



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen
Magisteruppsats
FEKP01
HT07

KALKYLMETODER VID FÖRETAGS INVESTERINGAR

~ EN STUDIE AV SVENSKA MIDCAP-FÖRETAG MED
FOKUS PÅ FASTIGHETS BOLAG ~

Handledare

Professor Stefan Yard

Författare

Johan Björnsson
Peter Nordenstedt
Louise Sjöholm

Sammanfattning

TITEL:	Kalkylmetoder vid företags investeringar – en studie av svenska MidCap-företag med fokus på fastighetsbolag
SEMINARIEDATUM:	16 januari 2008
ÄMNE/KURS:	Magister, Strategic Management, 15 ECTS, FEKP01
FÖRFATTARE:	Johan Björnsson, Peter Nordenstedt, Louise Sjöholm
HANDLEDARE:	Professor Stefan Yard
NYCKELORD:	Investering, kalkylmetoder, reala optioner, strategi, kapitalvärdesmetod, payback, fastighetsbranschen
SYFTE:	Syftet med denna studie är att studera svenska medelstora företag för att utröna vilka kalkylmetoder som används samt undersöka hur väl dessa kalkylmetoder motsvarar tre fastighetsbolags behov.
METOD:	Uppsatsen har genomförts med hjälp av abduktiv ansats. Inledningsvis genomfördes en kartlägningsstudie av kvantitativ karaktär. Varpå en kvalitativ fallstudie följde på tre fallföretag.
EMPIRI:	Empirin utgörs av primärdata i form av en enkätundersökning samt en personlig intervju och flera telefonintervjuer, med totalt fyra personer på de tre fallföretagen.
TEORETISKT RAMVERK:	Den teoretiska referensramen utgörs av grundläggande teorier om kalkylmetoder, samt teorier av strategisk karaktär för att kunna beskriva det andra perspektivet vid investeringsbedömning. Teorikapitlet avslutas med en beskrivning av reala optioner för att ge en kort redogörelse av hur kalkylperspektivet kan kombineras med det strategiska perspektivet.
SLUTSATSER:	Företag använder olika kalkylmetoder på grund av att de olika investeringar som görs är av olika karaktär. Dock har vi funnit att även företags strategiska målsättningar har stor betydelse vid investeringsbedömning vilket inte täcks upp av företagens kalkylmetoder. För att kombinera de strategiska målen med de kalkylmässiga kravnivåerna skulle reala optioner kunna nyttjas.

Abstract

TITLE:	Investment decision models used by businesses – a study of Swedish MidCap companies with focus on real estate
SEMINAR DATE:	January 16 th , 2008
COURSE:	Master thesis in business administration, 15 ECTS
AUTHORS:	Johan Björnsson, Peter Nordenstedt, Louise Sjöholm
ADVISOR:	Professor Stefan Yard
KEYWORDS:	Investment, investment decision models, real options, strategy, net present value, payback, real estate
PURPOSE:	The purpose with this study is to examine Swedish mid-sized companies to find out which investment decision models that are used and how well these models correspond to the needs of three real estate businesses.
METHODOLOGY:	The thesis has used an abductive method. First, a quantitative survey was done, which was followed by a qualitative case study of three companies.
EMPIRICAL FOUNDATION:	The empirical foundation is based on a survey, a personal interview and several telephone interviews. The interviews were conducted with four persons in total, within the three case companies.
THEORETICAL FRAMEWORK:	The theoretical perspective is based on basic theories on investment decision models, followed by theories of strategic nature, to be able to describe the second perspective by investment decisions. The theory chapter ends up with a description of real options to give the reader a brief explanation about how the investment decision perspective can be combined with the strategic perspective.
CONCLUSION:	Companies use different investment decision models because of the different characters of the investments. We have also found that the strategic goals of the companies have a considerable impact in the investment decision making, which is not covered up by their decisions models. To combine the strategic goals with the calculative demands, real options could be used.

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till de personer som möjliggjorde denna uppsats, nämligen de fyra anonyma intervjupersonerna ute på uppsatsens tre fallföretag, som tog sig tid och ställde upp på våra intervjuer. Vi vill även tacka de företag som deltog i vår enkätundersökning i uppsatsens inledande skede.

Sist, men inte minst, vill vi rikta ett varmt tack till vår optimistiske handledare, professor Stefan Yard, som väglett, stöttat och alltid funnits där för oss under arbetets gång med denna magisteruppsats.

Lund den 18 januari 2008,

Johan Björnsson

Peter Nordenstedt

Louise Sjöholm

Innehållsförteckning

1	INLEDNING.....	1
1.1	PROBLEMDISKUSSION.....	1
1.2	FORSKNINGSFRÅGOR.....	3
1.3	SYFTE.....	3
1.4	AVGRÄNSNINGAR.....	3
1.5	DISPOSITION.....	4
2	METOD.....	5
2.1	INLEDNING.....	5
2.2	ABDUKTIVT ANGREPPSSÄTT.....	6
2.3	FORSKNINGSMETOD.....	7
2.4	FALLSTUDIE SOM METOD.....	7
2.5	INSAMLING AV DATA.....	8
2.5.1	<i>Enkät</i>	9
2.5.2	<i>Intervjuer</i>	10
2.6	SAMMANSTÄLLNING OCH ANALYS AV DATA.....	11
2.6.1	<i>Enkät</i>	11
2.6.2	<i>Intervjuer</i>	12
2.7	RELIABILITET OCH VALIDITET.....	12
2.8	KÄLLKRITIK.....	13
2.9	VAL AV TEORETISK REFERENSRAM.....	13
3	FÖRSTUDIE.....	15
3.1	ENKÄT.....	15
3.1.1	<i>Inledning</i>	15
3.1.2	<i>Bedömningsmetod vid investeringar</i>	16
3.1.3	<i>Fastställande av kalkylräntan</i>	17
3.1.4	<i>Kalkylräntan</i>	18
3.2	TIDIGARE FORSKNING.....	19
3.3	ANALYS AV FÖRSTUDIEN.....	21
4	EMPIRI FRÅN FALLSTUDIE.....	23
4.1	INLEDNING.....	23
4.2	FALLFÖRETAG (1).....	23
4.2.1	<i>Generellt om investeringar</i>	23
4.2.2	<i>Kostnadsbesparingar</i>	24
4.2.3	<i>Hysesgästanpassningar</i>	25
4.2.4	<i>Fastighetsförvärv</i>	25
4.2.5	<i>Strategi</i>	26
4.3	FALLFÖRETAG (2).....	26
4.3.1	<i>Generellt om investeringar</i>	26
4.3.2	<i>Kostnadsbesparingar</i>	27
4.3.3	<i>Hysesgästanpassningar</i>	27
4.3.4	<i>Fastighetsförvärv</i>	29
4.3.5	<i>Strategi</i>	29
4.4	FALLFÖRETAG (3).....	30
4.4.1	<i>Generellt om investeringar</i>	30
4.4.2	<i>Kostnadsbesparingar</i>	30
4.4.3	<i>Hysesgästanpassningar</i>	31
4.4.4	<i>Fastighetsförvärv</i>	31
4.4.5	<i>Strategi</i>	32
5	TEORETISK REFERENSRAM.....	33
5.1	INLEDNING.....	33

5.2	DEFINITION OCH KATEGORISERING AV INVESTERINGAR.....	34
5.3	KALKYLMETODER.....	35
5.2.1	<i>Kravnivåer</i>	36
5.2.2	<i>Jämförelse av kravnivåer</i>	36
5.3	VÄRDERINGSMODELLER FÖR FASTIGHETER.....	38
5.4	KRITIK MOT TRADITIONELL KAPITALVÄRDESMETOD.....	38
5.5	TILLGÅNGSSPECIFICITET.....	39
5.6	PRESTATIONS MÄTNINGSSYSTEM.....	40
5.7	FÖRETAGSIDENTITET.....	41
5.8	REALA OPTIONER.....	42
6	ANALYS.....	45
6.1	INLEDNING.....	45
6.2	KATEGORISERING AV INVESTERINGAR.....	45
6.2.1	<i>Kostnadsbesparing</i>	46
6.2.2	<i>Hyresgästanpassning</i>	47
6.2.3	<i>Fastighetsförvärv</i>	49
6.2.4	<i>Jämförelse av de tre investeringsklasserna</i>	50
6.3	ANDRA ASPEKTER ÄN DE KALKYLMÄSSIGA SPELAR IN.....	51
6.4	REALA OPTIONER.....	52
7	SLUTSATSER.....	54
7.1	FORSKNINGSFRÅGORNA BESVARAS.....	54
7.2	DISKUSSION.....	55
7.3	FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	57
	REFERENSLISTA.....	59
	BILAGA I.....	63
	BILAGA II.....	65
	BILAGA III.....	66
	BILAGA IV.....	67

Figurförteckning

Figur 1 Användning av bedömningsmetoder.....	16
Figur 2 Motiv till fastställandet av kalkylräntan.....	17
Figur 3 Kalkylränteintervall.....	18
Figur 4 Uppdelning mellan beräkning i löpande och fast penningvärde.....	19
Figur 5 Jämförelse med tidigare studier.	21
Figur 6 Nomogram som visar motsvarande kalkylränta.....	37

1 Inledning

Detta inledande kapitel syftar till att utgöra en introduktion till det valda forskningsområdet genom en problemdiskussion, som följs av en presentation av de forskningsfrågor som uppsatsen ämnar besvara. Vidare redogörs för uppsatsens syfte samt avgränsning. Kapitlet avrundas med en disposition av uppsatsens upplägg.

1.1 Problemdiskussion

Enligt Statistiska Centralbyrån uppskattas de svenska företagen ha investerat 66 miljarder kronor under år 2007, vilket är en ökning med nästan 10 % från år 2006¹. Förhoppningarna bakom investeringar är i de flesta fall att en utgift som sker idag, ska ge en framtida avkastning.

Efter lågkonjunkturen i början av 2000-talet, som följde i kölvattnet av IT- och telekombubblan, har näringslivet upplevt en mycket stark konjunktur, som i sin tur gjort att företagen kunnat kamma hem stora vinster. Av dessa vinster har stora delar återinvesterats i den egna verksamheten i hopp om att kunna vara konkurrenskraftig även i framtiden. Att investera stora summor pengar på detta sätt är dock ingen garanti för en framtida avkastning.

Fastighetsbranschen är ett exempel på en bransch som bittert fått erfara detta. Branschen har upplevt både boom och ras om vartannat sedan mitten av 1980-talet. Enligt professor Stellan Lundström är priset på risk alldeles för lågt idag och måste upp². Han menar att fastighetsmarknaden är överspekulerad och att det finns skäl för den oro han känner, precis som innan fastighetskraschen år 1991. Risken för samma kraftiga fall, som den gången för 17

¹ Statistiska centralbyrån (2007)

² Fastighetsvärlden (2007)

år sedan, tror han dock inte finns. Han menar att ”aktörerna är mycket starkare”³ idag. Det påståendet pekar även mätningarna som gjorts på. Sedan SCB började mäta fastighetsinvesteringarna år 1999 har de nämligen mer än fördubblats⁴. Under samma tidsperiod är det bara el-, gas- och värmeverk, som kan uppvisa en ännu starkare investeringsökning, med ett par procentenheter⁵. Sätts ökningen i fastighetsbranschen i relation till ökningen av svenska näringslivets totala investeringar under denna period, är ökningen dubbelt så stor i fastighetsbranschen. Dessa procenttal indikerar även vilken ökning i pengar som investerats i just fastighetsbranschen de senaste tio åren. Investeringar i de storleksordningarna måste täcka upp för eventuella risker samt ge viss avkastning till investerare tillika ägare. Vikten av att kunna bedöma huruvida en investering är lönsam eller ej, med långsiktig värdeutveckling, är speciellt viktig i en bransch där enbart de minsta kapitalsatsningarna omfattar miljontals kronor. De är just kapitalets stora betydelse i fastighetsbranschen, samt de stora svängningarna över tiden som ägt rum, i kombination med brist av klarläggandet av den rådande situationen med kraftigt ökande investeringar, som motiverar ett fokus på fastighetsbranschen genom en fallstudie av några fastighetsbolag.

För att bedöma en potentiell investerings lönsamhet finns det flera olika typer av kalkylmetoder till förfogande. Den senaste studien visar på att det finns skillnader i vilka kalkylmetoder som används i medelstora svenska företag⁶. De vanligast förekommande kalkylmetoderna var vid tiden för denna tidigare forskning payback-metoden samt kapitalvärdesmetoden. Vissa företag använde bara en av metoderna, medan andra använde båda. En förutsättning för att kalkylmetoderna ska kunna hjälpa snarare än stjälpa företagen vid investeringsbedömningarna är därför en förståelse för vari skillnaderna metoderna emellan ligger. Till exempel är skillnaderna i kalkylkrav mellan payback-metoden och kapitalvärdesmetoden mycket stora emellanåt, vilket kan vara ett problem om användarna av kalkylerna inte är uppmärksamma på denna kravskillnad.

³ Fastighetsvärlden (2007)

⁴ Statistiska Centralbyrån (2007)

⁵ Ibid

⁶ Alpenberg & Karlsson (2005)

1.2 Forskningsfrågor

- Tidigare forskning visar att företag använder sig av olika kalkylmetoder inför potentiella investeringar. Ser det ut så även idag? Vad beror i sådana fall dessa skillnader i användning på?
- Täcker kalkylmetoderna upp de studerade fastighetsföretagens behov av att bedöma vilken investering som är mest attraktiv bland flera alternativ?

1.3 Syfte

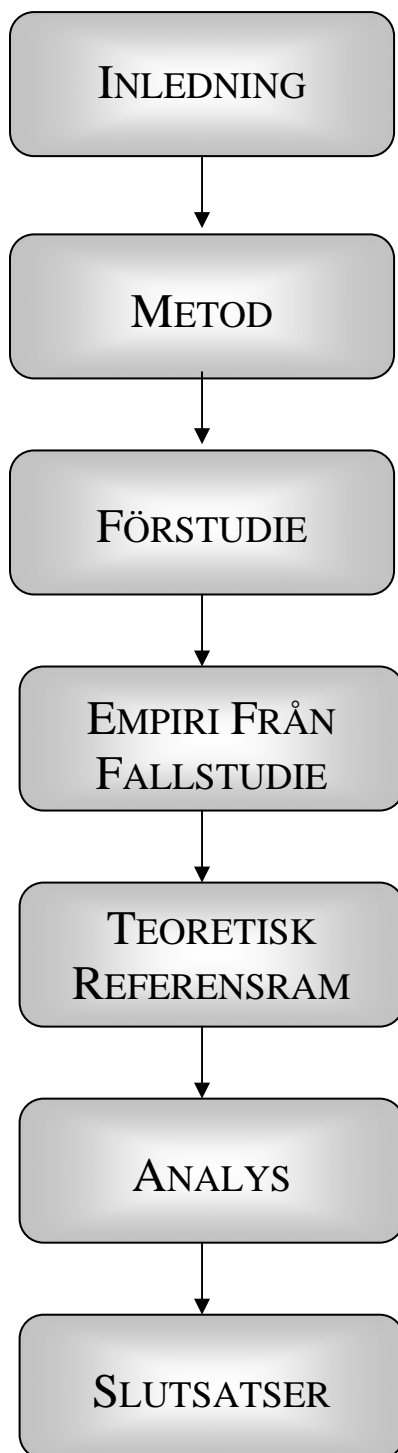
Syftet med denna studie är att studera svenska medelstora företag för att utröna vilka kalkylmetoder som används samt undersöka hur väl dessa kalkylmetoder motsvarar tre fastighetsbolags behov.

