenhet som x ökar. För studiens testade variabler innebär detta att för varje procentenhet värdeförändringarna ökar, minskar belåningsgraden med 0,904 procentenheter.

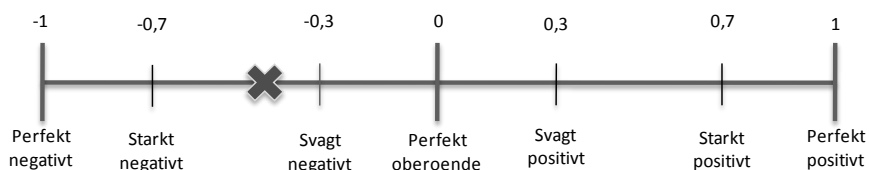
Anledningen till den avvikande observationen är att Unite Group år 2008 har en belåningsgrad på 1,5263. Detta avvikande tal kan bero på att bolagets förvaltningstillgångar kraftigt minskade mellan 2007 och 2008, förmodligen på grund av försäljning av fastigheter, och belåningsgraden blir således missvisande. Belåningsgraden kan även bli missvisande då bolagets samtliga räntebärande skulder inte enbart behöver vara hänförliga till fastighetslån.

<sup>12</sup> Utan att beakta outliers är signifikansnivån den samma

<sup>13</sup> Utan att beakta outliers är determinationskoefficienten den samma

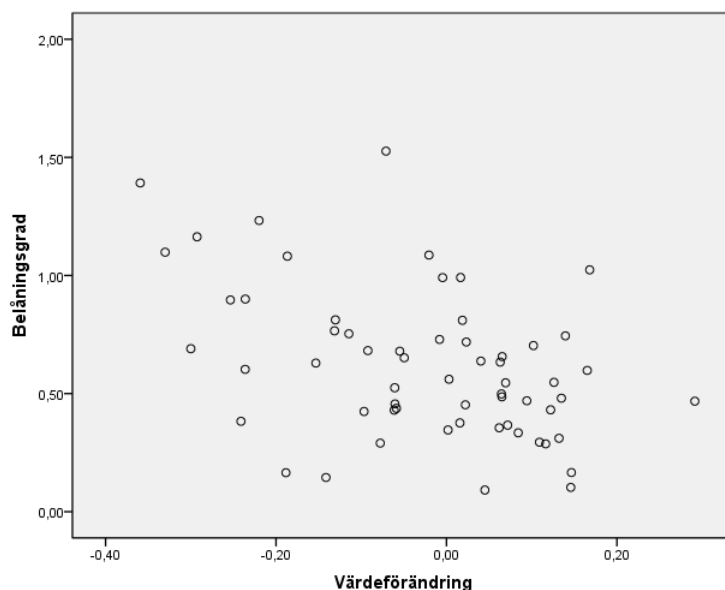
<sup>14</sup> Utan att beakta outliers är regressionslinjens ekvation  $y = 0,606 - 0,946x$ .

## 6.2.2 Test 2: Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 – Storbritannien



FIGUR 15: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När enbart de brittiska bolagen testas noteras en outlier som även här utgörs av Unite Group 2008. Testet utfördes således en gång till utan denna observation. Korrelationskoefficienten är,  $-0,467^{15}$ , således är korrelation för Storbritannien 2005-2009 högre än vad den är för Storbritannien och Sverige tillsammans. Resultatet är statistiskt säkerställt och styrkan på resultatet är även här av tvåstjärnig signifikansnivå<sup>16</sup>. Determinationskoefficienten är  $0,218^{17}$ , vilket innebär att 21,8 procent av variationen i variabeln belåningsgrad kan förklaras av de orealiserade värdeförändringarna. Det relativt höga värdet på korrelationskoefficienten motiverar en djupare analys av sambandet med hjälp av en regressionsanalys.



FIGUR 16: SAMBANDSDIAGRAM 2005-2009 - STORBRITANNIEN

Ekvationen på regressionslinjen när man bortser från outliers är  $y = 0,580 - 0,945x^{18}$ . Ekvationen innebär att linjen skär y-axeln vid 0,580 och att y minskar med 0,945 procentenheter för varje procentenhet som x ökar. För studiens testade variabler innebär detta att för varje procentenhet värdeförändringarna ökar, minskar belåningsgraden med 0,945 procentenheter.

<sup>15</sup> Utan att beakta outliers är korrelationskoefficienten  $-0,448$

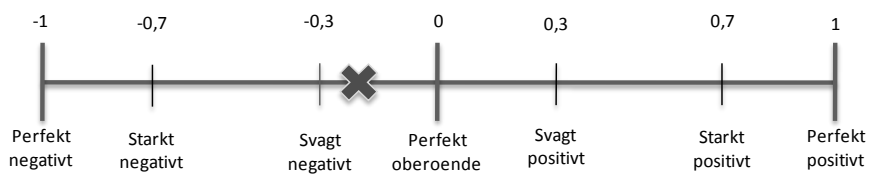
<sup>16</sup> Utan att beakta outliers råder även tvåstjärnig signifikansnivå

<sup>17</sup> Utan att beakta outliers är determinationskoefficienten  $0,201$

<sup>18</sup> Utan att beakta outliers är regressionslinjens ekvation  $y = 0,594 - 0,978x$



### 6.2.3 Test 3: Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 – Sverige

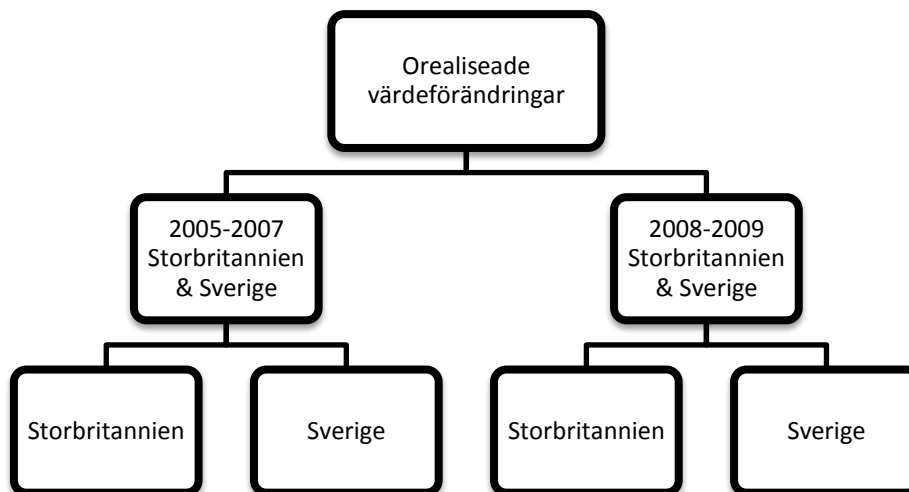


FIGUR 17: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När de svenska företagen testas för perioden 2005-2009 blir korrelationskoefficienten -0,228 och signifikansnivån uppfyller ej ställda krav. Den låga korrelationen tillsammans med att uppställd signifikansnivå ej är uppfyllt gör att ingen djupare sambandsanalys kan motiveras.

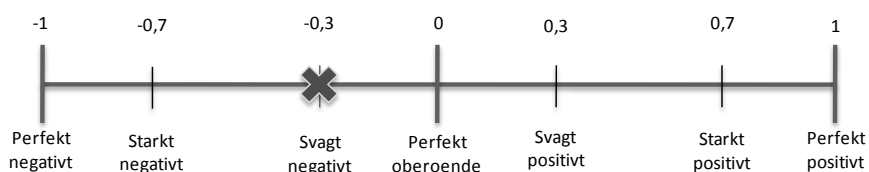
### 6.3 Perioden 2005-2007 och 2008-2009

I detta avsnitt presenteras först statistisk data som gäller både Storbritannien och Sverige under den första perioden 2005-2007. Därefter presenteras statistik data gällande den andra perioden 2008-2009. För de båda tidsperioden presenterad även statistisk data för varje land.



FIGUR 18: UTFÖRDA TESTER UTIFRÅN UNDERGRUPPER

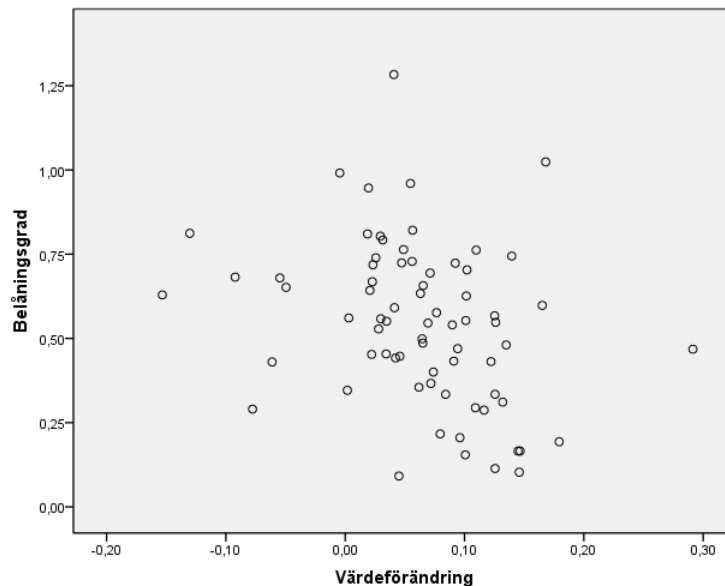
#### 6.3.1 Test 4: Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 - Storbritannien & Sverige



FIGUR 19: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När de brittiska och de svenska företagens data testas för enbart åren 2005-2007 noteras en outlier som utgörs av Brinova 2005. Testet utfördes således en gång till utan denna observation.

Korrelationskoefficienten är  $-0,308^{19}$  med en tvåstjärnig signifikansnivå<sup>20</sup>. Vilket innebär att det finns ett svagt negativt linjärt samband som är statistiskt säkerställt. Determinationskoefficienten är  $0,095^{21}$ , vilket innebär att enbart 9,5 procent av variationen i variabeln belåningsgrad kan förklaras av de realiserade värdeförändringarna. Trots ett relativt svagt samband har författarna valt att gå vidare och göra en djupare analys av sambandet med hjälp av en regressionsanalys.



FIGUR 20: SAMBANDSDIAGRAM 2005-2007 – STORBRIANNIEN & SVERIGE

Regressionslinjens ekvation när man bortser från outliers är  $y = 0,597 - 0,957x^{22}$ . Ekvationen innebär att linjen skär y-axeln vid 0,597 och y minskar med 0,957 procentenheter för varje procentenhet som x ökar. För studiens testade variabler 2005-2007 innebär detta att för varje procentenhet värdeförändringarna ökar, minskar belåningsgraden med 0,957 procentenheter.

Anledningen till den avvikande observationen är att Brinova år 2005 har en belåningsgrad på 1,2833. Detta avvikande tal kan bero på att bolaget innehar en stor andel andra långfristiga värdepappersinnehav under anläggningstillgångar. Belåningsgraden blir således missvisande då bolagets samtliga räntebärande skulder inte enbart behöver vara hänförliga till fastighetslån.

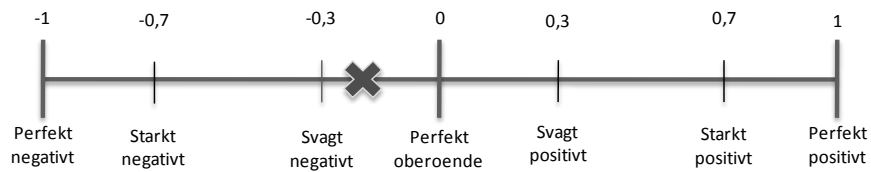
<sup>19</sup> Utan att beakta outliers är korrelationskoefficienten  $-0,300$

<sup>20</sup> Utan att beakta outliers råder även tvåstjärnig signifikansnivå

<sup>21</sup> Utan att beakta outliers är determinationskoefficienten  $0,090$

<sup>22</sup> Utan att beakta outliers är regressionslinjens ekvation  $y = 0,609 - 1,001x$

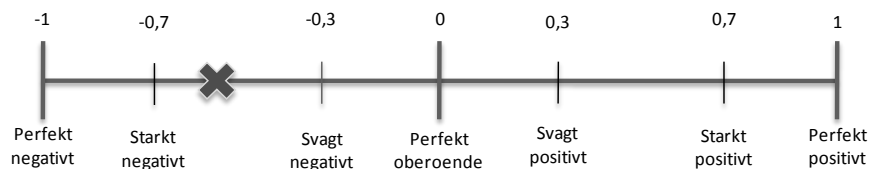
### 6.3.2 Test 5: Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Storbritannien



FIGUR 21: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

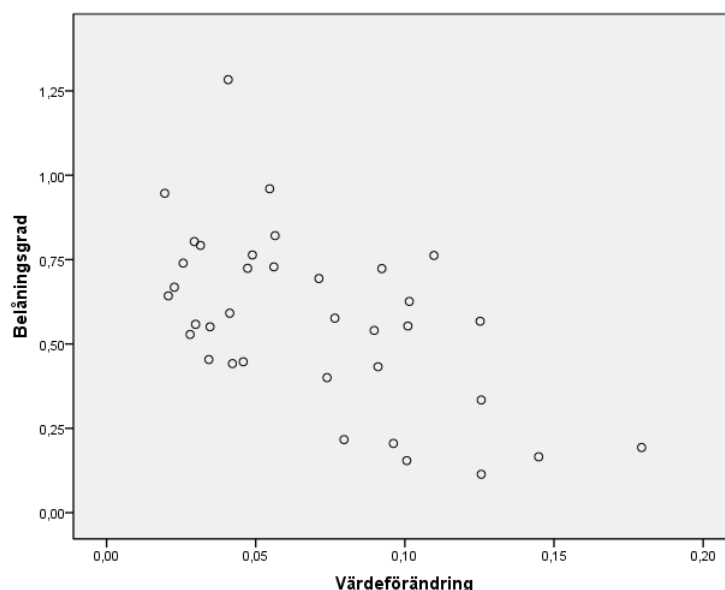
När de brittiska företagen testas för perioden 2005-2007 blir korrelationskoefficienten -0,235 och signifikansnivån uppfyller ej ställda krav. Den låga korrelationen tillsammans med att uppställd signifikansnivå ej är uppfylld gör att ingen djupare sambandsanalys är motiverad.

### 6.3.3 Test 6: Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Sverige



FIGUR 22: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

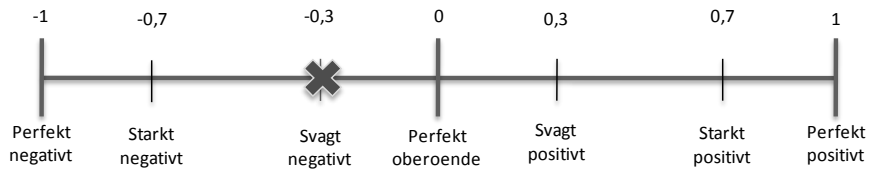
När enbart de svenska bolagens data för perioden 2005-2007 testas visar korrelationskoefficienten ett högre värde än då både Storbritannien och Sverige testas tillsammans. Korrelationskoefficienten är, -0,579. Sambandet är statistiskt säkerställt med en tvåstjärnig signifikansnivå. Determinationskoefficienten på 0,335, innebär att 33,5 procent av variationen i variabeln belåningsgrad kan förklaras av de orealiserade värdeförändringarna. Det höga värdet på korrelationskoefficienten motiverar en djupare analys av sambandet med hjälp av en regressionsanalys.



FIGUR 23: SAMBANDSDIAGRAM 2005-2007 – SVERIGE

Ekvationen på regressionslinjen är  $y = 0,830 - 3,682x$  vilket innebär att linjen skär y-axeln vid 0,830 och y minskar med 3,682 procentenheter för varje procentenhet som x ökar. För studiens testade variabler under perioden 2005-2007 innebär detta att för varje procentenhet värdeförändringarna ökar minskar belåningsgraden med 3,682 procentenheter.

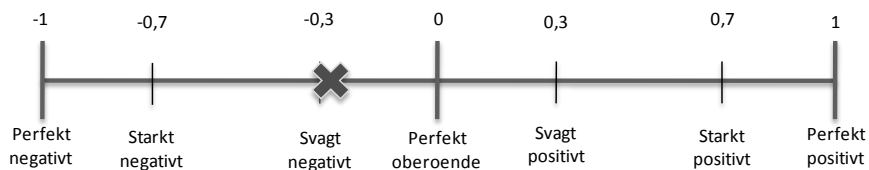
### 6.3.4 Test 7: Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Storbritannien & Sverige



FIGUR 24: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När de brittiska och svenska företagen testas för perioden 2008-2009 blir korrelationskoefficienten -0,296, dessutom är signifikansnivån uppfylld. Trots detta anser författarna att ingen djupare sambandsanalys är motiverad då korrelationen är för låg.

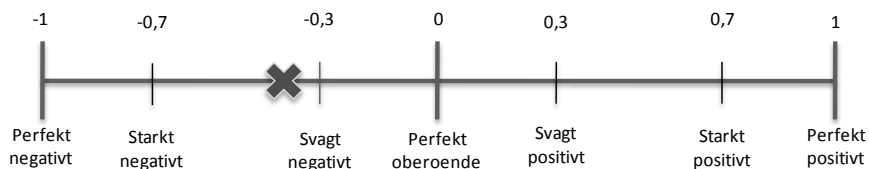
### 6.3.5 Test 8: Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Storbritannien



FIGUR 25: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När de brittiska företagen data testas för perioden 2008-2009 blir korrelationskoefficienten -0,286, dessutom uppfyller inte signifikansnivån ställda krav. Den låga korrelationen tillsammans med att uppställd signifikansnivå ej är uppfylld gör att ingen djupare sambandsanalys är motiverad.

### 6.3.6 Test 9: Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Sverige



FIGUR 26: STYRKAN PÅ DET LINJÄRA SAMBANDET VID OLIKA KORRELATIONSKOEFFICIENTER (SAUNDERS ET AL., 2007)

När de svenska företagen data testas för perioden 2008-2009 blir korrelationskoefficienten -0,363, dessutom uppfyller inte signifikansnivån ställda krav. Den låga korrelationen tillsammans med att uppställd signifikansnivå ej är uppfylld gör att ingen djupare sambandsanalys är motiverad.

#### **6.4 Sammanfattning av undersökningsresultat**

Sammanfattningsvis kan ett svagt negativt linjärt samband uttydas mellan variablerna belåningsgrad och orealiserad värdeförändringar under hela perioden 2005-2009. Den negativa korrelationen mellan variablerna innebär att då orealiserade värdeförändringar ökar minskar belåningsgraden i genomsnitt.

Alltför stor vikt ska inte läggas vid detta samband då förklaringsgraden för de statistiskt säkerställda testerna i genomsnitt är mycket låg, cirka 20 procent. Den låga förklaringsgraden visar på att orealiserade värdeförändringar endast utgör en mycket liten del av variabler som kan förklara belåningsgraden.

## 7. ANALYS

*I detta kapitel analyseras resultatet från den statistiska studien tillsammans med beskrivande data över de studerade företagen. Materialet analyseras utifrån uppdelningen av de olika testerna för att sedan kopplas an till empirin och den teoretiska referensramen. Först analyseras sambandet mellan variablerna i hela urvalsgruppen för perioden 2005-2009 och sedan analyseras hur land och konjunkturläge inverkar på sambandet. Kapitlet avslutas med en diskussion om hur redovisningens kvalitativa egenskaper påverkas av att förvaltningsfastigheter värderas till verkligt värde.*

### 7.1 Svag negativ korrelation för urvalsgruppen 2005-2009

Att studien visar att det finns en statistiskt säkerställd korrelation på  $-0,381$  mellan orealiserade värdeförändringar och belåningsgrad i svenska och brittiska förvaltande fastighetsföretag under perioden 2005-2009 gör att studiens huvudsakliga frågeställning är besvarad. Dock är korrelationen negativ, tvärt emot det resonemang författarna för i studiens inledande kapitel.

Den negativa korrelationen är i denna statistiska studie huvudsakligen hänförlig till belåningsgradens nämnare, det vill säga marknadsvärdet på förvaltningsfastigheterna. Att belåningsgraden minskar när värdeökningarna är positiva beror således inte på belåningsgradens täljare, företagets räntebärande skulder, då dessa inte ökat eller minskat i samma utsträckning som värdet på förvaltningsfastigheterna. Även om skulderna i en period ökat har de inte ökat i samma utsträckning att det fått genomslag på belåningsgraden eftersom fastigheterna i samma period även ökat i värde.

Att skulderna sett till hela perioden 2005-2009 är relativt oförändrade samtidigt som värdeförändringarna varit stora kan förklaras av det Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) menar om att motparten är viktigare än objektet vid kreditgivning. Då förtroendet mellan bank och kund är av central betydelse är det inte anmärkningsvärt att värdeförändringar inte nödvändigtvis påverkar företags upptagande av räntebärande skulder.

Det Räckle och Waxler (2005) säger om att låneinstitut enbart lånar ut pengar till låntagare som med tillräckligt stor säkerhet bedöms kunna betala kan dels förklara varför man i studien ser att förändringar i räntebärande skulder och värdeförändringar inte följer varandra. Detta indikerar att långivare ser till företagets reala mått som hur kärnverksamheten går samt till företagets riskprofil. Anledningen till att värdeförändringar har förändrats mer än de räntebärande skulderna kan delvis förklaras av det Räckle och Waxler (2005) beskriver om att ett bedömt marknadsvärde inte är statistiskt eftersom en fastighets kassaflöde är starkt konjunkturberoende. Den negativa korrelationen är således hänförlig till de i genomsnitt relativt konstanta räntebärande skulderna som i kombination med värdeförändringarna ger en belåningsgrad som minskar då värdeförändringar är positiva.

Att författarnas ursprungliga tankar om att bolag borde passa på att belåna sina fastigheter mer i tider av positiva värdeökningar inte bekräftas i studien kan delvis förklaras av studien från Uppsala universitet (2008). I studien beskrivs att en kreditgivare har noterat en tendens bland svenska fastighetsförvaltande bolag att belåna sina fastigheter mer då fastigheterna redovisas till ett högre värde. En orsak som kreditanalytikern nämner är att fastighetsbolagen kan ha valt att öka belåningen på sina fastigheter för att uppnå eller behålla en viss önskad belåningsgrad. Även Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) beskriver att belåningsgrad i många fall är kopplad till företagets strategi och

riskbenägenhet. Författarna anser således att det finns starka indikationer på att företags strategier och mål styr belåningsgraden mer än vad fastigheters marknadsvärde och orealiserade värdeförändringar gör.

Att förklaringsgraden för test 1: *Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 - Storbritannien & Sverige* är låg, enbart 14,5 procent, indikerar starkt att orealiserade värdeförändringar enbart till begränsad del kan förklara variationen i variabeln belåningsgrad. Exempelvis kan även företags strategier, ägarnas avkastningskrav, riskbenägenhet eller uttalade mål vara faktorer som påverkar belåningsgradens nivå. Att Hellström (Intervju 2, 100413) och Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) säger att belåningsgrad framförallt påverkas av företagets finansiella mål och avkastningskrav styrker författarnas tolkning av den låga förklaringsgradens orsak. Vidare är det troligt att bankens relation med kunden är en central variabel som förklarar variation i belåningsgrad. Detta då bankers och låneinstituts utvärdering av potentiella låntagare i slutändan inverkar på i vilken utsträckning fastighetsföretagen kan belåna sina fastigheter. Att Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) säger att relationen och förtroendet mellan bank och låntagare är av yttersta vikt stärker ytterligare författarnas resonemang.