1.4 Avgränsningar

Den första avgränsningen som gjordes var att vi valde att enbart studera svenska medelstora företag, noterade på OMX. Det valet togs då dessa företag antogs vara tillräckligt stora att genomföra systematiska investeringsbedömningar, men samtidigt tillräckligt små för att fortfarande kunna få en översiktlig bild över företagens tillvägagångssätt vid investeringsbedömning.

Företagen är hämtade från OMXs hemsida. Detta för att vi utifrån denna lista ansåg oss kunna göra ett bra urval av medelstora företag. I vår fallstudie har vi avgränsat oss till att studera tre fastighetsbolag, fokuserade på kommersiell verksamhet. Dessa avgränsningar gjordes av skäl som kan härröras till resursknapphet. I vår metod går vi närmare in på motiven till val av urval samt de ytterligare avgränsningar som har gjorts.

1.5 Disposition



Kapitel 1: Inledning

Detta inledande kapitel syftar till att utgöra en introduktion till det valda forskningsområdet genom en problemdiskussion, som följs av en presentation av de forskningsfrågor som uppsatsen ämnar besvara.

Kapitel 2: Metod

Kapitlet ämnar beskriva det tillvägagångssätt som valts, motivera de metodologiska val som har gjorts under studiens gång samt skapa en förståelse för vad resultaten bygger på.

Kapitel 3: Förstudie

Detta kapitel försöker ge en bild av hur verkligheten ser ut, vilka metoder som är praxis och vilka motiv som finns.

Kapitel 4: Empiri från fallstudie

I kapitlet redovisas den information som framkommit under den personliga intervjun samt telefonintervjuerna med de tre fallföretagen.

Kapitel 5: Teoretisk referensram

Kapitlet avser att ge läsaren en teoretisk referensram som utgör grunden för analysen.

Kapitel 6: Analys

Med utgångspunkt i den teoretiska referensram som presenterats ovan, samt de iakttagelser som gjorts vid den inledande kartlägningsstudien, ämnar kapitlet analysera kalkylmetodernas användning i de tre fallföretagen.

Kapitel 7: Slutsatser

Forskningsfrågorna besvaras och studiens teoretiska bidrag presenteras. Därefter följer förslag på fortsatt forskningsområde

2 Metod

Kapitlet ämnar beskriva det tillvägagångssätt som valts, motivera de metodologiska val som har gjorts under studiens gång samt skapa en förståelse för vad resultaten bygger på. Kapitlet inleds med en presentation av studiens upplägg, följt av angreppssätt, forskningsmetod, datainsamling, sammanställning av analys, reliabilitet och validitet, källkritik samt val av teoretisk referensram.

2.1 Inledning

Denna studie består av två delar, en kartlägningsstudie och en därpå följande fallstudie av tre utvalda företag från den inledningsvis undersökta gruppen. Inledningsvis genomfördes en kartlägningsstudie genom en enkät⁷ som distribuerades till ett antal utvalda företag. Som population för kartlägningsstudien valdes medelstora företag. Anledningarna till att de medelstora företagen valdes var flera. De mindre företagen valdes bort då de antogs vara för små och genomföra för små investeringar för att ha utarbetat något rutinmässigt förfarande vid investeringsbedömningar. Samtidigt antogs större företag vara alltför stora och svåröverskådliga för att genom en enkät kunna skapa en bild över deras investeringsbedömningar. Sammantaget valdes därför de medelstora företagen då dessa antogs vara så pass stora att de hanterade investeringar som ger upphov till relativt omfattande bedömningar, samtidigt som deras begränsade storlek ändå gör det möjligt att, genom enkätfrågorna, skapa en översiktlig bild över deras investeringsbedömningsmetoder. Förhoppningen med enkäten var att finna mönster för att på så sätt ringa in ett intressant urval för en fördjupad fallstudie. Tre företag valdes då de genom sin benägenhet att besvara

⁷ Se bilaga 1

enkäten och även efter förfrågningar visade sig villiga att ge access till företaget för en djupare studie. De tre företagen representerade fastighetsbranschen som är en av de mest kapitalintensiva branscherna och var även den mest representerade branschen i vår studie. Alla dessa faktorer, svarsfrekvens, access till företaget, kapitalintensitet samt representation i förstudien, i kombination med att tidigare studier om fastighetsbranschens investeringsbedömningsmetoder är sällsynta, ledde till att vi valde att fördjupa oss inom detta område. Vi hoppades på att kunna skapa en bättre bild över denna bransch som möjliggjordes genom en gemensam analys av de tre företagen.

Fallstudierna fokuserades på ett mindre delområde från den inledande enkätstudien, närmare bestämt fastighetsbranschen, och tog i större utsträckning fasta på vilka resonemang och tankar som ligger bakom investeringsbesluten. Skillnaderna mellan kartlägningsstudien och fallstudien ledde till ett behov av ett differentierat metodval i vissa delar. Nedan följer en beskrivning av hela fallstudiens metodik.

2.2 Abduktivt angreppssätt

Då syftet med denna studie var att utröna vilka kalkylmetoder som används och hur väl de täcker företagets behov inleddes studien med en enkätundersökning. Enkätresultaten analyserades först, för att därpå reflekteras parallellt med teoristudier. Efter analys och reflektion följde en andra empiriinsamling i form av fördjupade studier av tre företag. Även dessa resultat analyserades samt reflekterades med hjälp av teorier inom området. Detta samspel mellan teori och empiri gav en djupare förståelse för det insamlade empiriska materialet, samtidigt som det borgade för ett relevant teoretiskt urval. Enligt Alvesson och Sköldberg är det positivt att genom tidigare teoristudier ha en viss kunskap inom det område undersökningen kretsar⁸. Författarna menar att dessa kunskaper då kan fungera som en inspirationskälla och vägleda undersökningen i rätt riktning. Detta

⁸ Alvesson & Sköldberg (1994)

stämmer väl överens med arbetetsgången för denna studie. Ett angreppssätt av denna karaktär kallas abduktion⁹.

2.3 Forskningsmetod

Som ovan beskrivits inleddes studien av en enkätundersökning, som följdes av djupare intervjuer av tre företag. Genom detta förfarande genomfördes studien både utifrån en kvantitativ och också en kvalitativ forskningsmetod. Det bör dock understrykas att huvuddelen av den empiri som ligger till grund för analysen baseras på de tre intervjuerna och kan därför sägas vara av kvalitativ karaktär. Holme & Solvang anger ett antal möjligheter till att kombinera de två ytterligheterna kvalitativ och kvantitativ forskningsmetod och på det sättet minska respektive metods nackdelar¹⁰. I denna studie har vi valt att börja med en kvantitativ enkätundersökning, vars betydelse för studien var tvåhövdad, dels gav den en god översikt över problemområden, dels ringade den in faktorer som det fanns anledning och intresse av att studera närmare. Detta mynnade ut i en kvalitativ fallstudie av ett fåtal objekt. Även om den kvantitativa undersökningen följdes av en kvalitativ undersökning så var det parallella samspelet mellan de båda som låg till grund för analysen av de tre fallföretagen och den avslutande slutsatsen. Den inledande kartläggningsstudien fungerade på det sättet som undersökning av omgivningen till de tre fallföretagen. Dessa erhållna kunskaper om omgivningen gav därför ett stöd för den senare analysen. Vi anser att denna metod är den mest relevanta för att kunna studera det fenomen som vi vill redogöra för i vår studie.

2.4 Fallstudie som metod

Senare delen av studien grundar sig i en fallstudie av tre företag. Enligt Halvorsen lämpar sig fallstudien bra som tillvägagångssätt när syftet är att få en fördjupad

⁹ Patel & Davidsson (2003) s 23

¹⁰ Holme & Solvang (1997) s 85

förståelse för problematiken kring ett visst område och att analysera dess processer¹¹. Syftet bör dock inte vara att göra generaliseringar menar författaren vidare. Då syftet med denna studie var att utröna vilka kalkylmetoder som används och hur väl de täcker företagens behov ansåg vi det därför lämpligt att utnyttja fallstudien som metod för analysen. Fallstudien gav oss möjlighet att på ett bättre och mera genomträngande sätt förstå vilka tankar i företagen som låg bakom valet av kalkylmetod och hur dessa används. Den kvantitativa information som erhålls genom enkätundersökningen kunde på så vis sättas i ett sammanhang. Det var även betydelsefullt att den information som intervjuerna med fallföretagen gav tolkades enbart av oss och inte som vid en litteraturstudie först ha genomgått en tidigare tolkning. Ytterligare fördelar med fallstudien, som vi uppfattar det är, informationens absoluta aktualitet och möjligheten till uppföljningsfrågor, något som skulle visa sig betydelsefullt för denna studie. De företag som valdes för fallstudierna, som låg till grund för studiens senare del, var tre fastighetsbolag noterade på OMXs MidCap-lista. Vi fann en fördel i att välja börsnoterade bolag då dessa genom sina ägarkrav kan tänkas vara benägna att genomföra mer systematiska investeringsbedömningsmetoder samt genom sin publika karaktär vara villiga att delge oss information.

Genom att välja företag ur samma bransch, fastighetsbranschen, fann vi det möjligt att, med försiktighet, dra vissa gemensamma slutsatser. För att öka accessen till företagen valdes de att anonymiseras i studien och benämns istället fallföretag (1), fallföretag (2) och fallföretag (3).

2.5 Insamling av data

Denna studie baseras till allra största del på primärdata som inhämtats genom en enkätundersökning samt intervjuer med tre fallföretag. Som komplement har även viss sekundärdata nyttjats. OMXs MidCap-lista¹² begagnades för att få tillgång till

¹¹ Halvorsen (1992) s 92

¹² Definitionen av MidCap är: Företag med ett marknadsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro. "Rules for the construction and Maintenance of the OMX Nordic All-Share, List, Sector and Tradable Indices" s 8

medelstora företag i Sverige, samt nyttjades en publikation från OMX för definitionen av MidCap-företag. Det bör dock understrykas att det främst är primärdatan, som inhämtats genom intervjuer, som utgör basen för den största delen av analysen. Det bör även påpekas att de empiriska data som används för analys är subjektiv och tolkad av oss. Fördelen med att nästan uteslutande använda primärdata är att man eliminerar felaktigheter som uppkommit genom en tidigare subjektivitet och tolkning.

2.5.1 Enkät

I syfte att undersöka vilka kalkylmetoder som används i svenska medelstora företag sammanställdes en enkät. Enkäten utformades relativt allmänt med anknytning till investeringsbedömningsmetoder. Detta gav oss en möjlighet att senare i studien kunna sätta de observerade faktorerna i ett större sammanhang, vilket i sin tur, förhoppningsvis, skulle kunna leda till en större och djupare förståelse.

Frågorna i enkäten gav dels utrymme för friare svar, så kallade öppna svarsalternativ, dels det som benämns kategoriska svarsalternativ¹³. Det senare innebär att respondenten får ett antal givna svarsalternativ att välja mellan.

Vi valde att distribuera enkäten till samtliga svenska företag på OMXs MidCap-lista. Detta resulterade i att populationen bestod av 89 företag¹⁴.

Som mottagare och respondent av enkäten valdes ekonomiansvarig på företagen, detta betydde företrädevis ekonomi- och/eller finanschef. Denna urvalsprocess faller under det som Halvorsen benämner strategiskt urval¹⁵. Denna position på företagen valdes då vi antog att denne person är väl insatt i företagets investeringsbedömningsförfarande. Samtidigt har också personen ett ledningsperspektiv och kan ge en helhetsbild över företaget. Innan enkäten skickades ut per e-post kontaktades respondenterna först per telefon, detta gjordes

¹³ Jacobsen (2002) s 287

¹⁴ Urvalet gjordes 2007-10-22 och baseras på noterade företag vid denna tidpunkt.

¹⁵ Halvorsen (1992) s 102

för att öka chanserna till en hög svarsfrekvens samt säkerställa att enkäten skickades till rätt person på företaget. Efter två veckor skickades ett påminnelse e-post ut till de företag som ej besvarat enkäten, även detta för att öka svarsfrekvensen ytterligare.

2.5.2 Intervjuer

Med de tre företag som valdes ut för djupare analys genomfördes intervjuer, varav en var personlig medan de två övriga genomfördes per telefon. Alla tre intervjuerna följde samma intervjumall¹⁶, vilken bestod av 20 frågor. Utifrån dessa frågor gavs det utrymme för följdfrågor för att på det sättet undvika att gå miste om intressanta aspekter. Denna intervjumodell kan liknas vid en semistrukturerad intervjuform¹⁷, vilket enligt oss ger möjlighet till att få tillgång till de aspekter som är mest betydelsefulla för att uppnå syftet med undersökningen. I denna undersökning innebar detta att angränsande områden och aspekter som hade betydelse för investeringsbedömningsmetoder var möjliga att fånga upp. Valet, att samtliga intervjuer skulle följa samma intervjumall samt att samma tre personer deltog i alla intervjuerna, togs för att minimera skillnaderna mellan den personliga intervjun och de två intervjuer som genomfördes via telefon. Detta resonemang bekräftas också av Bryman & Bell¹⁸. Varje intervju spelades även in med diktafon. Detta gjordes av två skäl, dels för att kunna fokusera fullt ut på intervjupersonen och därmed öka möjligheten till betydelsefulla följdfrågor, dels för att öka kvaliteten på efterarbetet och analysen av intervjuerna. I litteraturen pekas på ett antal faror med att använda diktafon vid intervjuer, bland annat att respondenten kan bli mer restriktiv och återhållsam i sina svar¹⁹. Då vi varit medvetna om dessa faror och inte märkt av dessa baksidor under intervjuerna, sågs användningen av diktafonen enbart som positiv.

Samtliga tre fallföretag som intervjuades kontaktades via telefon vid ytterligare två tillfällen för vidare frågor. Även uppföljningsintervjuerna var

¹⁶ Se Bilaga 2

¹⁷ Bryman & Bell (2005) s 362

¹⁸ Ibid s 140

¹⁹ Kvale (1997)

semistrukturerade och följde intervjumallar²⁰. Uppföljningsintervjuer gjordes för att förtydliga och klarlägga vissa delar samt täcka områden som inte avhandlats i de inledande intervjuerna.

2.6 Sammanställning och analys av data

2.6.1 Enkät

För att kunna särskilja de företag som dröjde med svar och skulle bli föremål för en påminnelse per e-post behandlades enkäterna öppet, det vill säga namnet på företagen framgick av enkätsvaren. De öppna svaren gav oss även möjligheten att finna intressanta aspekter, vilket skulle komma att ligga till grund för urvalet av fallföretag, men även möjligheten att se nyanser i svaren vad gäller exempelvis branschmönster. I syfte att öka svarsfrekvensen och öka företagets incitament att delge företagsintern information valde vi dock att behandla svaren konfidentiellt, det vill säga inte namnge något företag i studien. Enligt litteraturen har detta en positiv effekt för informationstillgången²¹.