Av referensramen framgår att kreditinstitut gör interna värderingar av aktuella fastigheter vid kreditprövning vilket gör det troligt att bankers interna värdering är en variabel som till viss del kan förklara variation i belåningsgrad. Att låneinstitut gör intern värdering beror delvis på att de vill ha detaljerad information om specifika fastigheters värde samt att de är i behov av aktuella värderingar. Då informationen i årsredovisningar är aggregerad samt endast speglar fastigheters marknadsvärde vid en bestämd tidpunkt uppfattar inte låneinstitut de finansiella rapporterna som helt tillförlitliga. En anledning därtill kan även vara det Rossi III (2009) menar om att bolags valda värderingsmetod för verkligt värde kan användas till deras fördel. Det Landsman (2007) konstaterar om att rapporternas informativa värde är starkt beroende av eventuella mätfel samt hur mätningen gått till, om den är genomförd av interna eller extern parter, förklarar också varför det är relevant för långgivare att göra egna värderingar. Utöver att låneinstitut är noga med att granska fastigheternas avkastningsmodell ser man även till den potentiella kundens tidigare meriter. Då både resultaträkning och balansräkning påverkas av orealiserade värden kan det vara så att företagen, som Rossi III (2009) menar, förvränger sina resultat och uppvisar stora svängningar över tid. Detta gör att intressenter som enbart är intresserade av reala mått, såsom banker är, måste vara uppmärksamma.

Ytterligare en variabel som kan förklara variation i belåningsgrad är soliditeten. Då soliditet beskriver företags långsiktiga betalningsförmåga borde det vara en viktig variabel för låneinstitut vid kreditgivning. Det Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) samt Räckle & Waxler (2005) menar att långgivare beaktar vid kreditgivning bekräftar författarnas resonemang.

Då test 1 visar resultat för Storbritannien och Sverige tillsammans går det ej att utläsa något om respektive land. Att testet också utgår från hela den studerade perioden 2005-2009, vilken utgörs av både en stark konjunktur samt lågkonjunktur, gör att författarna väljer att vidare analysera hur land och konjunkturläge isolerat inverkar på det fastställda sambandet.

## 7.2 Starkare korrelation i Storbritannien 2005-2009

Att korrelationen är relativt hög när enbart Storbritannien testas under perioden 2005-2009 (Test 2: *Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 – Storbritannien*) och att det är låg samt ej statistiskt säkerställd korrelation när Sverige testas under samma period (Test 3: *Orealiserade värdeförändringar 2005-2009 – Sverige*) innebär att styrkan på det statistiskt säkerställda sambandet för hela urvalsgruppen dras ned av de svenska observationerna. Förklaringsgraden för det brittiska resultatet är högre än när hela urvalsgruppen studeras, dock är den fortfarande relativt låg (21,8 procent). Författarnas analys av den låga förklaringsgradens orsaker finns att finna i avsnitt 7.1 *Svag negativ korrelation för urvalsgruppen 2005-2009*.

Generellt är orealiserade värdeförändringar i relation till totala förvaltningsfastigheter i genomsnitt större i Storbritannien än i Sverige (se bilaga 7 och 8). Även belåningsgraden varierar i större utsträckning hos de brittiska bolagen i jämförelse med svenska bolag (se bilaga 7 och 8). Detta kan anses ha flera orsaker. Delvis kan det härledas till att konjunkturläget i Storbritannien varit mer volatilt under den studerade perioden. Då det allmänna konjunkturläget påverkar fastigheters kassaflöden och således dess marknadsvärde, är det troligt att skillnader i värdeförändringar länderna emellan är hänförlig till konjunktoren. De brittiska företagens förändringar i belåningsgrad är direkt hänförliga till de volatila värdeförändringarna eftersom räntebärande skulder inte varierat i samma utsträckning som värdeförändringarna har (se bilaga 7). Att de svenska bolagens belåningsgrad över lag varierat i mindre utsträckning 2005-2009 anser författarna tyda på att de svenska bolagen jobbar mer med mål på belåningsgrad än vad de brittiska bolagen gör vilket även ligger i linje med det Hellström (Intervju 2, 100413) beskriver. Det Ax et al. (2009) säger om att det är viktigt att uppnå acceptans kring uppsatta mål för att kunna uppnå dem skulle kunna förklara varför brittiska bolags belåningsgrad varierat i större utsträckning. En annan orsak kan vara att acceptans finns men att fel verktyg används (Okere, 2010). Följaktligen behöver det inte vara så att svenska bolag jobbar mer med mål än brittiska, utan att brittiska bolag inte i samma utsträckning lyckats uppfylla sina mål.

Den tendens kring de svenska bolagens belåningsgrad som författarna uppfattar, indikerar också att de svenska bolagen jobbar aktivt med räntebärande skulder. Då räntebärande skulder utgör täljaren i belåningsgrad och då fastigheternas värde i stor utsträckning påverkas av utomstående faktorer, såsom exempelvis rådande konjunkturläge, måste de svenska företagen aktivt arbeta med skulderna för att hålla belåningsgraden relativt konstant. Det resonemang som författarna för i studiens inledande kapitel rörande ökad belåningsgrad vid positiva orealiserade värdeförändringar borde, som en följd av nämnda tendens, inte var speciellt relevant på svenska företag.

Sett till den genomsnittliga soliditeten för de brittiska bolagen 2005-2009 är den generellt sett högre än vad den är i de svenska bolagen vilket tyder på att de brittiska bolagen har större förmåga att överleva tillfälliga bakslag och upprepade förluster än svenska bolag. Att Nilsson et al. (2002) nämner att soliditeten bör ligga på en högre nivå ju högre risken är i den bransch företaget är verksam i anser författarna indikerar på en högre risknivå i den brittiska fastighetsbranschen.

Att det finns statistisk säkerställd korrelation bland de brittiska företagen 2005-2009 men inte bland de svenska 2005-2009 beror på att det inte med tillräckligt stor säkerhet går att visa på samband mellan de svenska observationerna, således kan den svaga korrelationen bero på slumpen.



### 7.3 Starkast korrelation i Sverige 2005-2007

Under perioden 2005-2007 då konjunkturen i båda länderna varit relativt stark visar testresultatet från test 4 (*Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 - Storbritannien & Sverige*) på svag negativ korrelation samt mycket låg förklaringsgrad. När Sverige testats för sig (test 6: *Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Sverige*) uppnås både starkare korrelation och avsevärt högre förklaringsgrad medan motsvarande test för Storbritannien (Test 5: *Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Storbritannien*) uppvisar mycket låg och ej statistisk säkerställd korrelation. Således är det de brittiska observationerna som drar ner korrelationen och förklaringsgraden under perioden 2005-2007.

Trots att konjunkturen varit relativt stark i båda länderna 2005-2007 har dock BNP-tillväxten varit högre i Sverige. Den starka konjunkturen återspeglas i både de brittiska och svenska företagens orealiserade värdeförändringar som under perioden också varit starkt positiva (se bilaga 7 och 8). Detta eftersom det allmänna konjunkturläget påverkar fastigheters kassaflöden och således dess marknadsvärde. Att BNP-tillväxten inte är lika stark i Storbritannien 2005-2007 som den är i Sverige, trots att orealiserade värdeförändringar i relation till fastighetsvärdet är avsevärt större i Storbritannien än i Sverige 2005-2007, anser författarna indikerar på att den brittiska fastighetsmarknaden är mer volatil. Då även de brittiska orealiserade värdeförändringarna i relation till fastighetsvärdet är avsevärt större under 2008-2009 i Storbritannien än vad de är i Sverige bekräftar studiens empiriska material det Riksbanken (2008) kommunicerar angående den brittiska fastighetsmarknadens volatilitet.

Att de orealiserade värdeförändringarna i relation till förvaltningsfastigheter är större i Storbritannien anser författarna i stor grad vara hänförligt till den mer volatila brittiska fastighetsmarknaden men samtidigt anar författarna att redovisningstraditionen också kan spela in. Då brittiska bolag, i och med att de tillhör den anglosaxiska redovisningstraditionen, är mer vana att ta förluster och intäkter direkt i den period där de uppstår och således mer vana vid volatilitet enligt Ball (2006), kan det vara så att brittiska bolag inte är lika försiktiga som svenska bolag med att lägga sig lågt i spannet av verkliga värden. Detta kan således delvis förklara varför värdeförändringarna i de brittiska företagen är större än vad de är i de svenska företagen. En annan anledning kan vara att det i den kontinentala traditionen finns en stark koppling mellan redovisning och beskattning. Att Artsberg (2003) skriver att företag tillhörande den kontinentala traditionen kan vara negativa till värdering till verkligt värde då det ofta innebär stora svängningar i resultatet gör att det kan finnas en rädsla över att skattemyndigheten ser en ny inkomstkälla. Således förstärker både det Artsberg (2003) och Ball (2006) skriver författarnas resonemang kring att redovisningstraditionen eventuellt kan spela in. Hur sannolikt det är att redovisningstraditionerna påverkar det faktum att värdeförändringarna är större i Storbritannien är svårt för författarna att avgöra då båda länderna sedan 2005 följer samma regelverk. Men något som styrker författarnas resonemang är att Ball (2006) hävdar att användningen av IFRS styrs av lokala faktorer såsom landets marknad och politiska klimat, faktorer som format de olika redovisningstraditionerna.

I studiens empiriska material för de svenska företagen finns det inget som bekräftar det Lindvall & Isacson (2008) beskriver om uttraderat eget kapital vid stora värdefall då det egna kapitalet i genomsnitt har legat på en jämn nivå under perioderna 2005-2007 och 2008-2009. Då Lindvall & Isacson (2008) resonemang utgår från att det är de mest högbelånade aktörerna som kommer att påverkas drar författarna slutsatsen att de studerade svenska bolagen inte är speciellt riskbenägna. I

Storbritannien har däremot eget kapital mellan perioderna 2005-2007 och 2008-2009 märkbart förändrats. Med utgångspunkt i Lindvall & Isacson's resonemang anser författarna att det finns indikation på att de studerade brittiska bolagen är mer riskbenägna än vad de svenska bolagen är. Dock har de brittiska bolagen högre soliditet än vad de svenska bolagen har vilket istället enligt Nilsson et al. (2002) indikerar att den brittiska fastighetsmarknaden är mer riskfylld än vad en svenska är. Således dras slutsatsen att det inte är de brittiska företagen som är mer riskbenägna utan den brittiska fastighetsbranschen som är mer riskfylld.

Trots att de räntebärande skulderna sett till hela perioden 2005-2009 och båda länderna varit relativt konstanta finns det märkbara skillnader mellan perioderna 2005-2007 och 2008-2009. Det resonemang författarna för i studiens problemdiskussion rörande att bolag borde passa på att ta upp mer skulder under tider av positiva värdeförändringar eftersom det då finns större säkerhetsmassa bekräftas inte av studiens empiri hänförligt till de svenska bolagen. Däremot finns det stöd för författarnas resonemang i det empiriska materialet för majoriteten av de brittiska bolagen. Kreditgivare X:s (Intervju 3, 100509) resonemang om att kreditgivare ser till kunden och inte enbart till objektets värde bekräftas av de svenska bolagen då de har mer räntebärande skulder i perioden 2008-2009 samtidigt som fastigheterna har minskat i värde. Samtidigt kan det vara så att skillnaderna mellan perioderna i de svenska bolagens räntebärande skulder beror på kapitalkostnaden då räntan är lägre i lågkonjunktur (Räckle & Waxler, 2005). I motsats till de svenska bolagen bekräftar inte de brittiska bolagen fullt ut det Kreditgivare X (Intervju 3, 100509) säger då både de räntebärande skulderna är marginellt mindre andra perioden samtidigt som fastigheternas värde minskat. Samtidigt kan förändringarna i de brittiska företagens räntebärande skulderna ha en naturlig förklaring i att de haft mindre kapitalbehov i andra perioden.

Trots att belåningsgraden för de svenska bolagen skiljer sig åt mellan perioderna, dock marginellt, håller sig belåningsgraden på en relativt mer stabil nivå än vad den gör för de brittiska bolagen. Detta bekräftar dels ovan förda resonemang om att svenska bolag jobbar mer aktivt med mål. Samtidigt kan skillnaden mellan länderna bero på att fastighetsvärdena på brittiska bolag har fluktuerat mer under den studerade perioden. Då värdeförändringar från år till år jämförs med förvaltningsfastigheternas värde är det uppenbart att både avyttringar och förvärv har skett i högre utsträckning i Storbritannien än i Sverige (se bilaga 7 och 8) vilket i sin tur påverkar företagens och ländernas olika nivåer på belåningsgrad och därmed också även korrelationen.