Av de tillfrågade företagen svarade 25 % på enkäten, därutöver svarade ytterligare 9 % av företagen via e-post att de inte ansåg sig kunna bidra med något av värde till undersökningen, till exempel för att företaget inte använde några standardiserade investeringsbedömningsmetoder. Dessa svar skulle dock visa sig betydelsefulla för den avslutande analysen. Ovilja att lämna ut företagsinterna uppgifter och tidsbrist ser vi som delförklaringar för bortfallet. Konsekvensen av den låga svarsfrekvensen är att några generaliserande slutsatser om investeringsbedömningsmetoder inom den valda populationen blir svåra och troligen missvisande. Enkäten kan dock, trots detta, tjäna andra syften. Som tidigare nämnts användes enkäten som ett led i urvalsprocessen för fallstudien. Enkätresultaten är även betydelsefulla då fallstudieanalyserna kan sättas i ett större sammanhang.

²⁰ Se bilaga 3 & 4

²¹ Patel & Davidsson (2003) s 70

2.6.2 *Intervjuer*

Precis som med enkäten informerades de företag som intervjuades att företagsnamnen inte skulle framgå av den slutliga rapporten. Det bandade materialet skrevs ordagrant ner efter varje intervju för att underlätta analysprocessen. Detta tillvägagångssätt eliminerar de faror för missförstånd och felaktigheter som överföring från tal till skrift annars kan innebära.²²

2.7 **Reliabilitet och validitet**

Vi har under hela studiens förlopp förhållit oss kritiska till källor och data som samlats in och analyserats. Enligt Patel & Davidsson är det av stor vikt att försäkra sig om att studien har hög validitet samt god reliabilitet²³.

Vid en vetenskaplig undersökning som bygger på insamlad primärdata är det viktigt att kritiskt granska det insamlade materialet. Övervägas bör då huruvida materialet är relevant för den aktuella undersökningen, det vill säga finns det utifrån materialet möjlighet att till fullo uppnå syftet med undersökningen. Detta benämns validitet²⁴. En annan faktor som bör beaktas är i vilken grad de källor som begagnas vid datainsamlingen är trovärdiga, det vill säga om det finns en sanningshalt i det som inhämtats. Materialets reliabilitet är termen för detta²⁵. De metodval och överväganden, som gjorts under arbetets gång med denna studie, gagnar för en hög grad av både validitet och reliabilitet. Att fortlöpande under undersökningens gång kritiskt granska materialet pekar även litteraturen på som betydelsefullt ur validitets- och reliabilitetssynpunkt²⁶.

Interaktionen mellan intervjuare och intervjuobjekt ger alltid någon typ av utslag i diskussionen. Problemen kan bli större om det i samma undersökning används

²² Kvale (1997) s 147

²³ Patel & Davidson (1994) s 98

²⁴ Holme & Solvang (1997) s 163

²⁵ Ibid s 163

²⁶ Ibid s 163

flera olika intervjuare²⁷. Vi har varit medvetna av denna effekt och försökt minimera den med hjälp av att vi alltid har haft samma konstellation av intervjuare.

2.8 Källkritik

Enkätundersökningen utgick till stora delar från ett teoretiskt perspektiv och satte kalkylen i centrum. Denna utgångspunkt och det faktum att företag kan tänkas vilja framstå som teoretiskt korrekta kan ha gjort att kalkylerna framstått som mer nyttjade än vad de faktiskt är. Delar av enkäten, speciellt det som rörde nivån på kalkylräntan, visade sig i vissa fall vara känslig information. Intervjuerna följde alla samma mall med tillägget att respondenterna kunde utveckla resonemang som låg utanför frågorna och som de ansåg viktiga. Vi fann att detta ökade trovärdigheten och respondenternas vilja att delge intressant information. Vi klargjorde även för respondenterna att studien skulle fullt ut vara anonymiserad vilket vi anser ökade informationstillgängligheten.

2.9 Val av teoretisk referensram

Som nämnts ovan består denna studie av två delar, en enkätundersökning och en efterföljande fallstudie. Det teoretiska urvalet mellan de två delarna skiljer sig därför en del. Resultaten från enkätundersökningen jämfördes med de tidigare fem stora undersökningarna som genomförts under de senaste 50 åren, Renck år 1966, Tell år 1978, Yard 1987, Andersson år 1994 samt ” Sandahl & Sjögren” år 2002. Dessa undersökningar valdes då de varit tillräckligt omfattande och inom övrig litteratur vunnit störst gehör. Vi ser också ett stort värde i den kontinuitet dessa studier ger kartläggningen av investeringsbedömningar i Sverige, då de genomförts med tio års intervall sedan 1960-talet. Ovan nämnda undersökningar låg till viss del även till grund för den efterföljande fallstudien.

²⁷ Jacobsen (2002) s 161

Den teoretiska referensram som ligger till grund för studiens andra del, fallstudien, baseras dels på allmän investeringsbedömningslitteratur men också investeringsbedömningslitteratur som är specifik för fastighetsbranschen. Perspektivet för litteraturen skiljer sig därför något, ett faktum som vi anser ger dynamik till studien. Den fastighetsrelaterade litteraturen representeras av bland annat Beijrum och Lundström. Den senare anses som den mest betydelsefulla inom svensk fastighetsekonomi och därför viktig som teoretisk bas. Det strategiska perspektivet i studien analyseras genom den litteratur som behandlar vikten av en tydlig strategisk identitet samt Anthony Hopwoods resonemang om ”machine analogy” låg till grund för vårt resonemang om kalkylens roll i ett större sammanhang för företaget. De speciella investeringar som fastighetsbolag ställs inför gav oss även anledning att studera teorin om tillgångsspecificitet. En relativt ny syn på investeringsbedömning inom fastighetsbranschen är att nyttja teorin om reala optioner. Vi fann det därför betydelsefullt, att, för att väga samman de strategiska och de kalkylmässiga aspekterna, nyttja reala optionsteorin. Vi valde litteratur inom reala optioner som utgår både från ett allmänt investeringsperspektiv samt litteratur som applicerar teorin om reala optioner på fastighetsinvesteringar.

3 Förstudie

I problemdiskussionen berörs problematiken med hur företagen försäkrar sig om att investeringar är lönsamma. Detta kapitel försöker ge en bild av hur verkligheten ser ut, vilka metoder som är praxis och vilka motiv som finns. Först presenteras resultaten av enkätstudien. Därefter följer en kort presentation av tidigare forskning inom investeringsbedömning i svenska företag. Vidare följer en analys av resultaten och den tidigare forskningen, vilket ska leda in läsaren på de mer djupdykande intervjuer som gjorts.

3.1 Enkät

3.1.1 Inledning

Som nämns i metoden distribuerades enkäten till samtliga företag noterade på OMX MidCap-lista, den bestod i oktober år 2007 av 89 företag. Utav dessa svarade 22 stycken på enkäten. Respondenterna representerar 13 olika branscher²⁸. Där den mest representerade branschen var fastighetsbranschen med fyra respondenter, följt av maskin med tre respondenter samt två respondenter från sällanköpshandeln. Även storleken på investeringarna varierade, där de mest kapitalintensiva branscherna var rederi-, olje- samt fastighetsbranschen.

²⁸ Enligt Nordnets branschindelning

3.1.2 **Bedömningsmetod vid investeringar**

Enkätresultatet visar att det är en stor spridning vad gäller valet av bedömningsmetod, både i fråga om typ av metod samt antal metoder, som företagen använder sig av (se figur 1).

	Totalt	Förstahandsmetod
Payback-metoden	59%	50%
Kapitalvärdesmetoden	41%	27%
Annuitetsmetoden	9%	9%
Internräntemetoden	14%	5%
Avkastning på sysselsatt kapital	5%	5%
Annan	9%	5%

Figur 1 Användning av bedömningsmetoder.

Vår studie visar på att payback fortfarande är den vanligaste metoden, över hälften av de svarande sa att de använder sig av payback-metoden. Det vanligaste skälet till användandet av payback-metoden var att den var enkel att förstå och lätt att kommunicera, dock angavs även andra orsaker såsom tradition inom företaget. Det påpekades även att andra metoder tenderar att ”göra vetenskap” av beslut som ändå bara baseras på antaganden. Näst vanligast var kapitalvärdesmetoden som 41 % använde sig av. Ett motiv för användandet bakom denna metod angavs vara att den ger en tydlig bild av om en investering är lönsam eller ej. Det ska betonas att om användandet av en diskonterad metod (internränte-, annuitets- och kapitalvärdesmetoden) summeras är det den vanligaste metoden.

De svaranden som uppgav att de enbart använde en metod vid bedömning av potentiella investeringar angav hälften att de använde sig av payback-metoden och hälften av en räntebaserad metod, främst kapitalvärdesmetoden.

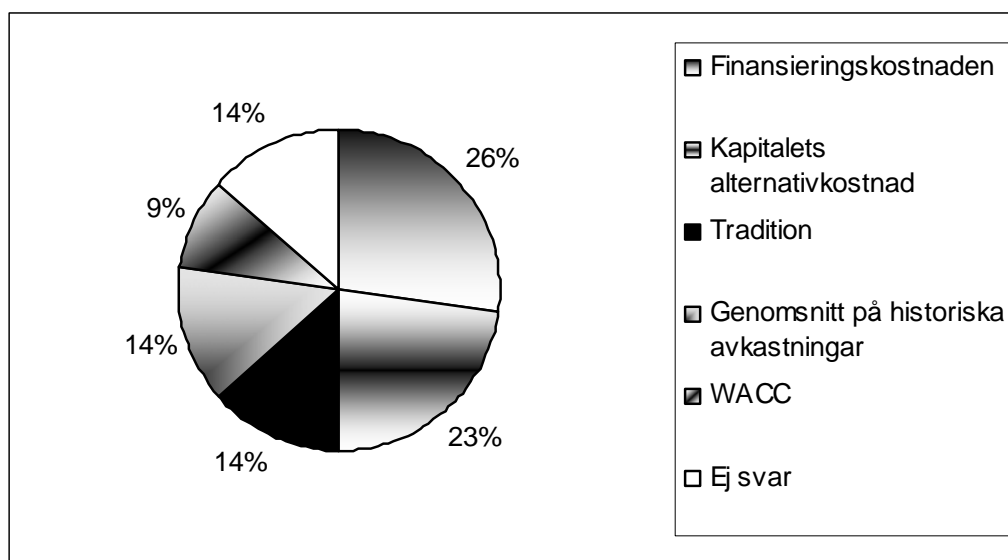
Av de svarande använde sig 36 % av två metoder vid investeringsbedömningar. Hälften av de företagen svarade att de använder sig av payback-metoden i förstahand, medan 41 % uppgav att de använde sig av en diskonteringsmetod i förstahand. Ett motiv till att företagen använder två metoder var att mindre investeringar enbart kräver lönsamhetsberäkning via payback, medan större

investeringar ställer högre krav på värderingen varför företaget då även nyttjar diskonteringsmetoder. Bland de övriga svaranden angav bland annat ett företag att strategiska beslut, såsom att de måste göra investeringen, vilket kan bero på en enskild order, höjd kvalitet eller kapacitet, kom i första hand.

Noterbart är att det enbart var fastighetsbranschen som var enhetlig i sina svar där alla nämnde att de använde sig av två metoder.

3.1.3 Fastställande av kalkylräntan

Enkätsvaren visar på att det finns spridda meningar om hur man ska fastställa kalkylräntan.



Figur 2 Motiv till fastställandet av kalkylräntan.

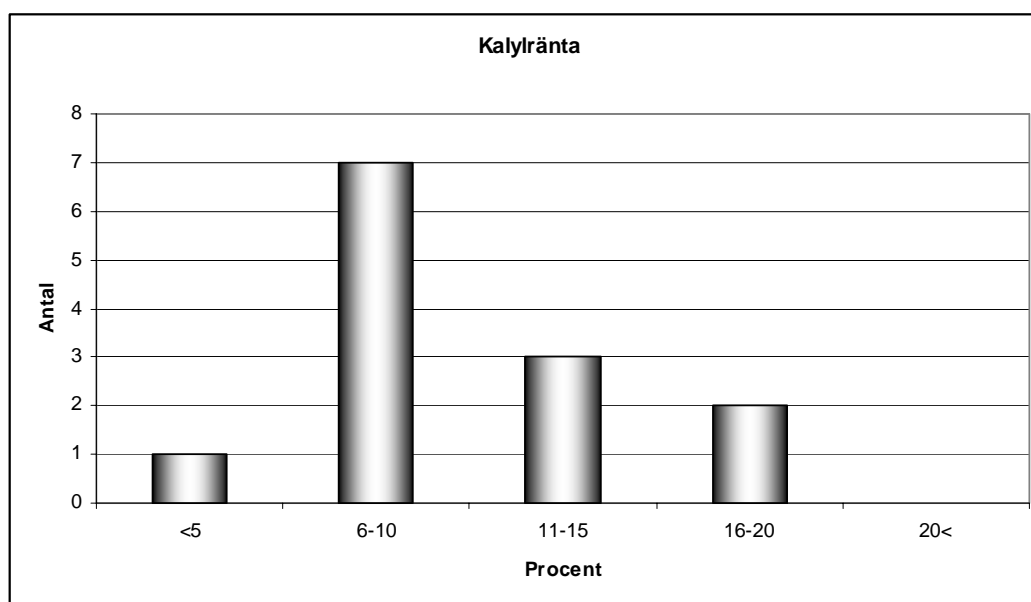
Den vanligaste uppfattningen är att kalkylräntan bör fastställas utifrån finansieringskostnaden. Mer än vart fjärde företag, har svarat att de använder sig av denna metod. Att fastställa kalkylräntan utifrån kapitalets alternativkostnad är näst vanligast, representerat av 23 % av de svarande. Härefter följer tradition samt genomsnitt på historiska avkastningar med 14 % vardera och slutligen WACC med 9 %. Tre av de svarande lämnade denna fråga blank.

3.1.4 Kalkylräntan

Storleken på kalkylräntan ligger mellan 4 % och 20 %. Det var bara 60 % av de svaranden som angav kalkylräntan. Av de företag som inte angav sin kalkylränta på denna fråga var det fyra som angav att den var hemlig, tre som lämnade blankt, ett som angav att det varierade från land till land och ett som angav att de inte använde någon kalkylränta. Av dem som lämnade blankt eller angav ”hemlig” meddelade huvuddelen att de enbart använde payback-metoden.

Av de företag som angav kalkylräntan var det 38 % som angav att de tog hänsyn till skatt. När vi ställer det i relation till nivån på deras kalkylränta ser vi inga direkta mönster. Medelräntan av företagen som angav att de tog hänsyn till skatt var 11,3 % kontra 10,75 % för de företag som ej tog hänsyn till skatt. Totalt sett blev medelräntan bland de svarande 11 % och medianen 10 %.