Trots att det empiriska materialet gällande värdeförändringar och räntebärande skulder för de brittiska bolagen följer det resonemang författarna för i problemdiskussionen får det inte genomslag på belåningsgraden och därmed uppnås inte positiv korrelation i den statistiska studien. Anledningen till att inte belåningsgraden påverkas på det sätt författarna förutspådde beror på att skulderna inte ökat eller minskat i tillräcklig omfattning som värdet på förvaltningsfastigheterna har förändrats.

Att det inte finns statistisk säkerställd korrelation på test 5 (*Orealiserade värdeförändringar 2005-2007 – Storbritannien*), test 7 (*Orealiserade värdeförändringar 2008-2009 – Storbritannien & Sverige*) och således inte heller test 8 och test 9 där länderna testas var för sig under 2008-2009, beror på att det inte med tillräckligt stor säkerhet går att visa på samband mellan variablerna och att den svaga korrelationen därför kan bero på slumpen.

#### **7.4 Låg relevans på årsredovisningens information för låneinstitut som intressenter**

Att låneinstitut har möjlighet, samt ofta kräver in förtydligande på kreditsökande bolags finansiella rapporter gör det intressant att analysera årsredovisningarnas kvalitativa egenskaper med utgångspunkt i banker som intressentgrupp. Att Smith (2006) menar att information är relevant om den är förståelig samt kan utgöra beslutsunderlag gör att det finns indikationer på att informationen i bolagens finansiella rapporter enbart delvis är relevant då låneinstitut i regel både begär in förtydliganden samt gör interna värderingar på fastigheter. Samtidigt behöver inte det faktum att banker som intressentgrupp gör egna värderingar vara något som inkräktar på de kvalitativa egenskaperna då det av naturliga skäl kan vara så att endast en del av fastighetsbeståndet skall belånas och att det inte alltid finns upplysningar i noterna om detta. Samtidigt har låneinstitut själva krav på sig att göra ingående kreditutredningar så att de kan kontrollera sin egen risksituation vilket gör det naturligt att de är ingående och försiktiga i sina kreditutredningar av både företag och objekt.

Att ingen av de studerade bolagen i årsredovisningarna har särredovisat värdeförändringar fastighet för fastighet tyder på att varje enskild fastighet inte ses som tillräcklig betydelsefull för att särredovisas (Marton et al., 2008). För låneinstitut som intressenter är dock ofta enskilda fastigheters värde betydelsefull då det kan påverka en beslutsituation. Författarna ställer sig tveksamma till om nyttan och tillförlitligheten sett hur låneinstituts synvinkel skulle öka om värdeförändringar skulle särredovisas då denna intressentgrupp ändå som regel begär in förtydliganden samt gör egna värderingar. Värt att poängtera är att IFRS i huvudsak riktar sig till investerare och att det inte är troligt att dessa intressenters eventuella beslut påverkas av att specifika fastigheters värdeförändringar särredovisas.

Då IAS 40 inte reglerar var i resultaträkningen värdeförändringar ska presenteras skiljer det sig mellan bolagen. Då läsaren måste vara uppmärksam på var i resultaträkningen orealiserade värden placeras kan det Artsberg (2003) menar om att syftet med redovisningen är att skapa förutsättningar för jämförbarhet mellan företag och över tid ifrågasätts. Detta i kombination med den kritik Rossi III (2009) lyfter fram om att verkligt värde kan förvränga bolagens resultat samt att bolag har möjlighet att använda värderingsmetoden till sin fördel, gör att författarna anser att resultaträkningens relevans minskar. Dock anser författarna att balansräkningens relevans ökar då förvaltningsfastigheterna värderas till marknadsvärdet.

## 8. SLUTSATS OCH VIDARE FORSKNING

*I det avslutande kapitlet ämnar författarna besvara studiens problemformulering samt redovisa slutsatser av empiri och resultat. I den vidare dispositionen av kapitlet egna reflektioner kring de statistiska resultaten samt studien som helhet. Avslutningsvis presenteras förslag på fortsatt forskning.*

### 8.1. Slutsatser

Studiens frågeställning lyder: Hur ser sambandet ut mellan orealiserade värdeförändringar rörande förvaltningsfastigheter och belåningsgrad i svenska och brittiska fastighetsföretag? Den statistiska studien ger resultatet att det finns ett linjärt samband mellan variablerna och att detta samband är negativt. Resultatet talar emot författarnas utgångspunkt som var att fastighetsföretag borde ha incitament att passa på, om behov föreligger, att belåna sina fastigheter mer i perioder av positiva värdeförändringar.

Den negativa korrelationen är huvudsakligen hänförlig till belåningsgradens nämnare, det vill säga marknadsvärdet på förvaltningsfastigheterna. Att belåningsgraden minskar när värdeförändringarna är positiva beror inte på belåningsgradens täljare, företagens räntebärande skulder, då dessa inte ökat eller minskat i samma utsträckning som värdet på förvaltningsfastigheterna. Även om skulderna i en period ökat har de inte ökat i samma utsträckning att det gett genomslag på belåningsgraden eftersom fastigheterna även i samma period ökat i värde.

Hur belåningsgrad förhåller sig till orealiserade värdeförändringar är komplext. Detta visar sig i bland annat den överlag låga förklaringsgraden för de statistiska testerna. Det är istället företags strategi, riskbenägenhet uttalad målsättning rörande finansiell ställning och bankers utvärdering av potentiella låntagare som förklarar variation i variabeln belåningsgrad. Att förtroendet mellan bank och kund är av central betydelse gör att det inte är anmärkningsvärt att värdeförändringar inte påverkar företags upptagande av räntebärande skulder såsom författarna utgick ifrån att de skulle göra. I studien finns istället starka indikationer på att företags strategier och mål styr belåningsgrad mer än vad fastigheters marknadsvärde och orealiserade värdeförändringar gör.

Från studiens tester har följande grupperingar uppvisat samband som är statistiskt säkerställda utifrån frågeställningen:

- Storbritannien & Sverige 2005-2009
- Storbritannien 2005-2009
- Storbritannien & Sverige 2005-2007
- Sverige 2005-2007

Vidare är en slutsats att svenska bolag jobbar mer med uppställda mål på belåningsgrad än brittiska bolag. Den större variationen i orealiserade värdeförändringarna och belåningsgrad hos de brittiska företagen är framförallt hänförlig till det mer volatila brittiska konjunkturläget samt att brittiska bolag inte i samma utsträckning jobbar med uppställda mål som svenska företag gör. Att de brittiska bolagen även har högre soliditet styrker att det är högre risk i den brittiska fastighetsbranschen.

Majoriteten av de studerade brittiska bolagen följer i båda perioderna 2005-2007 och 2008-2009 författarnas resonemang om att företag passar på att ta upp mer räntebärande skulder i tider av

positiva värdeförändringar dock får det inte genomslag i belåningsgraden. Då det egna kapitalet i de svenska bolagen ligger på en relativt jämn nivå i båda perioderna, trots stora värdeförändringar på förvaltningsfastigheterna, är slutsatsen att de svenska bolagen inte är nämnvärt risktagande i jämförelse med de brittiska bolagen.

## 8.2 Reflektioner

Distansen är den största fördelen med studiens kvantitativa ansats då den ger en översiktlig bild av hur sambandet ser ut mellan orealiserade värdeförändringar och belåningsgrad i både svenska och brittiska fastighetsbolag. Nackdelen är dock att studien med denna distans inte kan ge någon ingående förklaring till varför det ser ut som det gör i de olika länderna då respektive företag inte studeras på nära håll och utifrån sitt sammanhang.

Att studera fastighetsbranschen på distans och under en längre period innebär både för- och nackdelar. Sett till balansräkningens passivsida innebär det ingen direkt nackdel då relativt ingående information om kapitalstruktur går att utläsa ur de finansiella rapporterna. Utifrån balansräkningens aktivsida innebär det dock uppenbara nackdelar då fastigheters värde utgörs av mycket mer än bara de siffror som går att utläsa i årsredovisningar. Olika parametrar som är viktiga att se till vid värdering av en fastighet är dess läge, typ av fastighet, vakansgrad, företagets strategi och målsättning med ägandet samt hyresgäster. Vid en kvantitativ studie där data enbart erhålls från årsredovisningar framgår inte heller komplexiteten och samverkan mellan de ovan nämnda parametrarna.

Att den statistiska studien visar på negativ korrelation, tvärtemot vad författarna förutspådde, innebär att både kreditgivning och värdeförändringar är än mer komplext än vad författarna utgick ifrån vid studiens start. När studiens frågeställning diskuterades med Hellström var hans reflektioner att det kan vara svårt att utläsa ett eventuellt samband mellan variablerna då flertalet svenska bolag har en uttalad nivå på belåningsgrad. Kreditgivare X bekräftade även indirekt detta resonemang då han poängterade att det är relationen mellan bank och företag samt bankens interna värdering av fastigheter som utgör den främsta faktorn i huruvida fastigheter överhuvudtaget kan belånas. Att författarna trots detta valde att gå vidare med studien var för att se om förhållandet mellan variablerna ändå kan skilja sig åt mellan länder eller beroende på konjunkturläge.

Då mer räntebärande skulder har tagits upp under specifika perioder, men inte i den utsträckningen att det fått genomslag på belåningsgraden, hjälper denna variabel inte till fullo att besvara det resonemang om att företag tar upp mer skulder i tider av positiva värdeförändringar. Dessutom är det möjligt att ett antal fastigheter ur fastighetsbeståndet har belånats ytterligare under tider av positiva värdeförändringar men sett till fastighetsbeståndet som helhet har detta inte fått något genomslag. Även värt att poängtera är att enbart de totala räntebärande skulderna utifrån balansräkning har studerats och ingen närmare granskning av lånens bindningstid, amortering samt andra specifika förhållanden har gjorts vilket kan ha inverkat på resultatet. Dessutom skulle det vara lämpligt att tidsjustera belåningsgradsvariabeln framåt en period i tiden då bolag inte antas kunna justera sin belåningsgrad innan värdeförändringen är konstaterad.

Det är även möjligt att de variabler som använts i de statistiska testerna skulle kunna bearbetas på ett annat och bättre sätt. Ett alternativ skulle kunna vara att använda förändringen från år till år för både orealiserade värdeförändringar och belåningsgrad som indata. Detta skulle medföra att man

tydligare skulle se hur förändringar i de orealiserade värdena hänförligt till förvaltningsfastigheterna påverkar förändringar i belåningsgraden.

Att det empiriska materialet visar på att det finns stora skillnader mellan den brittiska och svenska fastighetsbranschen samt mellan svenska och brittiska fastighetsföretags kapitalstruktur är intressant. Det är troligt att ägarstruktur sett till både institutioner och privatpersoner i mångt och mycket påverkar företagets risktagande, kapitalstruktur samt uppställda finansiella mål. Sannolikt kan detta i sin tur delvis förklara varför belåningsgrad, eget kapital och räntebärande skulder varierat med olika styrkor samt på olika sätt i de båda länderna.

### **8.3 Förslag till vidare forskning**

Då den genomförda studien enbart behandlar en begränsad del av ämnesområdet är den lämplig att användas som grund för vidare forskning. En möjlighet är att använda samma typ av test men med fler variabler och eventuellt beakta tidsförskjutning. En annan är att med utgångspunkt i denna studie välja en annan infallsvinkel eller metodologisk ansats. Nedan presenteras några möjligheter till vidare forskning inom ämnesområdet.

Då den genomförda studiens urval inte är reglerat med hänseende till hur bolagens fastighetsbestånd ser ut skulle det vara intressant att genomföra samma studie men med ett urval som har ett mer homogent fastighetsbestånd och således skulle ett eventuellt mer generaliserbart resultat kunna uppnås. Det skulle även vara intressant att beakta de förvärv som skett så att orealiserade värdeförändringar ej sätts i relation till fastighetsbeståndet som inkluderar nyförvärv där värdeförändringar inte ägt rum.