Figur 3 visar att det är vanligast att tillämpa en kalkylränta som ligger i intervallet 6 % - 10 %.



Figur 3 Kalkylränteintervall

Figur 4 visar att det inte finns någon direkt koppling mellan kalkylräntans storlek och om företaget räknar i nominella eller reala termer. Dock ser vi att det är vanligare att räkna i löpande penningvärde, det vill säga nominella termer.

	>5%	6-10%	11-15%	16-20%	Medelränta
Fast penningvärde		2	2		11,4%
Löpande penningvärde	1	6		2	10,8%

Figur 4 Uppdelning mellan beräkning i löpande och fast penningvärde

3.2 Tidigare forskning

Inom området investeringsbedömning har sedan 60-talet en större studie per decennium gjorts. Dessa studier har behandlat flera aspekter av investeringsbedömningen men även följt utvecklingen genom att jämföra med föregångarna. Den första större studien som gjordes i Sverige var Rencks studie som publicerades år 1966²⁹. Den var inriktad på de metoder och rutiner som svenska företag använde vid investeringsbedömning samt de bakomliggande faktorer som har format dem. Urvalet bestod av 28 företag varav merparten var verksamma inom verkstadsbranschen. Studien visade att payback var den vanligaste metoden och att diskonteringsmetoderna var näst vanligast, den antydde även att det var vanligt att använda mer än en metod vid bedömningen. Kalkylräntan låg mellan 5 % och 35 %, dock var 35 % ett extremfall och medianen var runt 14 %. Fastställandet av kalkylräntan bestämdes huvudsakligen utifrån två olika ansatser, dels låg finansieringskostnad i grunden, dels kapitalets alternativkostnad. Rencks studie visade även på att kalkylräntan var trögrörlig. En av slutsatserna som Renck drog av studien var att i takt med att utbildningsnivån ökar i företagen kommer de att gå över till mer avancerade kalkylmetoder.³⁰

Ett decennium senare publicerade Bertil Tell sin studie³¹. Denna studie var framförallt inriktad på framtagning och utvärdering av beslutsunderlag men även jämförelser med Rencks studie gjordes. Urvalet bestod av 30 företag varav 20 var

²⁹ Renck (1966)

³⁰ Ibid

³¹ Tell (1978)

även med i Rencks tidigare studie. Även i Tells studie bestod merparten (40 %) av urvalet av företag verksamma inom verkstadsbranschen. Studien visar att ungefär hälften av urvalet använde sig enbart av en metod, en tredjedel av två metoder och resterande av fler. Den vanligaste metoden var payback som användes tillsammans med någon annan metod. Studien visade även att en viss ökning av användandet av diskonteringsmetoder skedde mellan de två studierna, framförallt började kapitalvärdesmetoden användas på bekostnad av annuitetsmetoden. Kalkylräntan låg i genomsnitt på 16 till 20 % i urvalet, dock antyder resultatet att det inte finns några skillnader på kalkylräntan om företagen räknar i fasta respektive löpande penningvärden. Studien visar att det är vanligast att fastställa kalkylräntan utifrån kapitalkostnadsteorin.³²

Under 80-talet gjordes två studier, en av Yard och en av Andersson. I Yards studie konstaterades att utvecklingen hade fortsatt som Renck förutspått i sin studie, även om det inte var i den takt Renck antagit³³. Payback-metoden var fortfarande den enskilt största metoden i första hand, dock när man la ihop internräntemetoden och kapitalvärdesmetoden var de två tillsammans vanligare. En av slutsatserna som Yard kommer fram till är att det är ett aktivt val att företagen använder sig av payback i stor utsträckning³⁴. Även Berndt Andersson gjorde en studie under 80-talet som publicerades 1994³⁵. Även denna studie visade att payback var den vanligaste metoden och även om kapitalvärdesmetoden och internräntemetoden inte hade lika stort genomslag var de fortfarande de näst vanligast.

Sandahl & Sjögrens studie är den senaste större studie som behandlar kalkylmetodpraxis i Sverige. Den är baserad på 128 enkätsvar från stora börsnoterade företag. Den visade att payback-metoden fortfarande var den vanligaste metoden i Sverige, därefter kom kapitalvärdesmetoden. Dock var det skillnader mellan olika branscher. Medelkalkylräntan var 11.1% och de flesta företag använde sig av en kalkylränta i intervallet 6 till 10 %. En annan slutsats Sandahl & Sjögren drog var att företagen numera använde olika kalkylräntor om

³² Tell (1978)

³³ Yard (1987)

³⁴ Ibid

³⁵ Andersson (1994)

de kalkylerade i reala eller nominella termer, vilket har varit svårt att utröna från de tidigare studierna.³⁶

3.3 Analys av förstudien

Utifrån alla de tidigare studierna kan vi utröna att i takt med att utbildningsnivån har ökat i företagen ökar även användandet av mer avancerade metoder. Även vår enkätundersökning ligger i linje med de tidigare undersökningarna i detta avseende. Resultatet påvisar att de avancerade metoderna vinner mark, samtidigt som payback fortfarande används friskt. Ett resultat som är anmärkningsvärt är att i vår studie är det relativt sett fler företag som uppgav att de enbart använde sig av payback-metoden jämfört med Tells studie. Vi ser även att de företag som enbart använder sig av payback har gjort ett aktivt val, precis som i Yards studie. Företagen i vår studie lyfter fram enkelheten med kalkylen samt att den är enkel att kommunicera.

När det gäller fastställandet av kalkylräntan fick vi i vår studie likadana resultat som Renck fick i sin studie. Det är finansieringskostnaden samt kapitalets alternativkostnad som är de främsta motiven för fastställandet.

Kalkylränteintervall	Vår %	Sandahl & Sjögren (2001)	Andersson (1994)	Tell (1978)
<5	7,7%	2,8%	1,3%	0,0%
6-10	53,8%	55,6%	6,6%	22,2%
11-15	23,1%	25,0%	34,2%	5,6%
16-20	15,4%	16,7%	31,6%	50,0%
20<	0,0%	0,0%	26,3%	22,2%
Total svar	13	36	76	18
Inget svar	9	0	88	12
Medelränta	11,0%	11,1%	14,0%	16,1%

Figur 5 Jämförelse med tidigare studier.

I figur 5 jämförs vår studie med tidigare studier i avseende av kalkylräntan. Vår studie har fått liknande resultat som Sandahl & Sjögrens studie från början av

³⁶ Sandahl & Sjögren (2001)

2000-talet. Den vanligaste kalkylräntan ligger i intervallet 6-10 % detta kan kanske förklaras av att inflationen har varit på ungefär samma nivå under 2000-talet. Vi ser även i vår studie inga samband mellan nivån på kalkylräntan och om företagen beräknar i nominella eller reala termer, ej heller ser vi några samband mellan nivån och om företagen tar hänsyn till skatt eller ej. Detta skulle kunna förklaras med att företagen inte är helt säkra på hur de beräknar eller vilket sätt.

I denna förstudie har kunnat ses att alla respondenter från fastighetsbranschen har svarat att de använder sig av två metoder när de utvärderar potentiella investeringar. Fastighetsbranschen är även en av de mest kapitalintensiva och slutligen den mest representerade branschen i vår studie. Detta i kombination med att tidigare studier om fastighetsbranschens investeringsbedömningsmetoder är sällsynta har lett till att vi valt att fördjupa oss inom detta område.

4 Empiri från fallstudie

I kapitlet redovisas den information som framkommit under den personliga intervjun samt telefonintervjuerna med de tre fallföretagen. Kapitlet är uppdelat på respektive fallföretags empiri för att läsaren på ett systematiskt sätt ska kunna inhämta informationen.

4.1 Inledning

Alla tre fallföretag fokuserar på kommersiella fastigheter även om visst fastighetsbestånd består av privata bostäder. Företagen är verksamma företrädevis i Sverige.

4.2 Fallföretag (1)

4.2.1 Generellt om investeringar

Fallföretag (1) uppskattar sina årliga investeringar till 100-200 miljoner kronor. Denna siffra kan dock skifta avsevärt från år till år. Investeringarna utgörs av tre kategorier; kostnadsbesparingar, i form av exempelvis energieffektiviseringar; hyresgäst Anpassningar, som kan bestå av både nybyggnationer av fastigheter och hyresgäst Anpassningar av befintliga fastigheter; samt fastighetsförvärv. Investeringar som företaget gör är dels beroende av kontraktstiden, dels av presumtiva hyresgäster, antingen vid uppförande av en ny fastighet eller vid ombyggnad av en fastighet i syfte att motsvara den nya hyresgästens behov, så

kallade hyresgästanpassningar. För att finansiera denna typ av investeringar lånar företaget ca 70 % av investeringsbeloppet medan resterande 30 % finansieras av eget kapital.

Tillvägagångssättet vid bedömningar av potentiella investeringar menar företaget varierar beroende på investeringstyp. Företaget skiljer mellan rena kostnadsbesparande investeringar, som ofta bedöms genom enkel payback-beräkning, samt hyresgästanpassningar och fastighetsförvärv, som bedöms med hjälp av kapitalvärdesmetoden. Avkastningskravet på olika investeringar varierar, bland annat beroende på investeringsstorleken. Intervjuobjektet menar att det ställs större procentuella avkastningskrav på mindre investeringar än på större.

För de investeringar som är av mer omfattande karaktär, enligt företaget de som når upp till ett tiotal miljoner, krävs ett styrelsebeslut vid fastställandet av kalkylräntan. En noggrann genomgång och projektering av investeringen lämnas då till styrelsen för beslut. Kalkylräntan bestäms, oavsett om den föregåtts av ett styrelsebeslut eller om det är frågan om en mindre investering då beslutet tas på en lägre nivå i organisationen, utifrån ett antal olika faktorer såsom marknadsläget och jämförbara transaktioner. Den presumtiva hyresgästen är också en styrande faktor för nivån på kalkylräntan för ett projekt. Olika hyresgäster innebär olika stora investeringar, vilket får inverkan på kalkylräntan.

Då företagets investeringar finansieras av lånat kapital till 70 % är låneräntan i hög grad betydelsefull för kalkylräntan.

4.2.2 Kostnadsbesparingar

Vanlig payback-metod används vid kostnadsbesparingar, där man utgår från kontraktstiden vid beräkningar. Skälet till att företaget använder sig av payback-metoden vid kostnadsbesparingar är att intäktssidan inte påverkas av kostnadsbesparingar och därmed är payback-metoden att föredra framför kapitalvärdesmetoden. Vid kostnadsbesparingar, till exempel byte av uppvärmningsteknik från olja till bergvärme, anses en payback-tid på två till fem

är vara eftersträvansvärt. Payback-tiden varierar med projekten och det är storleken och livslängden på investeringen som bestämmer den. När det handlar om potentiella investeringar som är relativt stora för företaget, övertar styrelsen beslutsfattandet i frågan.

4.2.3 Hyresgästanpassningar

Vid hyresgästanpassningar används payback när man vill beräkna det nödvändiga hyrestillägget för att investeringen ska vara betald inom kontraktstiden. Dock används kapitalvärdesmetoden för att se vilken effekt investeringen får i jämförelse med den hyra man drar in. Investeringen ställs mot hyran och driftkostnader, driftnettot, som i sin tur diskonteras med hjälp av kalkylräntan.

Som tidigare nämnts utgör kontraktet med den presumtiva hyresgästen grunden för investeringsbedömningen. När ett företag gör en investering vill de i överlag alltid få tillbaka investeringen under kontraktstiden. Vissa undantag finns när de gör "chansningar". En chansning innebär att de eventuellt inte tar tillbaka hela investeringen under till exempel ett tio års kontrakt, utan fastighetsbolaget skriver av investeringen på längre tid. Skälet till att företaget gör chansningar är att de ska "vinna" hyresgästen. Denna typ av investeringar bygger de på en rent subjektiv bedömning av att antingen hyresgästen kommer stanna kvar längre än kontraktstiden eller att investeringen har ett värde för nästkommande hyresgäst. Detta gäller inte vid för specifika investeringar. Till exempel vid en ombyggnation så specifik att den inte anses ha ett andrahandsvärde utan endast ses värdefull för den aktuella hyresgästen. Hyresgästen får då bära risken själv, genom att återbetala investeringskostnaden inom kontraktstiden. Om konkurrenter kommer med i bilden är man mer förhandlingsbar. Dock påpekar intervjuobjektet att konkurrentperspektivet är relativt ovanligt då hyresgästanpassningar först brukar bli aktuellt efter att hyresgästen hittat en lämplig lokal tillika hyresvärd.

4.2.4 Fastighetsförvärv

Vid fastighetsförvärv används kapitalvärdesmetoden för att kunna bedöma om

hyran är satisfierande och ger en tillräcklig avkastning. Intäkter och kostnader summeras till ett driftnetto, som i sin tur diskonteras med hjälp av kalkylräntan. Räntan som används fastställs av styrelsen och den är unik för varje enskild investering.

4.2.5 Strategi

Det är viktigt för fallföretaget att man får verka i de områden där en lönsam potentiell investering dyker upp, för att de ska vara av intresse. Med att ”verka” menas att man vill uppnå en viss strategisk storlek i fastighetsbestånd, innan man börjar titta på områden, som i dagsläget ligger utanför den strategiska kartan.

Skapande av aktieägarvärde har stor betydelse i företaget. Det är aktieägarna som sätter målen för verksamheten och dessa mål försöker man att uppfylla i största möjliga mån, något man anser sig ha lyckats med under de senaste fyra till fem åren.

4.3 Fallföretag (2)

4.3.1 Generellt om investeringar

Företaget genomför tre olika typer av investeringar, de investerar i hyresgästpassningar med omkring 150 miljoner kronor per år, i nybyggnation med omkring 200 miljoner kronor per år och investeringar i form av fastighetsförvärv av fastigheter till ett värde av ca 2 miljarder kronor per år. Företaget har som regel att för att en investering ska inledas ska minst 2/3 av fastigheten vara uthyrd. Då investeringarna ofta är relativt omfattande sker den övervägande finansieringen genom upptagande av lån. Företaget menar att de tack vare möjligheten att använda fastigheterna som säkerhet har relativt lätt att få tillgång till kapital till sina investeringar. Men den höga skuldsättningsgraden som många fastighetsbolag har gör även att de har svårt att placera kapital i aktier

eller fonder. Istället använder man den vinst man får från tid till annan till att investera på diverse sätt, direkt i den löpande verksamheten.

Bakom varje investeringsbeslut, oavsett typ av fastighetsinvestering, ligger en kalkyl. Kalkylerna innehåller ett visst minimiavkastningskrav för fastigheten i fråga. Den kalkylränta som används i företaget fastställs ytterst av styrelsen. De variabler som företaget väger in vid fastställandet av kalkylräntan är låneräntan, inflationen samt den risk som de upplever att den aktuella investeringen innebär. Hela betydelsen av den risk som en investering framkallar vägs dock inte in i kalkylräntan. Uthyrningsgraden och fastighetens vakans ser företaget till exempel som en risk som inte alltid täcks upp av kalkylräntan, utan är något som beaktas vid en investering efter beräkning med kalkylränta.