Studiens låga förklaringsgrad innebär att det både kan finnas fler variabler samt en variabel som bättre förklarar variation i belåningsgrad vilket motiverar utförandet av en multipel regressionsanalys. De variabler som studien indikerar som relevanta är bland annat bankens relation med kunden, ägarstruktur samt finansiell policy och mål. Dock är dessa variabler svåra att kvantifiera och det kan bli svårt att testa dessa statistiskt genom korrelation och regressionsanalys. Författarna anser det därför mest lämpligt att istället gå vidare genom kvalitativa studier.

Förslagsvis skulle det vara intressant att kvalitativt studera ett mindre antal bolag för att finna bättre förklaringar till de mönster avseende kapitalstruktur som denna studie påvisar. Då författarna noterat att brittiska bolag i större utsträckning använder sig av obligationer än vad svenska bolag gör och att banker i tider av lågkonjunktur är mer restriktiva med utlåning vore det intressant att studera konsekvenserna. Exempelvis skulle två svenska och två brittiska bolag kunna studeras närmare där belåningsgrad eller skuldsättningsgrad väsentligt skiljer sig åt. Det vore intressant att ingående studera om det finns skillnader i hur man arbetar med finansiella mål, efterlevnad av målen samt hur företagen arbetar med skulder i olika konjunkturlägen. Vidare vore det även intressant att utforska hur ägarstrukturen skiljer sig åt i bolag med väsentligt skilda kapitalstrukturen samt hur enskilda ägare influerar företagskulturen.

# Källförteckning

## Artiklar

- Andersson, K. (2008) Det råder istid för fastighetsaffärer, *E24*, Tillgänglig: [http://www.e24.se/business/fastighet-och-bygg/det-rader-istid-for-fastighetsaffarer\\_782399.e24,100420](http://www.e24.se/business/fastighet-och-bygg/det-rader-istid-for-fastighetsaffarer_782399.e24,100420)
- Ball, R. (2006) International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. *Accounting & Business Research*, Special Issue, Vol. 36, p5-27
- Barth, M. (2006) Including Estimates of the Future in Today's Financial Statements *Accounting Horizons*, Vol. 20 Issue 3, p271-285
- Bauer, K. (2004) KPIs -- The Metrics That Drive Performance Management. *DM Review*, Vol. 14 Issue 9, p63-64
- Cross, N. (2010) UK most exposed to problem loans. *Estates Gazette*, 3/20/2010, Issue 1011
- Damant, D. (2006) Discussion of 'International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors'. *Accounting & Business Research*, Special Issue, Vol. 36, p29-30
- Dietrich, J., Richard, H., Mary, S. & Muller III, K. (2000) The reliability of investment property fair value estimates, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 30 Issue 2, p125-158
- Nobles, C. (1998) Towards a General Model of the Reasons for International Differences in Financial Reporting. *Abacus*, Vol. 34 Issue 2, p162-187
- Nordlund, B. (2009) Värdering av förvaltningsfastigheter. Metoder och antaganden i finansiella rapporter enligt IFRS, *Balans*, Nr. 2, sid 33-35
- Norwalk, C. (2010) Boards refine fair value standards. *Accounting Today*, 3/15/2010, Vol. 24 Issue 3, p6-6
- Landsman, W.R. (2007) Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. *Accounting & Business Research*, Special Issue, p19-30
- Lindvall, P. & Isacson, T. (2008) En mörk vinter väntar fastighetsmarknaden, *E24*, Tillgänglig: [http://www.e24.se/business/fastighet-och-bygg/fastigheter-finanskris\\_805063.e24,100423](http://www.e24.se/business/fastighet-och-bygg/fastigheter-finanskris_805063.e24,100423)
- Ljung, M. (2009) Är den ekonomiska krisen bakom oss?, *Ekonomifakta*, Tillgänglig: <http://www.ekonomifakta.se/sv/Artiklar/2009/Augusti/Ar-den-ekonomiska-krisen-bakom-oss/>, 100423
- Okere, G. (2010) The Elusive Goal of Consistently Meeting Contract Administration Objectives: A Conceptual Report. *Cost Engineering*, Vol. 52 Issue 4, p24-29
- Penman, S.H. (2007) Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus? *Accounting & Business Research*, Special Issue, p33-43
- Riksbanken (2008) Nyberg: Konjunkturen och fastighetsmarknaden, Tillgänglig: <http://www.riksbank.se/pagefolders/34269/nr10.pdf>, 100423
- Robak, E. (2009) Fair Value Is Here to Stay. *CPA Journal*, Oct2009, Vol. 79 Issue 10, p6-9
- Rossi III, John D. (2009) Weighing Your Financials: A Look at the Impact of Fair Value. *Pennsylvania CPA Journal*, Vol. 80 Issue 1, p1-4
- Schaub, A. (2005) The Use of International Accounting Standards in the European Union. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 25 Issue 3, p609-629

Östlund, A. (2009) Våg av nyemissioner väntas för fastighetsbolag, *E24*, Tillgänglig: [http://www.e24.se/business/fastighet-och-bygg/vag-av-nyemissioner-vantas-for-fastighetsbolag\\_1735159.e24](http://www.e24.se/business/fastighet-och-bygg/vag-av-nyemissioner-vantas-for-fastighetsbolag_1735159.e24), 100420

## Böcker

- Andersson, G., Jorner, U. & Ågren, A. (2007) *Regressions – och tidsserieanalys*. 3., (utök. och uppdaterade) uppl. Lund: Studentlitteratur
- Artsberg, K., (2003) *Redovisningsteori: - policy och praxis*. 1. Uppl. Malmö: Liber ekonomi
- Ax, C., Johansson, C. & Kullvén, H. (2009) *Den nya ekonomistyrningen*. 4., omarb. uppl. Malmö: Liber
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2007) *Corporate finance*. International edition Boston, Mass.: Pearson Addison Wesley
- Fregert, K. & Jonung, L. (2005) *Makroekonomi: teori, politik och institutioner*. 2., uppdaterade och rev. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. 2., [rev. och utök.] uppl. Lund: Studentlitteratur
- Jacobsen, D. (2002) *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2002) *Praktisk statistik*. 3., [rev.] uppl. Lund: Studentlitteratur
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2005) *Statistiska metoder*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2006) *Statistisk dataanalys*. 4., [omarb.] uppl. Lund: Studentlitteratur
- Lantmäteriverket (2005) *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering*. [Ny utg.] Gävle: Lantmäteriverket
- Marton, J., Falkman, P., Lumsden, M., Pettersson, A.K. & Rimmel, G. (2008) *IFRS - i teori och praktik*. 1. uppl. Stockholm: Bonnier utbildning
- Nilsson, H., Isaksson, A. & Martikainen, T. (2002) *Företagsvärdering: med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur
- Räckle, G. & Waxler, R. (2005) *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt: fastighetsnomenklatur*. 9., rev. och utök. utg. Stockholm: Fastighetsnytt
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2009) *Research methods for business students*. 5. ed. Harlow: Financial Times Prentice Hall
- Smith, D. (2006) *Redovisningens språk*. 3., rev. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Södersten, B. (1983) *Makroekonomi och stabiliseringspolitik*. Malmö: LiberFörlag
- Thomasson, J., Arvidson, P., Lindquist, H., Larson, O. & Rohlin, L. (2006) *Den nya affärsredovisningen*. 17., [rev.] uppl. Malmö: Liber

## Redovisningsstandarder

IASBs föreställningsram

IAS 40 Förvaltningsfastigheter

*Samtliga från* Internationell redovisningsstandard i Sverige: IFRS/IAS 2009. [6., uppdaterade uppl.] (2009). Stockholm: FAR SRS förlag



## Intervjuer

Intervju 1: Katrin Kommers, revisor Ernst & Young, Göteborg 100407

Intervju 2: Håkan Hellström, VD Castellum, Göteborg, 100413

Intervju 3: Kreditgivare X, Göteborg, 100509: Kreditgivare X arbetar med kreditgivning på en av de fyra svenska storbankerna och har flerårig branschfarenhet av kreditgivning till fastighetsbolag

## Rapporter

Annual Abstract of Statistics 2010, *Office for National Statistics*, Tillgänglig: [http://www.statistics.gov.uk/hub/releasecalendar/index.html?newquery=\\*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry](http://www.statistics.gov.uk/hub/releasecalendar/index.html?newquery=*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry), 100516

Annual Abstract of Statistics 2009, *Office for National Statistics*, Tillgänglig: [http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=\\*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry](http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry), 100516

Annual Abstract of Statistics 2008, *Office for National Statistics*, Tillgänglig: [http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=\\*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry](http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry), 100516

Annual Abstract of Statistics 2007, *Office for National Statistics*, Tillgänglig: [http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=\\*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry](http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry), 100516

Annual Abstract of Statistics 2006, *Office for National Statistics*, Tillgänglig: [http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=\\*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry](http://www.statistics.gov.uk/hub/release-calendar/index.html?newquery=*&uday=0&umonth=0&uyear=0&title=Annual+Abstract+of+Statistics&pagetype=calendar-entry), 100516

Konjunkturläget, mars 2010, *Konjunkturinstitutet*, Tillgänglig: <http://www.konj.se/arkiv/konjunkturlaget/konjunkturlaget/tjanstebranscherna-starktillvaxtmotor20102011.5.2b8975271278f4c2de580004011.html>, 100516

Konjunkturläget, mars 2009, *Konjunkturinstitutet*, Tillgänglig: <http://www.konj.se/arkiv/konjunkturlaget/konjunkturlaget/tjanstebranscherna-starktillvaxtmotor20102011.5.2b8975271278f4c2de580004011.html>, 100516

Konjunkturläget, mars 2008, *Konjunkturinstitutet*, Tillgänglig: <http://www.konj.se/arkiv/konjunkturlaget/konjunkturlaget/rantesankningarochexpansivfinanspolitikmotverkarfortsattkonjunkturnedgang2009.5.61632b5e117dec92f47800059372.html>, 100516

Konjunkturläget, mars 2007, *Konjunkturinstitutet*, Tillgänglig: <http://www.konj.se/arkiv/konjunkturlaget/konjunkturlaget/starkarbetsmarknadochhogreavtalokartrycketpalonerochinfation.5.4b231cd511170eec10e80007731.html>, 100516

Konjunkturläget, mars 2006, *Konjunkturinstitutet*, Tillgänglig: <http://www.konj.se/arkiv/konjunkturlaget/konjunkturlaget/starkarbetsmarknadlyftersvenskekonomi.5.7d810b7d109c0650979800029996.html>, 100516

Trends in lending May 2009, *Bank of England*, Tillgänglig: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/trends-in-lending2009.htm>, 100525

Trends in lending June 2009, *Bank of England*, Tillgänglig: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/trends-in-lending2009.htm>, 100525

## Uppsatser

Barath, S., Rydén, I. (2009) Förvaltningsfastigheter - Värdering till verkligt värde i skuggan av finanskrisen och lågkonjunkturen, *Institutionen för ekonomisk och industriell utveckling, Linköpings universitet*

Pettersson, C., Widén, N. (2008) Hur har införandet av IAS 40 påverkat förvaltningsfastighetsbolagens externa intressenter: - en långivares syn på värdering av förvaltningsfastigheter, *Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet*

## Internetsidor

Aktiespararna.se	<a href="http://www.aktiespararna.se/etiketter/Vanliga/ovrigt/Strukturerade-produkter/">http://www.aktiespararna.se/etiketter/Vanliga/ovrigt/Strukturerade-produkter/</a> , 100525 <a href="http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Fordjupningar/Investerarskola/Del-5-Strukturprodukter-laser-in-ditt-kapital/">http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Fordjupningar/Investerarskola/Del-5-Strukturprodukter-laser-in-ditt-kapital/</a> , 100515
Bankofengland.co.uk	<a href="http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/fromshowcolumns.asp?Travel=NlxASxSCxSUX&amp;FromSeries=1&amp;ToSeries=50&amp;DAT=RNG&amp;FD=1&amp;FM=Jan&amp;FY=2005&amp;TD=31&amp;TM=Dec&amp;TY=2009&amp;VFD=Y&amp;html.x=22&amp;html.y=12&amp;CSVF=TT&amp;C=DMD&amp;Filter=N">http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/iadb/fromshowcolumns.asp?Travel=NlxASxSCxSUX&amp;FromSeries=1&amp;ToSeries=50&amp;DAT=RNG&amp;FD=1&amp;FM=Jan&amp;FY=2005&amp;TD=31&amp;TM=Dec&amp;TY=2009&amp;VFD=Y&amp;html.x=22&amp;html.y=12&amp;CSVF=TT&amp;C=DMD&amp;Filter=N</a> , 100427
Bankforeningen.se	<a href="http://www.bankforeningen.se/web/bf.nsf/\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D?open">http://www.bankforeningen.se/web/bf.nsf/\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D?open</a> , 100423 <a href="http://www.bankforeningen.se/web/bf.nsf/\$all/4AE7EBFF07C27EBAC125761800448CB3?open">http://www.bankforeningen.se/web/bf.nsf/\$all/4AE7EBFF07C27EBAC125761800448CB3?open</a> , 100423
Bis.org	<a href="http://www.bis.org/bcbs/index.htm">http://www.bis.org/bcbs/index.htm</a> , 100519
Cbre.eu	<a href="http://www.cbre.co.uk/uk_en/research/report_results">http://www.cbre.co.uk/uk_en/research/report_results</a> , 100520 <a href="http://portal.cbre.eu/portal/pls/portal/cbweb.utils_news_public.show_image?...">portal.cbre.eu/portal/pls/portal/cbweb.utils_news_public.show_image?...</a> , 100525
Gov.uk	<a href="http://www.statistics.gov.uk/StatBase/Product.asp?vlnk=94">http://www.statistics.gov.uk/StatBase/Product.asp?vlnk=94</a> , 100515
Handelsbanken.se	<a href="http://handelsbanken.se/">http://handelsbanken.se/</a> , 100423
Konj.se	<a href="http://www.konj.se/omki.4.2f48d2f18732142c7fff7286.html">http://www.konj.se/omki.4.2f48d2f18732142c7fff7286.html</a> , 100512 <a href="http://www.konj.se/omki/ordlista.4.ec944110677af1e83800042.html#k">http://www.konj.se/omki/ordlista.4.ec944110677af1e83800042.html#k</a> , 100514
Londonstockexchange.com	<a href="http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm">http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm</a> , 100419
Nasdaqomx.com	<a href="http://www.nasdaqomx.com/whatwedo/servicesforcompanies/nordic-market/visibility/Sector_Classification/">http://www.nasdaqomx.com/whatwedo/servicesforcompanies/nordic-market/visibility/Sector_Classification/</a> , 100422
Oecd.org	<a href="http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761800_1_1_1_1_1_1,00.html">http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761800_1_1_1_1_1_1,00.html</a> , 100515 <a href="http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761681_1_1_1_1_1_1,00.html">http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761681_1_1_1_1_1_1,00.html</a> , 100516

Ons.gov.uk	<a href="http://www.ons.gov.uk/about/index.html">http://www.ons.gov.uk/about/index.html</a> , 100515
Rbs.co.uk	<a href="http://www.rbs.co.uk/corporate/banking/g2/expert-industry-teams/property.ashx#tabs=section4">http://www.rbs.co.uk/corporate/banking/g2/expert-industry-teams/property.ashx#tabs=section4</a> , 100423
Riksbank.se	<a href="http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16749">http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16749</a> , 100427
Scb.se	<a href="http://www.scb.se/Pages/List____139368.aspx">http://www.scb.se/Pages/List____139368.aspx</a> , 100512

## Årsredovisningar

Atrium Ljungberg:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Balder:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Brinova:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Castellum:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
CLS Holdings:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Daejan Holdings:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Fabege:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Fast Partner:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Heba Fastighets:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Helical Bar:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Hufvudstaden:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Invesco Property Income Trust:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Invista Foundation Property Trust:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
ISIS Property Trust:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Klövern:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Kungsleden:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
London & Associated Properties:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Minerva:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Panther Securities:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Sagax:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Songbird Estates:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
St. Modwen Properties:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Unite Group:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>
Wallenstam:	<i>2005, 2006, 2007, 2008, 2009</i>

# BILAGOR

## Bilaga 1

Förteckning över studerade bolag

Urvalskommentarer	Procent	Antal
<b>Studerade</b>	<b>19,0</b>	<b>24</b>
Brittiska	11,4	(12)
Svenska	57,1	(12)
<b>Ej studerade</b>		<b>104</b>
varav ej rapporter tillgängliga		(2)
varav för låg andel förvaltningsfastigheter		(7)
varav ej noterade hela perioden 2005-2009		(79)
varav för låg genomsnittlig balansomslutning		(14)
<b>TOTALT</b>		<b>126</b>

Bolagets namn	Urvalskommentarer	Datum för notering	Slutdatum räkenskapsår
Atrium Ljungberg	Studerad	1994-07-14	31-dec
Balder	Studerad	1999-10-12	31-dec
Brinova	Studerad	2003-11-20	31-dec
Castellum	Studerad	1997-05-23	31-dec
CLS Holdings	Studerad	1994-05-27	31-dec
Daejan Holdings	Studerad	1959-07-15	31-mar
Fabege	Studerad	1992-08-18	31-dec
Fast Partner	Studerad	1994-02-14	31-dec
Heba Fastighets	Studerad	1994-06-28	31-dec
Helical Bar	Studerad	1957-07-04	31-mar
Hufvudstaden A	Studerad	1982-01-04	31-dec
Invesco Property Income Trust	Studerad	2004-09-28	31-mar
Invista Foundation Property Trust	Studerad	2004-07-16	31-mar
ISIS Property Trust	Studerad	2003-10-28	31-dec
Klövern	Studerad	2002-08-08	31-dec
Kungsleden	Studerad	1999-04-14	31-dec
London & Associated Properties	Studerad	1944-11-29	31-dec
Minerva	Studerad	1996-11-28	30-jun
Panther Securities	Studerad	1994-07-26	31-dec
Sagax	Studerad	1999-04-06	31-dec
Songbird Estates	Studerad	2004-05-21	31-dec
St. Modwen Properties	Studerad	1986-04-28	30-nov
Unite Group	Studerad	2000-04-11	31-dec
Wallenstam	Studerad	1991-08-12	31-dec
Ablon Group	Ej studerad	2007-02-07	
Adalta Real	Ej studerad	2006-10-15	
AIM Investments	Ej studerad	2004-08-04	
All Points North	Ej studerad	2006-12-19	
Allokton	Ej studerad	2006-12-18	
Alpha Pyrenees Trust	Ej studerad	2005-11-29	

Alpha Tiger Property Trust	Ej studerad	2006-12-21
Annehem Fastigheter	Ej studerad	2008/2009
Aseana Properties	Ej studerad	2007-04-05
Atlas Estates	Ej studerad	2006-03-01
Axa Properties	Ej studerad	2005-05-23
Bulgarian Land Development	Ej studerad	2006-03-29
Caledonian Trust	Ej studerad	1995-09-29
Capital & Regional	Ej studerad	1995-05-22
Cardiff Property	Ej studerad	1947-06-18
Carecapital Group	Ej studerad	2006-08-04
Carpathian	Ej studerad	2005-07-26
Catena	Ej studerad	2006-04-26
China Gateway International	Ej studerad	2007-02-21
China Real Estate Opportunities	Ej studerad	2007-07-11
China Western Investments	Ej studerad	2004-06-15
Ciref	Ej studerad	2006-05-26
Close High Income Properties	Ej studerad	2003-04-04
Colliers Cre	Ej studerad	2001-08-16
Conygar Investment	Ej studerad	2009-08-27
Dagon	Ej studerad	2006-06-05
Develica Deutschland	Ej studerad	2006-05-31
Development Securities	Ej studerad	1986-07-14
Din Bostad Sverige	Ej studerad	avnoterades 29-sep-09
Diös	Ej studerad	2006-05-22
DP Property Europé	Ej studerad	2006-11-27
Dragon-Ukrainian Properties & Development	Ej studerad	2007-06-01
DTZ Holdings	Ej studerad	1987-07-30
Eastern European Property Fund	Ej studerad	2006-03-23
Eatonfield Group	Ej studerad	2006-11-17
Equest Balkan Properties	Ej studerad	2005-12-14
Eredene Capital	Ej studerad	2006-05-10
European Convergence Development	Ej studerad	2007-06-21
European Convergence Property	Ej studerad	2005-06-28
F&C Commercial Property Trust	Ej studerad	2009-10-30
First Property Group	Ej studerad	2000-12-22
Fletcher King	Ej studerad	2008-10-14
Formation Group	Ej studerad	2007-06-22
Grainger	Ej studerad	1984-02-22
Hawtin	Ej studerad	2006-10-16
Hirco	Ej studerad	2006-12-13
HML Holdings	Ej studerad	2006-06-30
ING UK Real Estate Income Trust	Ej studerad	2005-10-25
Inland	Ej studerad	2007-04-03
IRP Property Investments	Ej studerad	2005-06-01
Ishaan Real Estate	Ej studerad	2006-11-24
Kenmore European Industrial	Ej studerad	2006-09-26
Lewis Charles Romania Property	Ej studerad	2007-08-02
Lok'n Store Group	Ej studerad	2000-06-28
London & Stamford Property	Ej studerad	2007-11-07
LSL Property Services	Ej studerad	2006-11-21
LXB Retail Properties	Ej studerad	2009-10-23
Macau Property Services	Ej studerad	2006-06-05

Matrix European Real Estate Investment	Ej studerad	2007-06-04
Max Property Group	Ej studerad	2009-05-27
Medicx	Ej studerad	2006-11-02
Metro Baltic Horizons	Ej studerad	2006-12-11
Mission Capital	Ej studerad	2006-12-27
Mountview Estates	Ej studerad	1960-02-17
MWB Group Holdings	Ej studerad	2008-04-03
Newriver Retail	Ej studerad	2009-09-01
Nordic Land	Ej studerad	2007-08-03
Northacre	Ej studerad	2000-09-04
O Twelve Estates	Ej studerad	2006-03-27
Oak Holdings	Ej studerad	2003-12-02
Pactolus Hungarian Property	Ej studerad	2006-03-23
Pathfinder Minerals	Ej studerad	1998-08-19
Property Recycling	Ej studerad	2005-06-16
Quintain Estates & Development	Ej studerad	1996-07-23
R.G.I. Intl	Ej studerad	2006-12-13
RAM Investment Group	Ej studerad	1996-10-25
Raven Russia	Ej studerad	2005-07-29
Real Estate Investors	Ej studerad	2004-06-10
Roeford Properties	Ej studerad	2005-03-18
Rugby Estates	Ej studerad	2005-06-14
Russian Real Estate Investment Company	Ej studerad	2006-04-24
Safeland	Ej studerad	2006-10-11
Safestore Holdings	Ej studerad	2007-03-14
Savills	Ej studerad	2006-05-11
Serviced Office Group	Ej studerad	2005-01-14
Sirius Real Estate	Ej studerad	2007-05-04
Sofia Property Fund	Ej studerad	2005-09-27
South African Property Opps	Ej studerad	2006-10-26
Sovereign Reversions	Ej studerad	2004-04-16
Speymill Deutsche Immobilien	Ej studerad	2006-03-17
Speymill Macau Property	Ej studerad	2006-11-17
Standard Life Invest Property	Ej studerad	2003-12-19
Taliesin Property Fund	Ej studerad	2007-08-28
Terrace Hill Group	Ej studerad	2002-09-25
Treveria	Ej studerad	2006-03-02
Trikona Trinity Capital	Ej studerad	2006-04-21
UK Commercial Property Trust	Ej studerad	2006-09-22
Unitech Corporate Parks	Ej studerad	2006-12-20
Wichford	Ej studerad	2007-12-28
Victoria Park	Ej studerad	2007-11-14
Wihlborgs Fastigheter	Ej studerad	2005-05-23
Wynnstay Properties	Ej studerad	1995-09-21