4.3.2 Kostnadsbesparingar

Vid energiinvesteringar används payback-metoden. För en energiinvestering, som är en typ av kostnadsbesparing, ligger payback-tiden mellan ett till tre år. Just energiinvesteringarna brukar vara relativt lönsamma. Alla kostnaderna för energin läggs på hyresgästen, vilket skulle kunna leda till att företaget inte bryr sig om att göra investeringar i energibesparingar. Dock poängterar företaget att det inte går och resonera så om man vill uppfattas som en seriös hyresförvaltare. Snarare behöver de vara så effektiva som möjligt samt ha en öppen dialog med hyresgästen så att de förstår varför investeringen görs och vilka konsekvenser den får. Undantagsvis har energiinvesteringar gjorts utan samspråk med hyresgästen då hyran höjdes vid en senare tidpunkt för att få tillbaka investeringen innan kontraktstidens slut.

4.3.3 Hyresgästanpassningar

En viktig faktor för att företaget ska inleda ett nytt projekt är att det finns en viss varaktighet hos den potentiella hyresgästen. Parametrar som är betydelsefulla i ett sådant hänseende är hyresgästens historiska stabilitet samt att hyresgästen har en viss storlek. Företaget menar att dessa parametrar är viktiga för det eventuella

restvärde en investering kommer att ha då hyresgästen ämnar lämna fastigheten. Det finns alltså två sätt att minska restvärdets inverkan på lönsamhetsbedömningen av investeringen. Antingen ser företaget till att hyresgästen är så pass stabil och varaktig att investeringen i högsta möjliga grad kan tillskrivas denne, eller så anpassas investeringen på så sätt att den om- eller nybyggnation som den innebär inte blir så hyresgästspezifisk, det vill säga nästkommande hyresgäst kan också få nytta av hyresgäst Anpassningen.

Payback-tiden varierar beroende på typ av investering. Vid hyresgäst Anpassningar avgör dels tidslängden på kontraktet men även hur specifik investeringen är. Om investeringen är specifik och enbart har ett värde för den aktuella hyresgästen, bärs risken för investeringen av hyresgästen via hyran under den aktuella kontraktstiden. Om man räknar med att investeringen även skapar värde för nästkommande hyresgäst skrivs denna av på längre tid. Utgångspunkten är att för att kunna visa en positiv avkastning på det egna kapitalet måste investeringarna vara lönsamma.

Vissa investeringar kan vara av sådan omfattning att de blir omöjliga för hyresgästen att bära under en kortare hyresperiod. Man försöker då skriva ett så långt hyreskontrakt som möjligt. Samtidigt kan det vara problematiskt att binda upp en kund under en längre kontraktstid än vad som brukar vara praxis i liknande fall. Då kan hyresvärden komma att bära en viss risk, det vill säga hyresvärden tecknar ett maximalt möjligt långt hyreskontrakt, till exempel fem år, även om investeringen först är återbetald efter sju år och därmed bär hyresvärden risken för de två sista åren. En sådan risk är hyresvärden i regel endast beredd att bära om hyresgästen är en större, stabil aktör som man tror kommer förlänga kontraktet vid hyrestidens slut.

För vissa investeringar krävs att man ser en längre tidshorisont än själva kontraktstiden. Vid dessa tillfällen gör företaget en riskkalkylering och bedömer hyresgästens betalningsförmåga på lång sikt. Vanligtvis stannar hyresgästen då denne har "arbetat in" lokalerna samt betalat av stora delar av investeringen. Hyresgästen brukar då inte vara intresserad av att börja om någon annanstans. Beroende på vad det är för typ av hyresgäst och vilken typ av hyresgäst Anpassning

som ska göras, kan investeringen finansieras av antingen hyresgästen själv eller förvaltaren, i det senare fallet kompenseras förvaltaren genom en högre hyra.

4.3.4 Fastighetsförvärv

Vid fastighetsförvärv använder företaget sig av kapitalvärdesmetoden, i vilken en viss risk finns inräknad. Fallföretaget menar att den största osäkerheten vid fastighetsförvärv är om fastigheten hyrs ut fullt eller inte. Driften av fastigheten utgör ingen risk i sig utan riskmomentet utgörs av vakansgraden, vilken är svår att kartlägga i och med att det är så många faktorer som påverkar den.

4.3.5 Strategi

För att företaget överhuvudtaget ska överväga en investering måste den vara i överensstämmelse med den strategiska positionering som företaget valt. Detta innebär att investeringen ska vara lokaliserad i det valda geografiska område där företaget är verksamt samt att den ska vara av kommersiell karaktär. En viktig anledning till att företaget är så bundet av sin strategiska position är att ett fastighetsbolag är beroende av sina investerare. Det beror på att företags investeringar ofta är mycket kapitalkrävande. Investerarna är dock intoleranta vad gäller otydlig strategi och en sådan skulle innebära stora kapitalförluster för företaget. Det är därför viktigt för företaget att genom en konsekvent strategi bibehålla marknadens förtroende.

Fallföretaget har stort fokus på att skapa aktieägarvärde, på grund av det stora antalet aktieägare som företaget har. Förtroendet från investerarnas sida har man, menar intervjuobjektet, så länge som målen uppfylls och förtroendet vårdas. Dock spelar även det allmänna börsklimatet in på avkastningen till ägarna, som företaget inte kan påverka. Fokus ligger därmed på de faktorer som faktiskt kan påverkas, såsom uthyrningssituation, kundbemötande, investeringar, korrekta kalkyler med mera.

4.4 Fallföretag (3)

4.4.1 *Generellt om investeringar*

Företagets investeringar består av fastighetsförvärv och förädling, det vill säga hyresgäst Anpassningar och kostnadsbesparingar, av fastigheter. Den totala investeringsmängden varierar från 1 miljard kronor per år till 5 miljarder kronor per år, uppdelat på ett femtiotal olika projekt. Den stora differensen mellan åren beror till stor del på investeringar i fastighetsförvärv av fastigheter. Investeringarna finansieras till 75 % av banklån och resterade av eget kapital.

Då företaget bedömer en potentiell investering ses framför allt till det ingångsvärde som fastigheten har och det totala värde som fastigheten kommer att ha efter investeringen. Den värdering som ligger till grund för investeringsbedömningen bygger på kapitalvärdesmetoden. De ingående komponenterna i värderingen är ett avkastningskrav, de framtida kassaflödena diskonterade med en kalkylränta samt hur den framtida hyresvakansen bedöms för den aktuella fastigheten. I värderingen av fastigheter har företaget under de senaste åren räknat med en inflation på 2 %, på både kostnaderna och intäkterna. Företaget betonar att varje projekt som innebär en investering är unikt och måste föregås av en individuell bedömning. De menar att det finns en fara i att allt för mycket förlita sig på teoretiska kalkylmodeller. I vissa fall kan till exempel investeringar, som efter en kalkylbedömning inte har bedömts som lönsamma, ändå genomföras då investeringen förväntas ge en positiv effekt till det geografiska område som är i fokus. Sammantaget betonar företaget vikten av möjlighet till långsiktig värdeutveckling genom en investering.

4.4.2 *Kostnadsbesparingar*

Vid kostnadsbesparingar använder företaget sig av payback-metoden för att utvärdera potentiella investeringar. Det beror på att likviditeten hindrar företaget från att göra alla potentiella investeringar. För att prioritera mellan alternativen använder man därför kortast payback-tid som krav. Detta medför att det inte finns

en specifik payback-tid utan att företaget väljer den investering med kortast payback-tid istället.

Företaget anger att de även skulle kunna använda sig av kapitalvärdesmetoden vid kostnadsbesparing. Då skulle de göra en beräkning före investeringen och en efter, för att kunna jämföra vilken investering som ger högst kapitalvärde. Skälet till att man inte gör detta är dock att det är en både enklare och snabbare metod att rangordna investeringarna med hjälp av payback.

4.4.3 Hyresgästanpassningar

Företaget eftersträvar då att investeringen vara återbetald under kontraktstiden som hyresgästen tecknat. I fallföretaget ses inte till potentiella förlängningar av kontrakt, det vill säga en investering ska återbetalas inom kontraktstiden. Man vill inte göra några chansningar om eventualiteter längre fram. Intervjuobjektet påpekar dock att oavsett om investeringen återbetalas inom kontraktstiden eller ej, så bär förvaltaren också en risk, i det hänseendet att man aldrig kan veta om hyresgästen kan fullfölja sina betalningar.

4.4.4 Fastighetsförvärv

Företaget använder sig av en avkastningsränta och en avskrivningstid som är önskvärda för det aktuella projektet. Det avkastningskrav som ligger till grund för bedömningen av en investering sätts utifrån en marknadsvärdering, som baseras på jämförbara fastigheter och vilka avkastningskrav som varit kopplade till dessa. Dessa värderingar görs i regel av externa värderare, företag som specialiserat sig på denna typ av uppdrag. Andra faktorer som spelar in vid bestämmandet av avkastningskrav är förekomsten och graden av vakanser samt längden på hyresavtalen. Många lediga lokaler samt korta och därigenom osäkra hyresavtal genererar högre avkastningskrav. Företaget ser en tydlig koppling mellan avkastningskravet för en investering och den långsiktiga räntan.

4.4.5 Strategi

De strategiska aspekterna vid investeringsbedömningar utgör en viktig del. Ibland, menar intervjuobjektet, kan investeringskalkylerna vid investeringsbedömningar se relativt dystra ut, men då det finns en tro på det geografiska området exempelvis, att det kommer generera avkastning framöver, kan man välja att satsa på investeringen, trots kalkylernas svar. Det handlar om långsiktighet. Ser man en långsiktig värdeutveckling, då bör man satsa. Aktieägarvärde är dock inte i fokus, menar intervjupersonen, utan man satsar långsiktigt. Aktieägarvärde kommer i andra hand.

För att behålla omvärldens förtroende signaleras företagsstrategin via flera kanaler, bland andra delårsrapporter, analytikerträffar, hyresgästmöten och aktieägarträffar.

5 Teoretisk referensram

Kapitlet avser att ge läsaren en teoretisk referensram som utgör grunden för analysen. Kapitlet inleds med en presentation av investeringar, som åtföljs av en närmare förklaring av de aktuella kalkylmetoderna och deras olikheter. Därefter presenteras värderingsmodeller som är specifika för den bransch som uppsatsen fördjupat sig i och kritik av kalkylmetoderna som används. I kapitlet följer sedan teorier med ett strategiskt fokus för att avrundas med teori kring reala optioner.

5.1 Inledning

Kapitlet inleds med definition och kategorisering av investeringar samt en kort förklaring av de olika kalkylmetoderna. Detta görs för att kunna förklara varför företag använder sig av olika kalkylmetoder, vilket kunde konstateras efter förstudien. Därefter följer en genomgång av de speciella värderingsmodeller som fastighetsbolag nyttjar vid förvärv, för att ge en förståelse för hur de bedömer potentiella fastighetsförvärv. Dock har den traditionella kapitalvärdesmetoden som bland annat fastighetsbolagen idag nyttjar brister, vilket presenteras i avsnittet om kritik mot traditionell kapitalvärdesmetod.

Då vi studerade fastighetsbranschen fann vi att de hyresgäst Anpassningar som realiserades aktualiserar teorin om tillgångsspecificitet.

För att kunna analysera kalkylernas roll och funktion vid investeringsbesluten har vi tolkat och implementerat Hopwoods teori om prestationsmätningssystem. Avsnittet om prestationsmätningssystem följs av teorin om företagsidentitet. Detta följer av att både förstudien och de efterföljande fallstudierna visade på

kalkylernas otillräcklighet att täcka fastighetsbolagens behov vid investeringsbeslut. Denna otillräcklighet tolkades utgöras av det strategiska perspektivet vid investeringsbedömningar. Kapitlet avslutas med ett avsnitt om reala optioner. Detta följer av ovanstående kritik mot kalkylernas brist vid investeringsbedömningar, där det strategiska perspektivet inte finns invägt. Reala optioner kan här ses som en möjlighet, då de kombinerar kalkylernas funktion med strategins betydelse vid investeringsbedömning.

5.2 Definition och kategorisering av investeringar

Det finns i litteraturen ett antal definitioner av en investering, däribland ”en kapitalsatsning som ger betalningskonsekvenser under en längre tid”³⁷, ”införskaffande av resurser som inte förbrukas omedelbart”³⁸ och ”en resursupppoffring i utbyte mot framtida överskott”³⁹. Konkret sätt så innebär detta att företaget använder resurser från en period för att investera det i hopp om framtida vinster, i form av till exempel kapacitet⁴⁰.

En uppdelning görs mellan beroende och oberoende investeringar, där de beroende investeringarna även kallas följdinvesteringar då de är beroende av en tidigare gjord investering.⁴¹

Det finns möjlighet att kategorisera investeringar utifrån vilken typ av tillgång som investeringen omfattar. Det finns då realinvesteringar, finansiella investeringar och strategiska investeringar⁴². Denna studie berör endast det som benämns realinvesteringar, närmare bestämt fastigheter. Investeringar inom fastighetsbranschen är företrädesvis av de tre slagen expansionsinvesteringar, det vill säga förvärv av ytterligare fastigheter, ersättningsinvesteringar, till

³⁷ Ljung & Högberg (2002) s 9

³⁸ Bejrums & Lundström (1986) s 27

³⁹ Yard (2001) s 23

⁴⁰ Alpenberg & Karlsson (2005)

⁴¹ Ibid s 41

⁴² Bejrums & Lundström (1986) s 29

exempel byte av värmesystem, och slutligen rationaliseringsinvesteringar, det vill säga investeringar som sänker underhållskostnaderna.⁴³

Enligt Honko är det vanligt att olika investeringsklasser har differentierade avkastningskrav, där till exempel de investeringar som är essentiella för företagets fortlevnad inte har något avkastningskrav, samtidigt som investeringar i nya marknader har väldigt höga avkastningskrav. Storleken på avkastningskravet ska motsvara investeringens risk. Den viktigaste anledningen till klassificering menar Honko är att alla investeringsalternativ inte konkurrerar med varandra, medan de däremot konkurrerar inom sin egen klass.⁴⁴

5.3 Kalkylmetoder

Kapitalvärdesmetoden beräknar en investerings lönsamhet genom diskontering av de förväntade framtida betalningsöverskotten till en referenspunkt, vanligtvis investeringstidpunkten. Överstiger summan av de diskonterade betalningsöverskotten den initiala grundinvesteringen fås ett positivt kapitalvärde, investeringen anses lönsam.⁴⁵

Ett alternativ till kapitalvärdesmetoden är payback-metoden. Vid användning av denna metod summeras inbetalningsöverskotten successivt för att beräkna hur många år det tar för investeringen att helt återbetala sig. Som ett mått på investeringens lönsamhet ges en återbetalningstid. Beräkning utan hänsyn till ränta benämns enkel payback. Payback-beräkningen kan dock även ske med ränta, genom att inbetalningsöverskotten nuvärdesberäknas.⁴⁶

⁴³ Bejrums & Lundström (1986) s 30

⁴⁴ Honko (1974)

⁴⁵ Yard (2001) s 30

⁴⁶ Ibid s 31

En tydlig skillnad mellan de två ovannämnda kalkylmetoderna är att kapitalvärdesmetoden är fokuserad på investerings lönsamhet medan payback-metoden istället fokuserar på likviditeten⁴⁷.