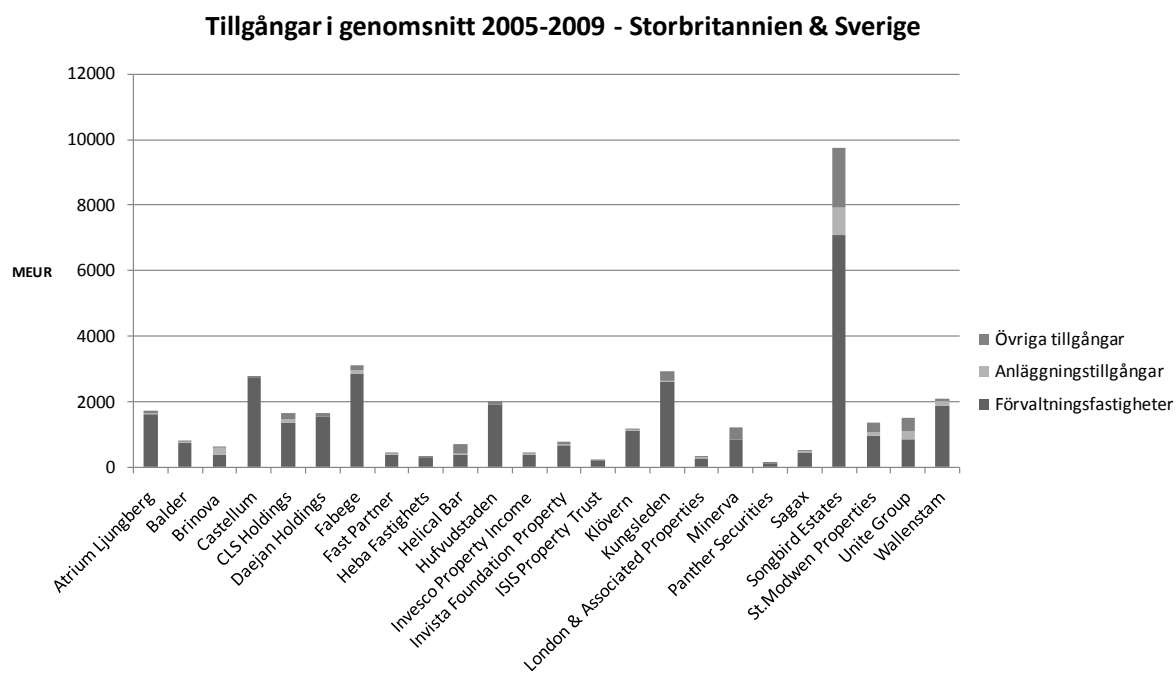
## Bilaga 2

Urval av brittiska företag

Bolagets namn (brittiska)	Genomsnittlig balansomslutning 2005-2009 (MBRP)	Urvals-kommentar	Övrig kommentar
Songbird Estates	7086	Studerad	
Close High Income Properties	5886	Ej studerad	Alla rapporter ej tillgängliga
Grainger	1754	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
CLS Holdings	1221	Studerad	
Daejan Holdings	1206	Studerad	
Quintain Estates & Development	1181	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
Unite Group	1110	Studerad	
St. Modwen Properties	999	Studerad	
Capital & Regional	963	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
Minerva	929	Studerad	
Invista Foundation Property Trust	569	Studerad	
Helical Bar	508	Studerad	
Development Securities	378	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
Invesco Property Income Trust	277	Studerad	
DTZ Holdings	262	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
London & Associated Properties	256	Studerad	
Mountview Estates	249	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
Terrace Hill Group	196	Ej studerad	För låg andel förvaltningsfastigheter
Standard Life Invest Property	186	Ej studerad	Alla rapporter ej tillgängliga
ISIS Property Trust	148	Studerad	
Panther Securities	129	Studerad	
Colliers	106	Ej studerad	
Sovereign Reversions	65	Ej studerad	
China Western Investments	56	Ej studerad	
Lok'n Store Group	52	Ej studerad	
Real Estate Investors	43	Ej studerad	
Caledonian Trust	32	Ej studerad	
Wynnstay Properties	21	Ej studerad	
Cardiff Property	20	Ej studerad	
First Property Group	14	Ej studerad	
Northacre	14	Ej studerad	
Pathfinder Minerals	13	Ej studerad	
Oak Holdings	12	Ej studerad	
AIM Investment	4	Ej studerad	
RAM Investment Group		Ej studerad	

### Bilaga 3

Genomsnittlig tillgångsmassa för studerade bolag





## Bilaga 4

Förteckning över hämtade poster från årsredovisningar

Anläggnings tillgångar	Finansiella anläggningstillgångar	Andelar i koncernföretag Uppskjuten skattefordran Andra långfristiga fordringar Andra långfristiga värdepappersinnehav Finansiella derivatinstrument
	Immateriella anläggningstillgångar	Goodwill Aktiverade kostnader och dataprogram
	Materiella anläggningstillgångar	Förvaltningsfastigheter Rörelsefastigheter Fastigheter under ny eller ombyggnad Inventarier
Omsättnings tillgångar	Kundfordringar Fordringar hos koncern och intresseföretag Varulager	
	Kassa/bank/likvida medel	Kassa & bank tillgodohavanden kortfristiga placeringar
	Hysesfordringar Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter Finansiella derivatinstrument Andelar/innehav i bostadsrättsföreningar	
Eget kapital	Aktiekapital Reserver Balanserad vinst inkl. ÅR Minoritetsintressen Övrigt tillskjutet kapital	
Skulder	Långa räntebärande skulder (> 1 år)	Konvertibla förlagslån Skulder till kreditinstitut/lån finansiell leasing
	korta räntebärande skulder (< 1 år)	Skulder till kreditinstitut/lån

## Bilaga 5

Exempel på innan och efter justering

	(MBRP)	Daejan Holdings														
		Räkenskapsår 31 mars					justerat månadsvis					justerat räkenskapsår				
		2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
RR	Orealiserade värdeförändringar	58	150	154	21	-262	5	12	13	2	-22	127	153	54	-191	-262
	Reliserade värdeförändringar	5	6	17	7	7	0	1	1	1	1	6	14	9	7	7
	Årets resultat innan skatt	31	163	198	47	-248	3	14	17	4	-21	130	189	85	-174	-248
	Årets resultat efter skatt	22	113	142	54	-179	2	9	12	5	-15	90	135	76	-120	-179
T	AT	661	1104	1236	1267	1135	55	92	103	106	95	993	1203	1259	1168	1135
	Förvaltningsfastigheter	661	1101	1234	1259	1127	55	92	103	105	94	991	1201	1253	1160	1127
	OT	128	70	66	61	62	11	6	6	5	5	84	67	62	62	62
	kassa/bank	45	37	32	31	26	4	3	3	3	2	39	33	31	28	26
	Summa tillgångar	790	1174	1302	1328	1197	66	98	109	111	100	1078	1270	1322	1230	1197
S & EK	EK	572	746	862	903	759	48	62	72	75	63	702	833	893	795	759
	Aktiekapital	4	4	4	4	4	0	0	0	0	0	4	4	4	4	4
	Balanserad vinst	245	741	857	898	755	20	62	71	75	63	617	828	888	791	755
	S	218	428	441	425	437	18	36	37	35	36	376	437	429	434	437
	långfristiga räntebärande skulder	154	140	112	114	179	13	12	9	10	15	144	119	114	163	179
	kortfristiga räntebärande skulder	56	8	3	0	7	5	1	0	0	1	20	5	1	5	7

## Bilaga 6

### Genomsnittliga valutakurser

År	Genomsnittsvaluta GBP/EUR
2005	0,6836
2006	0,6817
2007	0,684
2008	0,7944
2009	0,8902

År	Genomsnittsvaluta SEK/EUR
2005	9,2849
2006	9,2549
2007	9,2481
2008	9,6055
2009	10,6213

## Bilaga 7

### Data Storbritannien

Brittiska företag (%)	2005		2006		2007		2008		2009	
	VF/F	BG	VF/F	BG	VF/F	BG	VF/F	BG	VF/F	BG
CLS Holdings	0,07	0,66	0,17	0,60	-0,05	0,68	-0,11	0,75	-0,01	0,73
Daejan Holdings	0,15	0,17	0,15	0,10	0,05	0,09	-0,14	0,15	-0,19	0,17
Helical Bar	0,13	0,48	0,12	0,43	-0,05	0,65	-0,19	1,08	-0,22	1,23
Invesco Property Income	0,07	0,49	0,07	0,55	-0,13	0,81	-0,24	0,90	-0,25	0,90
Invista Foundation Property	0,12	0,29	0,08	0,33	-0,06	0,43	-0,24	0,60	-0,30	0,69
ISIS Property Trust	0,13	0,31	0,11	0,29	-0,08	0,29	-0,24	0,38	0,02	0,38
London & Associated Prop.	0,09	0,47	0,13	0,55	-0,09	0,68	-0,13	0,77	0,04	0,64
Minerva	0,00	0,56	0,02	0,45	-0,15	0,63	-0,33	1,10	-0,36	1,39
Panther Securities	0,29	0,47	0,06	0,36	0,00	0,35	-0,06	0,44	-0,06	0,46
Songbird Estates	0,17	1,02	0,14	0,74	0,02	0,81	-0,29	1,16	0,02	0,99
St. Modwen Properties	0,06	0,63	0,07	0,37	0,06	0,50	-0,06	0,52	-0,10	0,42
Unite Group	0,02	0,72	0,10	0,70	0,00	0,99	-0,07	1,53	-0,02	1,09

Indata för den statistiska studien

VF = realiserade värdeförändringar, F = förvaltningsfastigheter, BG = belåningsgrad

Brittiska företag	Eget kapital (MEUR)				
	2005	2006	2007	2008	2009
CLS Holdings	518	657	589	426	347
Daejan Holdings	1027	1222	1305	1001	853
Helical Bar	323	395	398	308	266
Invesco Property Income	169	250	178	12	-24
Invista Foundation Property	618	708	599	253	159
ISIS Property Trust	155	184	165	92	83
London & Associated Prop.	129	149	130	51	66
Minerva	773	758	609	161	-52
Panther Securities	99	108	115	83	76
Songbird Estates	2645	3491	3432	579	1339
St. Modwen Properties	491	581	676	506	450
Unite Group	560	706	658	422	428

Brittiska företag	Räntebärande skulder (MEUR)				
	2005	2006	2007	2008	2009
CLS Holdings	1053	1003	1168	757	666
Daejan Holdings	240	181	168	212	209
Helical Bar	191	196	294	351	334
Invesco Property Income	142	274	402	329	280
Invista Foundation Property	218	295	364	280	236
ISIS Property Trust	72	71	59	51	45
London & Associated Prop.	80	155	247	211	174
Minerva	567	435	608	755	785
Panther Securities	68	54	51	53	50
Songbird Estates	7795	6437	7129	6265	4893
St. Modwen Properties	373	401	615	535	364
Unite Group	1081	678	866	776	493

Brittiska företag	Förvaltningsfastigheter (MEUR)				
	2005	2006	2007	2008	2009
CLS Holdings	1604	1677	1718	1006	913
Daejan Holdings	1450	1761	1831	1460	1266
Helical Bar	398	456	452	324	271
Invesco Property Income	292	501	495	366	312
Invista Foundation Property	758	882	847	465	342
ISIS Property Trust	230	242	203	132	120
London & Associated Prop.	171	283	363	276	273
Minerva	1012	962	965	687	564
Panther Securities	146	153	148	122	109
Songbird Estates	7614	8648	8800	5383	4935
St. Modwen Properties	589	1094	1234	1020	857
Unite Group	1505	964	874	508	453

Brittiska företag	Soliditet				
	2005	2006	2007	2008	2009
CLS Holdings	0,28	0,33	0,29	0,31	0,30
Daejan Holdings	0,65	0,66	0,68	0,65	0,63
Helical Bar	0,52	0,55	0,49	0,41	0,39
Invesco Property Income	0,53	0,44	0,27	0,03	-0,07
Invista Foundation Property	0,70	0,68	0,60	0,44	0,36
ISIS Property Trust	0,66	0,70	0,72	0,60	0,60
London & Associated Prop.	0,52	0,41	0,28	0,15	0,22
Minerva	0,54	0,56	0,44	0,15	-0,06
Panther Securities	0,52	0,57	0,60	0,52	0,54
Songbird Estates	0,24	0,31	0,29	0,07	0,19
St. Modwen Properties	0,54	0,41	0,39	0,34	0,38
Unite Group	0,30	0,45	0,38	0,30	0,41

Brittiska företag	Värdförändringar (MEUR)									
	2005		2006		2007		2008		2009	
	OR	R	OR	R	OR	R	OR	R	OR	R
CLS Holdings	98	3	238	-1	-100	0	-130	9	-8	0
Daejan Holdings	185	9	224	21	79	13	-240	8	-294	8
Helical Bar	47	14	50	11	-24	2	-74	1	-76	1
Invesco Property Income	18	7	33	1105	-74	330	-113	-11	-106	-13
Invista Foundation Property	79	4	69	8	-55	3	-144	-27	-147	-33
ISIS Property Trust	27	3	24	0	-17	0	-42	0	2	0
London & Associated Prop.	15	2	32	0	-37	3	-42	1	11	0
Minerva	3	-9	21	-1	-175	0	-339	-58	-317	-103
Panther Securities	33	2	9	1	0	8	-8	2	-7	1
Songbird Estates	1095	300	1059	0	161	0	-2228	0	80	0
St. Modwen Properties	35	19	73	38	75	15	-66	0	-92	2
Unite Group	34	4	89	-8	-4	-6	-39	-16	-10	-4

Brittiska företag	Eget kapital (MEUR)	
	2005-2007	2008-2009
CLS Holdings	588	387
Daejan Holdings	1185	927
Helical Bar	372	287
Invesco Property Income	199	-6
Invista Foundation Property	642	206
ISIS Property Trust	168	87
London & Associated Prop.	136	59
Minerva	713	55
Panther Securities	107	80
Songbird Estates	3190	959
St. Modwen Properties	583	478
Unite Group	641	425

Brittiska företag	Räntebärande skulder (MEUR)	
	2005-2007	2008-2009
CLS Holdings	1075	712
Daejan Holdings	196	210
Helical Bar	227	343
Invesco Property Income	273	305
Invista Foundation Property	292	258
ISIS Property Trust	67	48
London & Associated Prop.	161	193
Minerva	537	770
Panther Securities	58	52
Songbird Estates	7120	5579
St. Modwen Properties	463	449
Unite Group	875	634

Brittiska företag	Förvaltningsfastigheter (MEUR)	
	2005-2007	2008-2009
CLS Holdings	1666	959
Daejan Holdings	1681	1363
Helical Bar	435	298
Invesco Property Income	429	339
Invista Foundation Property	829	403
ISIS Property Trust	225	126
London & Associated Prop.	272	274
Minerva	979	626
Panther Securities	149	115
Songbird Estates	8354	5159
St. Modwen Properties	972	938
Unite Group	1114	481

Brittiska företag	Soliditet	
	2005-2007	2008-2009
CLS Holdings	0,30	0,31
Daejan Holdings	0,66	0,64
Helical Bar	0,52	0,40
Invesco Property Income	0,41	-0,02
Invista Foundation Property	0,66	0,40
ISIS Property Trust	0,69	0,60
London & Associated Prop.	0,40	0,18
Minerva	0,52	0,05
Panther Securities	0,56	0,53
Songbird Estates	0,28	0,13
St. Modwen Properties	0,44	0,36
Unite Group	0,38	0,36

Brittiska företag	Belåningsgrad	
	2005-2007	2008-2009
CLS Holdings	0,64	0,74
Daejan Holdings	0,12	0,16
Helical Bar	0,52	1,16
Invesco Property Income	0,61	0,90
Invista Foundation Property	0,35	0,65
ISIS Property Trust	0,30	0,38
London & Associated Prop.	0,57	0,70
Minerva	0,55	1,25
Panther Securities	0,39	0,45
Songbird Estates	0,86	1,08
St. Modwen Properties	0,50	0,47
Unite Group	0,80	1,31

## Bilaga 8

Data Sverige

Svenska företag (%)	2005		2006		2007		2008		2009	
	VF/F	BG	VF/F	BG	VF/F	BG	VF/F	BG	VF/F	BG
Atrium Ljungberg	0,09	0,43	0,13	0,33	0,07	0,40	-0,06	0,44	-0,03	0,46
Balder	0,06	0,73	0,03	0,79	0,09	0,72	-0,03	0,73	0,00	0,74
Brinova	0,04	1,28	0,05	0,96	0,02	0,95	0,00	0,99	0,01	0,95
Castellum	0,04	0,44	0,05	0,45	0,03	0,45	-0,04	0,50	-0,03	0,52
Fabege	0,04	0,59	0,03	0,55	0,03	0,56	-0,05	0,64	-0,01	0,65
Fast Partner	0,03	0,74	0,07	0,69	0,10	0,63	-0,07	0,73	-0,02	0,79
Heba Fastighets	0,10	0,21	0,13	0,11	0,10	0,15	-0,05	0,18	0,04	0,25
Hufvudstaden	0,08	0,22	0,18	0,19	0,14	0,17	-0,08	0,18	-0,06	0,19
Klövern	0,02	0,67	0,02	0,64	0,08	0,58	-0,06	0,64	-0,02	0,64
Kungsleden	0,05	0,72	0,10	0,55	0,06	0,82	-0,01	0,73	-0,01	0,95
Sagax	0,03	0,80	0,05	0,76	0,11	0,76	-0,02	0,78	-0,04	0,79
Wallenstam	0,13	0,57	0,09	0,54	0,03	0,53	-0,02	0,58	0,02	0,59

Indata för den statistiska studien

VF = realiserade värdeförändringar, F = förvaltningsfastigheter, BG = belåningsgrad

Svenska företag	Eget kapital (MEUR)				
	2005	2006	2007	2008	2009
Atrium Ljungberg	237	843	1001	884	792
Balder	92	162	247	193	313
Brinova	174	289	265	156	217
Castellum	963	1100	1211	1046	913
Fabege	1155	1316	1234	1028	939
Fast Partner	127	154	184	160	140
Heba Fastighets	157	191	208	193	185
Hufvudstaden	928	1273	1277	1140	963
Klövern	244	418	94	420	387
Kungsleden	716	1048	978	735	667
Sagax	38	90	158	131	130
Wallenstam	636	836	893	836	796

Svenska företag	Räntebärande skulder (MEUR)				
	2005	2006	2007	2008	2009
Atrium Ljungberg	232	609	809	869	800
Balder	212	595	525	537	874
Brinova	316	352	354	461	381
Castellum	1012	1171	1360	1521	1440
Fabege	1356	1618	1861	1968	1799
Fast Partner	222	238	267	289	282
Heba Fastighets	56	33	52	58	78
Hufvudstaden	380	364	368	354	320
Klövern	429	743	758	796	720
Kungsleden	1939	1381	2278	2159	1953
Sagax	172	269	410	490	474
Wallenstam	984	1067	1024	1080	1147

Svenska företag	Förvaltningsfastigheter (MEUR)				
	2005	2006	2007	2008	2009
Atrium Ljungberg	536	1821	2022	1984	1753
Balder	291	751	726	733	1186
Brinova	246	366	374	468	403
Castellum	2291	2619	2997	3036	2756
Fabege	2294	2938	3334	3072	2749
Fast Partner	300	343	426	398	359
Heba Fastighets	274	289	337	317	309
Hufvudstaden	1753	1881	2220	1987	1707
Klövern	643	1156	1314	1238	1133
Kungsleden	2677	2497	2775	2961	2056
Sagax	215	353	538	627	601
Wallenstam	1734	1975	1938	1878	1952

Svenska företag	Soliditet				
	2005	2006	2007	2008	2009
Atrium Ljungberg	0,42	0,43	0,45	0,42	0,42
Balder	0,29	0,21	0,30	0,23	0,24
Brinova	0,35	0,43	0,40	0,24	0,34
Castellum	0,42	0,42	0,40	0,34	0,33
Fabege	0,41	0,41	0,36	0,32	0,32
Fast Partner	0,34	0,36	0,37	0,33	0,30
Heba Fastighets	0,57	0,66	0,61	0,53	0,64
Hufvudstaden	0,52	0,57	0,56	0,56	0,55
Klövern	0,35	0,34	0,07	0,32	0,33
Kungsleden	0,24	0,40	0,28	0,23	0,29
Sagax	0,17	0,23	0,26	0,19	0,20
Wallenstam	0,34	0,39	0,42	0,40	0,37

Svenska företag	Värdoförändringar (MEUR)									
	2005		2006		2007		2008		2009	
	OR	R	OR	R	OR	R	OR	R	OR	R
Atrium Ljungberg	45	1	203	0	139	19	-125	-2	-49	0
Balder	15	0	23	0	61	8	-22	1	-1	2
Brinova	10	3	19	6	7	8	2	1	3	5
Castellum	93	8	115	9	99	0	-131	0	-97	0
Fabege	91	93	98	7	97	48	-161	15	-29	5
Fast Partner	7	18	23	0	39	-1	-29	0	-8	0
Heba Fastighets	24	0	32	4	31	0	-17	0	12	0
Hufvudstaden	129	0	286	0	281	0	-170	0	-117	0
Klövern	14	3	23	5	93	26	-83	4	-25	3
Kungsleden	121	9	229	164	148	96	-22	27	-29	112
Sagax	6	0	16	1	53	2	-13	-2	-23	0
Wallenstam	193	17	163	20	53	32	-30	6	34	3

Svenska företag	Eget kapital (MEUR)	
	2005-2007	2008-2009
Atrium Ljungberg	694	838
Balder	167	253
Brinova	243	187
Castellum	1092	979
Fabege	1235	983
Fast Partner	155	150
Heba Fastighets	186	189
Hufvudstaden	1159	1051
Klövern	252	404
Kungsleden	914	701
Sagax	96	131
Wallenstam	788	816

Svenska företag	Räntebärande skulder (MEUR)	
	2005-2007	2008-2009
Atrium Ljungberg	550	834
Balder	444	705
Brinova	341	421
Castellum	1181	1480
Fabege	1612	1883
Fast Partner	242	286
Heba Fastighets	47	68
Hufvudstaden	370	337
Klövern	643	758
Kungsleden	1866	2056
Sagax	284	482
Wallenstam	1025	1114

Svenska företag	Förvaltningsfastigheter (MEUR)	
	2005-2007	2008-2009
Atrium Ljungberg	1460	1868
Balder	589	959
Brinova	329	435
Castellum	2636	2896
Fabege	2855	2910
Fast Partner	356	379
Heba Fastighets	300	313
Hufvudstaden	1951	1847
Klövern	1038	1186
Kungsleden	2649	2509
Sagax	368	614
Wallenstam	1882	1915

Svenska företag	Soliditet	
	2005-2007	2008-2009
Atrium Ljungberg	0,44	0,42
Balder	0,27	0,24
Brinova	0,39	0,29
Castellum	0,41	0,34
Fabege	0,39	0,32
Fast Partner	0,36	0,31
Heba Fastighets	0,62	0,59
Hufvudstaden	0,55	0,55
Klövern	0,25	0,33
Kungsleden	0,31	0,26
Sagax	0,22	0,20
Wallenstam	0,38	0,38



Svenska företag	Belåningsgrad	
	2005-2007	2008-2009
Atrium Ljungberg	0,39	0,45
Balder	0,75	0,73
Brinova	1,06	0,97
Castellum	0,45	0,51
Fabege	0,57	0,65
Fast Partner	0,69	0,76
Heba Fastighets	0,16	0,22
Hufvudstaden	0,19	0,18
Klövern	0,63	0,64
Kungsleden	0,70	0,84
Sagax	0,78	0,79
Wallenstam	0,55	0,58