5.2.1 Kravnivåer

De olika kalkyleringsmetoderna använder olika mått för att bestämma en kravnivå. Diskonteringsmetoderna som till exempel kapitalvärdesmetoden använder en kalkylränta vid diskonteringen, vilken ska motsvara avkastningen för en alternativplacering⁴⁸. Kalkylräntan består av tre komponenter, kompensation för: väntan, förlorad köpkraft samt risk⁴⁹. Vid kalkylering med payback-metoden formuleras kravnivån med en återbetalningstid, vilken anger hur lång tid det tar för investeringen att vara återbetald i sin helhet⁵⁰. Forskning har visat att företag tillämpar ett återbetalningskrav på två till tre år⁵¹. Detta krav varierar beroende på om hänsyn tas till ränta eller inte, dock är skillnaderna små då det rör sig om korta tidsintervall som räntan har att påverka⁵². Analogt är slutsatsen att vid beräkning av långa återbetalningstider med en högre diskonteringsränta är betydelsen av räntan större och bör därför tas i beaktande.

5.2.2 Jämförelse av kravnivåer

Vid en jämförelse av kravnivåerna för payback respektive kapitalvärdesmetoderna är det viktigt, för att denna ska bli korrekt, att differentiera reala och nominella krav. Det måste finnas en konsekvens för de jämförda värdena. Kalkylnivåer på en återbetalningstid på två till tre år krävs en livslängd på fyra till fem år för att motsvara ett kalkylräntekrav på 20 %⁵³. Omfattar investeringen en tillgång med en längre livslängd blir kalkylkravet högre vid användning av payback-metoden jämfört med kapitalvärdesmetoden. Således motsvarar återbetalningskravet som

⁴⁷ Yard (1987) s 158

⁴⁸ Ibid s 93

⁴⁹ Yard (2001) s 25

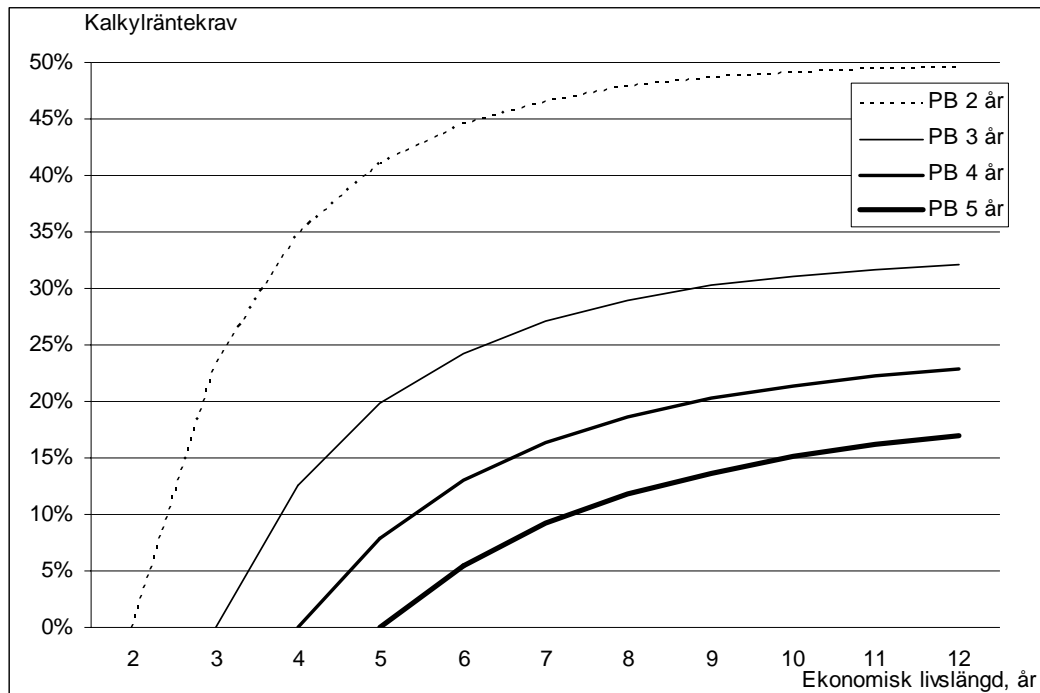
⁵⁰ Ibid s 46

⁵¹ Jämför Yard (1987), Alpenberg & Karlsson (2005), Renck (1967)

⁵² Yard (1987) s 94

⁵³ Ibid s 99

bestäms med payback-metoden ofta ett högre krav än vad motsvarande kalkylränta skulle ställa⁵⁴. Vilket kan ses i nomogrammet nedan (se figur 6). En investering med en ekonomisk livslängd på 5 år som har ett payback krav på 3 år motsvarar en kalkylränta över 20 %.



Figur 6 Nomogram som visar motsvarande kalkylränta

Källa: Omarbetad från Stefan Yard

En iakttagelse som gjorts är att kraven tenderar att vara högre på mindre investeringar som kan hänföras till kategorin ersättningsinvesteringar samtidigt som viktiga strategiska investeringar tillåts bedömas efter lägre krav på lönsamhet, ur ett företagsperspektiv.⁵⁵ Segelod menar att långsiktiga investeringar ofta tillåts uppvisa ett lägre kalkylkrav än mer kortsiktiga investeringar⁵⁶. Även Yard noterade att investeringskravnivåerna skiftade mellan de olika kategorierna av investeringar.⁵⁷ Utöver skillnader i kravnivåer för olika typer av investeringar finns det även skillnader i hur höga krav som ställs utifrån payback respektive kapitalvärdesmetoderna.

⁵⁴ Andersson (1994) s 165

⁵⁵ Yard (1987) s 99

⁵⁶ Segelod (2000) s 248

⁵⁷ Yard (2001)

5.3 Värderingsmodeller för fastigheter

Värderingen av en fastighets avkastning sker antingen genom ortsprismetod eller genom avkastningsmetod. Ortspismetoden värderar en fastighet med utgångspunkt för liknande transaktioner och de priser som betalats på samma ort medan avkastningsmetoden utgår från det diskonterade värdet för de förväntade framtida kassaflödena vid värderingen av en fastighet⁵⁸.

Vid osäkerhet att bedöma framtida betalningsströmmar kan optionsteori nyttjas. Optionsteorin är ett relativt nytt angreppssätt för fastighetsbranschen. Första gången detta avhandlades i litteraturen var av Titman år 1985⁵⁹. Optionsteorin baseras på en värdering av möjligheter och risker. Sällsyntheten kan bero på att metoden uppfattas som mer komplicerad då den förutsätter en ”explicit specificering av risk”⁶⁰.

5.4 Kritik mot traditionell kapitalvärdesmetod

Fastigheter uppfattas som immobila och ej flexibla och därigenom som säkra investeringar, varför användningen av traditionella kapitalvärdesmetoden varit vanliga och väl fungerande värderingsmodeller. Reala optionsteorin tar dock i motsats till detta sin utgångspunkt i flexibilitet⁶¹. Det har genom empiriska studier visats att reala optioner genom sin flexibilitet har en betydande inverkan på företags investeringsbeslut, dock görs det inte en medveten värdering av investeringarna genom reala optioner⁶². Bristande kunskap om optionsteori och en föreställning om att denna metod är svårare att tillämpa antas som orsaker till den ringa användningen av optionsteori i praktiska investeringsbedömningssituationer idag.⁶³ Det verkar enklare att hantera risk i de traditionella metoderna då denna hanteras genom en subjektivt fastställd kalkylränta. Det finns i litteraturen viss

⁵⁸ Beijrum & Lundström (1986) s 148

⁵⁹ Gunnelin (1996) s 10

⁶⁰ Ibid s 11

⁶¹ Wihlborg (2005) s 104

⁶² Ibid s 104

⁶³ Gunnelin (1996) s 11

kritik mot kapitalvärdesmetoden, kritiken bygger på att metoden förutsätter antaganden om att vid ett investeringsbeslut är det frågan om ”nu eller aldrig” samt att de bortser helt från värdet av att skapa optioner⁶⁴. Betydelsen av att tidigt skapa och upptäcka investeringsmöjligheter betonas. Optionerna skapar förutsättningar för företagen att bibehålla långsiktiga strategier och möjliggör en fokusering⁶⁵.

5.5 Tillgångsspecificitet

Tillgångsspecificitet innebär den grad tillgången i en speciell transaktion har ett högre värde i den specifika transaktionen än vad den skulle ha om den var använd i något annat syfte⁶⁶. Enligt Williamson definieras det som att en tillgång till hög grad är specifik om den inte kan användas av andra för att den är geografiskt specifik, fysiskt specifik, till exempel en maskin är designad att enbart tillverka en specifik produkt, eller humankapital specifik⁶⁷. Tillgångsspecificitet handlar om andrahandsvärdet på tillgångar som är ytterst specifika för en viss situation och kan tillämpas såväl på fysiska tillgångar som på humankapital. Investeringar med hög grad av specificitet har, om ens något, ett mycket lägre värde utanför den ursprungliga transaktionen. Om en investering i en tillgång är så specifik att den inte kan nyttjas av andra riskerar investeringen att bli en sunk cost⁶⁸.

För kontrakt av denna natur är det viktigt att risken bärs till lika delar av båda parter. På så vis blir de två parterna ”locked-in” och en eventuell förlust bärs till lika delar av båda sidor. Teoretiskt sett är detta en lämplig och möjlig lösning vid specifika investeringar, men i praktiken kan det vara svårt att tillämpa. En ojämn riskfördelning innebär att den part, av säljaren och köparen, som bär den mindre risken, hamnar i en starkare förhandlingsposition. Om den starkare parten utnyttjar denna förhandlingsställning gentemot den svagare parten blir förhandlingssituationen ogynnsam och farlig för den senare. En sådan situation

⁶⁴ Dixit & Pindyck (1995)

⁶⁵ Ibid (1995)

⁶⁶ McGuinness (1994) s 69

⁶⁷ Williamson (1981) s 1546

⁶⁸ Lonsdale (2001) s 23

kallas opportunistisk och förstärks oftast under förhållanden som präglas av osäkerhet och informationsasymmetri.⁶⁹

5.6 Prestationsmätningssystem

Inom organisationer finns det ofta intresse av att mäta prestationer genom olika nyckeltal, så kallade prestationsmätningssystem, från engelskans performance measurement systems. Anledningarna till varför man vill mäta prestationerna är flera. Dessa kan klassificeras i fyra olika grupper; kontroll, uppmärksamhetsfokusering, strategiskt beslutsfattande och legitimering.⁷⁰

Kontroll besvarar frågan ”Hur mår jag?” och kännetecknas av att målen sätts i förväg, varpå outputen mäts, som i sin tur sedan jämförs med målen. När denna jämförelse är klar tillhandahålls feedback, som leder till nödvändiga korrigeringar. Den information som samlas vid detta tillvägagångssätt används för rapportering, såväl internt som externt.⁷¹ Kontroll kan ses som ett slags svarsmaskin⁷².

Uppmärksamhetsfokusering besvarar frågan “Vilka problem ska vi titta närmare på?”. Vilka problem som ska fokuseras på signaleras från ledningen ut i hela organisationen via olika prestationsmått. Signalerna indikerar till de anställda vilken syn cheferna har på organisationen, nyckelfaktorer och kritiska osäkerheter. Genom dessa signaler klargörs för medarbetarna vilka primära och sekundära mål som fokus ska ligga på.⁷³ Uppmärksamhetsfokusering kan ses som ett slags ammunitionsmaskin⁷⁴.

Strategiskt beslutsfattande besvarar frågan ”Av flera alternativ, vilket är rationellt sett det bästa?”. Ett strategiskt beslut är av icke-rutinmässig natur och chefer måste konstant hantera beslut av denna typ. För att kunna besluta i icke-

⁶⁹ Lonsdale (2001) s 23

⁷⁰ Henri (2006)

⁷¹ Ibid

⁷² Burchell, Clubb, Hopwood, Hughes (1980)

⁷³ Henri (2006)

⁷⁴ Burchell et al. (1980)

rutinmässiga ärenden krävs information. I dessa situationer används nyckeltalen för att visa på orsak-och-verkan samband mellan interna processer och måluppfyllelse.⁷⁵ Strategiskt beslutsfattande kan ses som en läromaskin⁷⁶.

Vid legitimering kan nyckeltalen även användas för att rättfärdiga gamla beslut som tagits under osäkra förhållanden. Vid legitimering finns ofta ett anspråk på att förstå varför ett behov av handlande uppstått i en viss situation i det förflutna, men även för nuvarande och framtida handlande.⁷⁷ Legitimering kan ses som en rationaliseringsmaskin⁷⁸.

5.7 Företagsidentitet

McKenna beskriver företagsidentitet följande: “[Corporate] identity isn’t just a symbol or signature that appears on the letterhead, a trademark or service mark ... or the decals on the company-leased fleet of trucks. Nor is it just plant architecture ... or the signage that points the way to headquarters. It is all of these, the totality of split-second perceptions that the human eye takes in.”⁷⁹ En identitet är viktig så länge som företaget inte kan gå ut och berätta för varje kund, varenda gång de handlar, om produkten. Det är denna uppgift som företagsidentiteten står för. Den representerar företaget gentemot kunderna. Det är dock av vikt att denna bild signalerar soliditet och enighet utåt mot kunderna. Det sänder nämligen omvärlden en signal om kontinuitet och inger kunderna en psykologisk trygghet.⁸⁰

Företag bygger upp sin image genom kommunikation med omvärlden. Ett företags identitet är av betydelse då denna signalerar till omvärlden vem företaget är och vad det representerar och står för. Utan en medveten och uttalad identitet finns en risk att företagets omvärld inte förstår vad det företräder.⁸¹

⁷⁵ Henri (2006)

⁷⁶ Burchell et al. (1980)

⁷⁷ Henri (2006)

⁷⁸ Burchell et al. (1980)

⁷⁹ McKenna (1991) s 27

⁸⁰ Ibid s 28

⁸¹ McKenna (1991) s 28

Ett företag kan bara utkonkurrera sina rivaler om det innehar en konkurrensfördel som det kan behålla över en längre tid. Det betyder att företaget antingen måste kunna leverera sina kunder ett högre värde eller kunna erbjuda dem sina produkter eller tjänster till ett lägre pris eller i bästa fall bådadera.⁸²

För att nå en effektiv strategisk marknadsposition bör den aktuella industrin först analyseras noggrant. Efter en sådan analys blir det lättare att avgöra vilka olika strategiska marknadssegment som finns, för att sedan kunna maximera investeringarna i de mest lönsamma segmenten, i hopp om en hög framtida avkastning, samtidigt som investeringar i de mindre lukrativa segmenten minimeras. De mest framgångsrika företagen förstår betydelsen av denna process att mäta och uppnå en ökad marknadsandel. Med ökad marknadsandel ökar även konkurrenskraften och med denna följer även ökad avkastning till aktieägarna. Genom att ett företag positionerar sig strategiskt inom sin aktuella industrigren och allokerar mer tillgångar i färre, noggrant utvalda segment når det en högre marknadsandel i sina valda segment, vilket gör det starkare och mer konkurrenskraftigt. Den främsta uppgiften för ett företags ledning är att skapa värde för aktieägarna, varför denna process ter sig som ett naturligt steg i ett företags investeringsprocess.⁸³

5.8 Reala optioner

En option definieras som en rättighet, dock ej skyldighet, att till ett förutbestämt pris och inom en viss tidsram sälja eller köpa den underliggande tillgången⁸⁴. Dessa underliggande tillgångar kan vara av finansiell karaktär, till exempel aktie- och valutaoptioner, eller av real karaktär såsom till exempel fastigheter⁸⁵. Det är osäkerheten om vad som kommer att ske i framtiden och volatiliteten, förändringen av marknadsvärdet, som skapar optionens värde⁸⁶. Annorlunda uttryckt är det valmöjligheten kopplad till den underliggande tillgången som

⁸² Porter (1996)

⁸³ Jackson (2007)

⁸⁴ Damodaran (2002) s 88

⁸⁵ Gunnelin (1996)

⁸⁶ Bergknut, Elmgren-Warberg, Hentzel (2007) s 215

skapar värdet. Visar denna valmöjlighet en positiv nytta genomförs handlingen⁸⁷. Då optionen ger innehavaren en rätt att köpa den underliggande tillgången benämns den köpoption⁸⁸. Motsvarande ger en säljoption, rätten att sälja tillgången. Det finns även en distinktion mellan amerikanska och europeiska optioner. En europeisk option innebär att innehavaren endast har rätt att lösa in optionen vid ett visst datum, inlösendatum, medan en amerikansk option ger ägaren rätten att lösa in optionen till och med inlösendatumet⁸⁹. Fastighetsrelaterade optioner betraktas som amerikanska optioner⁹⁰.

Då ett företag står inför att genomföra en potentiell investering kan denna investeringsmöjlighet ses som en option, och i fallet med till exempel fastigheter, reala tillgångar, som reala optioner. Investeringen genomförs om värdet av investeringen är större än den kostnad som investeringen framkallar. De olika valmöjligheter, optioner, som kringgärdar en investering är följande: om och när (timing option) en investering ska genomföras, investeringsvolym (densitetsoption) samt ändamål (användningsoption) för investeringen. Dessa optioner är alla att betrakta som byggrätsrelaterade, det vill säga valmöjligheter som följer då uppförandet av en byggnad övervägs av ett fastighetsföretag. Andra val som ett fastighetsföretag ställs inför är hur fastigheterna bör förvaltas för att uppnå största möjliga nytta. Det kan då handla om vilka, och i vilken grad, hyresgäst Anpassningar bör genomföras för att undvika vakanser och därigenom maximera hyresintäkterna. Ur optionsperspektivet betraktas då nuvärdet av hyresinbetalningarna som den underliggande tillgången. Underhållsstrategier är ett annat exempel på ett val som förvaltningen av en fastighet frambringar.⁹¹

Det finns två dominerande prissättningsmodeller för optioner, den binomiala modellen och Black & Scholes-modellen⁹². Den binomiala modellen förutsätter att det hela tiden finns två valmöjligheter för beslutsfattandet rörande den underliggande tillgången för optionen. Black & Scholes-modellen var första modell att erbjuda ett verktyg för värderingen av optioner, då den presenterades år

⁸⁷ Gunnelin (1996) s 15

⁸⁸ Damodaran (2002) s 88

⁸⁹ Ibid s 89

⁹⁰ Gunnelin (1996) s 15

⁹¹ Ibid (1996)

⁹² Damodaran (2002) s 96

1975 för värdering av finansiella optioner. Denna modell har även använts för värdering av reala optioner då de traditionella kapitalvärdesmetoderna har ansetts som otillräckliga. Problem vid praktisk användning av realoptionsteorin är dock att de reala tillgångarna som ligger till grund för optionerna ofta inte är likvida, det vill säga det finns ingen marknad för ännu ej genomförda investeringar, som till exempel uppförandet av en byggnad.⁹³

Reala optioner och dess teori bygger på två antaganden, att det finns en osäkerhet i investeringsbeslutet och att denna osäkerhet kan utnyttjas som flexibilitet. Värdet för optionen skapas i osäkerheten vid investeringsbeslutet huruvida investeringen innebär specifika eller irreversibla kostnader. Irreversibla kostnader är de som är specifika för den aktuella investeringen, det vill säga hur den tillgång som skapas av investeringen kan utnyttjas.⁹⁴ Det finns fyra faktorer som påverkar värdet av en option, nämligen⁹⁵:

- 1) Det aktuella priset på den underliggande tillgången, där ett högre pris ger ett högre värde på optionen
- 2) Variansen på den underliggande tillgången, där en större varians ger ett högre värde
- 3) Tid till inlösen för optionen, där en längre tid till inlösen skapar ett högre värde på optionen
- 4) Nivån på den riskfria räntan, där ökad ränta innebär ökat värde på optionen

För att på bästa sätt kunna utnyttja optioner vid investeringsbeslut är det viktigt att företag kan identifiera de olika optionerna.⁹⁶

⁹³ Gunnelin (1996) s 16

⁹⁴ Wihlborg (2005) s 105

⁹⁵ Gunnelin (1996) s 19

⁹⁶ Wihlborg (2005) s 107

6 Analys

Med utgångspunkt i den teoretiska referensram som presenterats ovan, samt de iakttagelser som gjorts vid den inledande kartlägningsstudien, ämnar kapitlet analysera kalkylmetodernas användning i de tre fallföretagen.

6.1 Inledning

Tidigare forskning samt vår förstudie visar att företag använder sig av flera olika bedömningsmetoder när de utvärderar olika investeringsalternativ. Såväl i enkätsvaren som i fallföretagen är det payback-metoden och kapitalvärdesmetoden som dominerar. Studierna av de tre fastighetsföretagen har visat att de finns många likheter dem emellan beträffande investeringsbedömning och resonemangen däromkring. Detta gör det meningsfullt och möjligt att analysen därför sker kollektivt för de tre företagen. I det fall det har uppmärksammats olikheter framgår detta. Fallföretagsstudien visar på att behovet av olika kalkylmetoder skapas av att det finns olika kategorier av investeringar.

6.2 Kategorisering av investeringar

De investeringar som observerats i de tre fallföretagen är i huvudsak av tre slag: förvärv, hyresgäst Anpassningar samt kostnadsbesparingar. En skiljelinje kan dras mellan det som litteraturen kallar beroende respektive oberoende investeringar. Oberoende investeringar är de förvärv och nybyggnationer av fastigheter som genomförs, investeringar som innebär en utökning av företagets fastighetsbestånd

och således faller under expansionsinvesteringar. Till följd av dessa investeringar följer så kallade beroende investeringar, i dessa företagens fall rör det sig dels om investeringar som genomförs för att anpassa befintliga fastigheter till nya hyresgäster samt investeringar i syfte att förlänga och upprätthålla fastigheters skick, med fastighetslitteraturens terminologi, ersättningsinvesteringar och kostnadsbesparande investeringar, eller rationaliseringsinvesteringar. Vår studie visar att de beroende investeringarna huvudsakligen bedöms med payback, då det oftast handlar om att finna den, ur likviditetssynpunkt, bästa lösningen. De oberoende investeringarna bedöms till stor del genom kapitalvärdesmetoden, vilket till skillnad från payback-metoden betonar lönsamhetsaspekten.

6.2.1 Kostnadsbesparing

Beträffande rena kostnadsbesparande investeringar, såsom byte av energisystem, används i samtliga tre företag enkel payback-metod. Det tas i dessa beräkningar ingen hänsyn till ränta, vilket måste betraktas som mindre betydelsefullt då återbetalningstiderna överlag är korta och därför räntans inverkan är liten. Företag (3) nämner att skälet till att de använder sig av payback vid kostnadsbesparingar är för att kunna rangordna projekten. Dessa investeringar karaktäriseras av att de är alltid väldigt lönsamma, de får tillbaks de investerade pengarna inom 3-5 år.

Vi undersökte även varför man inte använder sig av en mer avancerad metod vid bedömning av kostnadsbesparingar då det är möjligt att bedöma dem med kapitalvärdesmetoden, genom att kostnadsbesparingen ökar inbetalningsöverskottet. Ingen av företagen gjorde detta, dock nämnde företag (3) att det var en möjlighet.

Med hjälp av nomogrammet i teorikapitlet⁹⁷ undersöker vi vad den motsvarande kalkylräntan blir vid en typisk kostnadsbesparing, det vill säga vid beräkning med enkel payback. I exemplet tittar vi på värmepumpar. Vid byte av värmepump räknar företagen med en payback-tid på ca tre år. Överlag är livslängden av värmepumpar på ca 15 till 20 år men för enkelhets skull fall antas att den är tio år.

⁹⁷ Se avsnitt 5.2.2

Med payback på tre år och en egentlig livslängd på tio år motsvarar detta en kalkylränta på över 30 %.

6.2.2 Hyresgästanpassning

Inför en kontraktering av en ny hyresgäst kan det bli aktuellt med investeringar, oftast i form av diverse hyresgästanpassningar men ibland kan till och med hela förvärv bli aktuella. Hyresgästanpassningar görs för att anpassa lokalerna efter den presumtiva hyresgästens behov. Investeringar av sådant slag kan vara av olika natur, antingen högst specifika för den blivande hyresgästen, det vill säga utan något värde för andra potentiella hyresgäster, eller av mindre specifikt slag med ett andrahandsvärde för framtida hyresgäster.

Undersökningen av de tre företagen har visat att alla tre använder sig av kapitalvärdesmetoden med inslag av payback när det kommer till hyresgästanpassningar. I praktiken läggs kostnaden för investeringen ut över kontraktstiden. I och med det blir det en viss aspekt av payback, då företagen fokuserar på återbetalningstiden. Det handlar snarare om att försäkra sig om att kostnaden för investeringen tillskrivs rätt hyresgäst. En intressant fråga är vad som händer med hyran efter att en investering har blivit helt avskriven. Sänks den då eller fortsätter man ta samma hyra och på så vis ökar intäkten på den investeringen.

Resonemangen om hyresgästanpassningar stämmer väl överens med de tankegångar som litteraturen för fram kring begreppet tillgångsspecificitet. De investeringar som är av mer specifikt slag och riskerar att bli sunk costs, innebär nämligen en risk, varför förvaltare ofta reserverar sig gentemot specifika investeringar. I teorin talas det i samband med tillgångsspecificitet om att den risk som uppstår idealt sett bör bäras av de båda inblandade parterna, det vill säga både förvaltare och hyresgäst. Förvaltarna påpekade att specifika investeringar görs, men att risken som då uppstår i de flesta fall får bäras av hyresgästen, antingen genom att denne betalar investeringen direkt eller via en höjd hyra inom kontraktstiden. Det ensidiga riskbärande, som detta innebär, placerar förvaltaren i

en gynnsam förhandlingssituation medan hyresgästen å andra sidan hamnar i en ogynnsam sådan. I detta förhandlingsläge mellan de båda parterna finns en risk för opportunist, det vill säga där förvaltaren kan komma att utnyttja situationen till sin fördel och hyresgästen blir lidande.

I vissa fall kan det dock bli aktuellt att dela på risken vid en specifik investering. Ett exempel på en sådan situation kan vara om investeringen är mycket omfattande. I första hand försöker hyresvärden reglera denna kostnad via hyran, men det förutsätter att man lyckas teckna ett kontrakt över en längre tid. Om så inte är fallet kan en återbetalning via hyran komma att bli för stor att bära för hyresgästen. Förutsättningen för att en delning av risken ska komma att bli aktuell i ett sådant läge är att hyresgästen är en större aktör med stabil verksamhet.

Samtliga fallföretag utgår i detta fall från att aktören kommer att förlänga kontraktet, på grund av de anpassningar som gjorts, och bär därmed en del av risken. Till exempel om investeringskostnaden egentligen är återbetald om sju år, men man bara lyckas knyta ett femårskontrakt med hyresgästen, då kan det bli aktuellt för hyresvärden att bära den risken som de återstående två åren innebär innan hela investeringskostnaden är återbetald, eftersom hyresgästen anses vara så pass stabil att det kan antas att hyresgästen med största sannolikhet kommer att förlänga kontraktet. Det finns väldigt starka incitament för hyresgästen att förlänga kontraktet i och med att de redan har gjort avbetalningar på den specifika anpassningen och det skulle krävas mycket resurser att flytta. Men risken finns trots detta kvar, till dess att hyresgästen förlängt kontraktet. Detta skapar en enligt litteraturen ogynnsam obalans mellan de olika parterna då företaget blir beroende av att hyresgästen väljer att förlänga kontraktperioden, alternativt att hyresgäst Anpassningen är av ett slag som kan nyttjas även av andra hyresgäster.

Riskbärandet kan vara mer eller mindre snedfördelat, beroende på hur stor del av investeringskostnaden som hyresgästen förbinder sig att betala under kontraktstiden och hur stor del som hamnar utanför och därmed bärs av hyresvärden. Kvarstår en betydande del av investeringen att återbetala vid kontraktstidens slut är risken att den ena parten, det vill säga fastighetsföretaget, blir "locked-in" av hyresgästen och måste acceptera en, av denne krävd, lägre

hyra. Det förekommer dock även i vissa fall att hyresgästen själv betalar hela investeringen, och därmed blir inte hyresvärden ”locked-in”. Detta skulle dock innebära ett fullt risktagande för hyresgästen, det vill säga att hyresgästen oväntat kan komma att bli uppsagd av hyresvärden. Detta är sannolikt en av anledningarna bakom att denna typ av kostnadslösning är relativt ovanlig. Fallföretag (3) understryker att oavsett om hyresgästen får bära risken själv eller ej genom en reglerad hyra, så bär dock hyresvärden alltid en risk innan hela investeringsbeloppet är återbetalt. Av detta följer att det i praktiken fungerar så som teorin rekommenderar, det vill säga båda parter blir ”locked-in” i investeringen, vilket minskar risken för opportunist.

6.2.3 Fastighetsförvärv

Tidigare undersökningar har visat att olika typer av investeringar bedöms utifrån olika metoder beroende på den betydelse de har för företaget samt deras ekonomiska livslängd. I studien av fallföretagen ser vi att fastighetsförvärven och nybyggnationen av fastigheter, som är av i särklass störst betydelse, bedöms i samtliga tre företag genom kapitalvärdesmetoden, dock med tillägget att det inte bara är de rent kalkylmässiga resultaten som spelar roll i investeringsbeslutet. Företag (3) framhöll även betydelsen av att analysera ett potentiellt fastighetsförvärvs ingångsvärde och därefter bedöma det värde som investeringen skapar. Ingångsvärdet bestäms utifrån jämförbara transaktioner, den så kallade ortsprismetoden. Företag (3) säga sig nyttja kapitalvärdesmetoden för att bedöma ett förvärvs attraktivitet, med tillägg för andra aspekter som tidigare nämnts. Metoden förutsätter en av företaget fastslagen kalkylränta, något som företaget därför får antagas att ha men enligt egen utsago inte direkt använder. Resultatet av denna något tvetydiga inställning till kalkylräntan kan vara att denna inte hamnar på en korrekt nivå, på grund av att de osäkerheter och risker som ingår i kalkylräntan kvantifieras, och därigenom att kalkylen ger en missvisande bild över investerings lönsamhet. Istället för att tala om kalkylränta säger sig företag (3) använda ett avkastningskrav och genom detta fastställa en kalkylränta. Resonemanget med ett avkastningskrav återfinns också företag (2) i vilket begreppen kalkylränta respektive avkastningskrav inte helt hålls isär

definitionsmissigt. De tre företagens val att bedöma mera långsiktiga investeringar, så som förvärv och uppförande av nya fastigheter, med kapitalvärdesmetoden stämmer väl överens med det mönster som observerats genom tidigare undersökningar. Det är dock osäkert i vilken utsträckning det finns en medvetenhet i den differens i kravnivå som kapitalvärdesmetoden respektive payback-metoden faktiskt ställer. Saknas medvetenheten om att kravnivåerna mellan de olika metoderna skiftar finns det en risk att företagen dubbelkompenserar för eventuella lägre krav.

Renck och Tell konstaterar i sina studier att kalkylräntan i svenska företag är trögrörlig, det innebär att företagen inte ändrar den när till exempel låneräntan ändras. I vår studie av fallföretagen är så inte fallet. Detta kan ha två skäl dels att de investeringar som fastighetsbolagen genomför och som bedöms med kapitalvärdesmetoden, det vill säga förvärv, är del av deras affärsverksamhet och därmed besitter de större kunskap i ämnet och har lättare att sätta räntan. Dels då varje projekt är unikt i sin karaktär och det är fler faktorer som ska tas hänsyn till i kalkylräntan. Det är därför nödvändigt vid varje investering att fastställa en ny kalkylränta, utifrån den aktuella investeringens förutsättningar.

6.2.4 Jämförelse av de tre investeringsklasserna

I och med att investeringarna är så olika använder företagen olika metoder och differentierade krav. Vid till exempel en hyresgästanpassning handlar det om att företaget får nästan alltid får tillbaks sin investering innan kontraktstiden är slut. I de fall de inte får det, får de tillbaks resterande på nästa hyresgäst då investeringen gagnar dem också. Detta innebär att risken vid en hyresgästanpassning är näst intill obefintlig. Dock måste de flesta göras för att de ska tillfredställa kraven från hyresgästens sida. Som vi nämnt tidigare är de kostnadsbesparingar vi har sett alltid lönsamma, det innebär att risken är näst intill obefintlig i dessa investeringar också. Samtidigt som kraven på dem är väldigt höga. I praktiken använder företagen payback-metoden för att gallra bland flera investeringar snarare än att bedöma dem. De vet att investeringen är extremt lönsam och vill göra så många som möjligt men då det inte går att göra alla utifrån likviditets synpunkt vill de

göra den investering med snabbast återbetalningstid. Vid förvärv tillämpar företagen en kalkylränta på ca 7 till 10%, detta är väsentligt lägre än vad som tillämpas vid kostnadsbesparingarna. Samtidigt är risken för förvärv mycket större, till exempel vet inte företagen hur stor vakansgraden kommer vara. I teorin förespråkas det att kalkylkraven borde vara högre för de investeringar där risken är högst, vilket analysen visar inte är fallet i praktiken.

6.3 Andra aspekter än de kalkylmässiga spelar in

Alla tre företag menar att det inte bara är de kalkylmässiga aspekterna som bör iakttas vid ett investeringsbeslut, utan även de strategiska aspekterna, som inte kan vägas in i kalkylerna. Även enkätundersökningen visar på detta, då det av bortfallet var det flera, av de företag som valde att inte delta i enkäten, som inkom med motiveringar till varför de valde att avböja ett deltagande. Här kunde en viss tendens anas vad gällde anledningen bakom bortfallet i undersökningen. Motiveringarna pekade på att undersökningen ej täckte upp de aspekter som vägdes in vid investeringsbedömningsprocesserna. Då enkätundersökningen endast tog upp de rent kalkylmässiga aspekterna är det rimligt att anta att det var det strategiska perspektivet som saknades respondenterna. Detta faktum trycker ytterligare på strategins vikt vid investeringsbedömning.

Strategin föregår kalkylerna, och sorterar bort såväl lönsamma såsom olönsamma investeringar, om de potentiella investeringarna inte har någon strategisk attraktivitet. Detta hänger samman med teorin som säger att det är viktigt med en enig och solid strategi gentemot omvärlden, då det inger omvärlden en trygghet och säkerhet i vad företaget representerar och står för. Eftersom investerarna utgör en mycket viktig del i fallföretagens verksamhet och överlevnad, är medvetenheten vad gäller de signaler som sänds till såväl befintliga som potentiella investerare avgörande. Detta påpekas av alla tre fallföretag. Medvetenheten om företagsidentiteten, kommunikationen till omvärlden, blir speciellt viktig med tanke på att samtliga företag är aktiebolag och därmed har

som främsta uppgift att skapa värde för sina ägare tillika investerare, så kallat shareholder value.

Ovanstående resonemang ger att strategin utgör den första gallringen vid bedömningen av en potentiell investerings attraktivitet. När gallringen är avklarad använder företagen kalkyler för att i sin tur kontrollera att valda objekt är tillräckligt lönsamma. För återkoppling till teorin är det just detta Henri pekar på, nämligen kalkylers olika funktion i olika situationer. Det börjar med att företagen rationellt tar fram de strategiskt attraktiva investeringarna. Därefter görs kalkyleringen och som en svarsmaskin kontrollerar att investeringsalternativen, som är strategiskt attraktiva, även är lönsamma. För att slutligen ta ett rationellt beslut vilket kan ses som ett strategiskt beslutsfattande, där beslutsfattaren har flera alternativ och väljer det mest rationella utifrån fler perspektiv än just det som framgår av kalkylen. Intervjuerna tyder även på att företagen kan göra avkall på kraven om de anser att investeringen är strategiskt viktig, men bara undantagsvis eftersom det inte fungerar i längden att de sänker kravnivån då det skulle påverka resultatet för mycket.

6.4 Reala optioner

I ovanstående resonemang konstaterar vi att kalkyleringen bara är en del av bedömningsprocessen och lämnar den strategiska aspekten utanför. Vid kombinationen av strategi och mer teoretiska aspekter, i vårt fall kalkylering, föreslår teorin reala optioner som ett bra alternativ.

Den kritik som riktats mot de traditionella kalkylmetoderna går även att finna i de undersökta företagen, och möjligheten att skapa optioner och ta dessa i beaktande vid ett investeringsbeslut framstår som meningsfullt. Det finns dock i företagen en uttryckt önskan om att investeringskalkyleringen ska föregås av enkelhet och snabbhet, något som talar mot en användning av optioner, då dessa tidigare beskrivits och uppfattats som krångliga. För de stora och mycket betydelsefulla investeringarna som ett förvärv eller uppförande av en ny fastighet innebär, skulle

dock reala optioner mycket väl kunna på ett korrekt och långsiktigt strategiskt bra sätt kunna användas. Den stora fördelen för företagen att utnyttja reala optioner är att använda dem som en tankemodell för att på ett tydligare sätt kunna se framtida möjligheter och på det sättet bedöma en potentiell investering.

Litteraturen talar om de olika slags optioner för denna typ av valmöjlighet: timing-, densitets- samt användningsoption. Timingoptionen har som tidigare beskrivits att göra med beslut om när investeringen ska genomföras. Här kan det vara betydelsefullt för företagen att observera och bedöma den förestående konjunkturen. När det gäller densitetsoption, som anger den optimala investeringsvolymen, finns det all anledning för företagen att använda detta mått då hyresvakanserna anges som en av de större riskfaktorerna kopplade till investeringsbeslut. Detta kan bistå företagen i beslutet om hur stora och hur många lokaler som efterfrågas på marknaden. Ovan diskuterades riskerna med en alltför hög grad av hyresgästanpassning av lokalerna. För att gardera sig mot dessa risker, som förknippas med hyresgästanpassningar, kan resonemanget om användningsoptioner vara relevant.

7 Slutsatser

Forskningsfrågorna besvaras och en diskussion förs. Därefter följer förslag på fortsatta forskningsområden.

7.1 Forskningsfrågorna besvaras

Syftet med denna studie var att besvara de två forskningsfrågorna:

- Tidigare forskning visar att företag använder sig av olika kalkylmetoder inför potentiella investeringar. Ser det ut så även idag? Vad beror i sådana fall dessa skillnader i användning på?
- Täcker kalkylmetoderna upp de studerade fastighetsföretagens behov av att bedöma vilken investering som är mest attraktiv bland flera alternativ?

I linje med tidigare forskning fann vi att payback-metoden och kapitalvärdesmetoden fortsatt var de dominerande kalkylmetoder vid investeringsbedömning. Förklaringen till företagens kombinerade användning av de två metoderna fann vi vara att de olika typerna av investeringar som genomförts har olika syften och karaktär. Slutsatsen av detta är vikten av en tydlig kategorisering av investeringar. I de tre studerade fallföretagen utmärkte sig tre kategorier av investeringar: kostnadsbesparing, hyresgästanpassningar samt förvärv. I diskussionen nedan ges ett vidare resonemang kring dessa kategorier.

Studien av de tre fallföretagen visade att kalkylmetodernas betydelse och förmåga att motsvara företagens behov vid investeringsbedömning varierar med typen av

investering och den aktuella situationen. För de investeringar som var av sådan karaktär att de hade en väsentlig betydelse för företagets långsiktiga strategi fann vi att kalkylerna spelade en underordnad roll gentemot strategin. Fastighetsbolag ställs i många fall inför kapitalkrävande investeringar och är därigenom långtgående beroende av externa investerare, vilket vi fann som ett skäl till vikten av en tydlig strategi, som i vissa fall får större betydelse än resultaten av kalkylerna. Slutsatsen av detta är att kalkylmetoderna i vissa fall är otillräckliga vid investeringsbeslut. För att företagets behov av att även inkorporera det strategiska perspektivet ska kunna tillgodoses, fann vi att reala optioner och framförallt de bakomliggande resonemangen som de reala optionerna medför om dessa är relevanta och betydelsefulla.

7.2 Diskussion

Nedan följer en diskussion som ämnar att utifrån de resultat som studien givit presentera ytterligare iakttagelser som gjorts kring de ovan besvarade forskningsfrågorna.

Den första kategorin av investeringar, kostnadsbesparingar, bedömdes i samtliga fall med payback-metoden. I fallföretagen användes en relativt kort återbetalningstid som kravnivå. En återbetalningstid som i många fall långt understiger den investerade tillgångens livslängd. Mot bakgrund av detta och det faktum att risken är mycket låg, anser vi att payback-metodens högre kravnivå jämfört med kapitalvärdesmetoden ställer onödigt stränga krav på denna kategori av investeringar. För hyresvärden får detta faktum inga negativa konsekvenser, däremot kan hyresgästen belastas av en för hög kostnad under payback-tiden, som inte står i relation till investeringens verkliga livslängd.

I den andra kategorin av investeringar hittas hyresgästpassningar. Analysen visade att dessa investeringar ställde särskilda krav på företagets användning av kalkylmetoderna. Hyresgästpassningens grad av specificitet och hur detta tas i beaktande vid investeringsbeslutet visade sig i dessa fallföretag vara mycket

betydelsefullt. Finns en medvetenhet om detta har vi funnit att dessa investeringar betingar ett lågt riskmoment och därför inte orsakar några problem för fallföretagen.

I den tredje och sista kategorin av investeringar hittas förvärven. Det som litteraturen benämner oberoende investeringar motsvarade i de studerade fallföretagen de investeringar som betingade en större kapitalsatsning, nämligen förvärv. Förvärven bedömdes genom kapitalvärdesmetoden med tillägget att det måste finnas en överensstämmelse med den strategiska profil som företaget valt. Kalkylens roll i detta sammanhang ser vi som en kontroll i ett strategiskt beslutfattande. En iakttagelse som gjorts är att i motsats mot tidigare forskning omformulerades kalkylräntan för varje investeringsbeslut och var inte trögrörlig. Vi ser två anledningar till detta, dels är fastighetsbolagens förvärv ofta väldigt omfattande och betydelsefulla, dels finns det en unikhet i förvärven som omöjliggör en standardiserad kalkylränta.

Svårigheterna att i vissa fall kombinera de strategiska målen med de kalkylmässiga kravnivåerna kan i viss utsträckning avhjälpas genom nyttjande av reala optioner. För att det ska bli attraktivt för företag att utnyttja reala optioner vid ett investeringsbeslut måste dock användningen av dessa förenklas. Utvecklas de reala optionerna i den riktningen, tror vi, att företagen skulle kunna både bli mera konkurrenskraftiga på en krävande marknad och samtidigt kunna vara i fortsatt linje med sin långsiktiga strategiska positionering. Det bör dock tilläggas att vi i första hand ser fördelarna med reala optioner i hur de kan användas av företagen som tankemodell vid potentiella investeringar. Genom att nyttja de bakomliggande resonemangen om reala optionerna kan företagen se de framtida möjligheterna som skapas och därigenom bättre kunna bedöma en potentiell investering. Vi tror att detta skulle innebära en större riskmedvetenhet och säkrare riskfördelning mellan hyresgäst och hyresvärd och därigenom innebära lägre hyreskostnader. På så sätt blir fastighetsbolaget mera attraktivt för sina kunder och kan expandera sin verksamhet.

Sammanfattningsvis finner vi ett värde för fallföretagen att i framtiden kunna kombinera payback-metodens enkelhet med kapitalvärdesmetodens

hänsynstagande till flera viktiga faktorer. Vid en jämförelse mellan vår studie och tidigare forskning, ser vi dock inte det som tidigare forskning påvisat, nämligen att företag i allt högre utsträckning skulle använda mer avancerade kalkylmetoder.

7.3 Förslag till vidare forskning

Ett område som skulle vara intressant för fortsatt forskning är hur fastighetsföretag går till väga då de prioriterar mellan de olika investeringskategorierna. Vi har i denna studie sett att företags investeringar kan delas in i olika kategorier. Investeringarna har också olika betydelse för företaget. Vissa har större betydelse för den långsiktiga utvecklingen och vissa investeringar görs till följd av de tidigare, så kallade beroende investeringar. I detta sammanhang skulle det alltså vara av intresse att utröna hur, och i vilken utsträckning företag har möjlighet, att prioritera mellan dessa olika investeringskategorier.

Då vi funnit svårigheter i kombinationen av de strategiska målen och de rent kalkylmässiga resultaten föreslår vi att detta kan avhjälpas med användning av reala optioner. Syftet med denna studie är dock inte att exakt beskriva hur denna användning skulle kunna gå till. För en framtida studie skulle det därför kunna behandla hur reala optioner explicit används och utnyttjas i ett företag.

Den kartläggning av kalkylmetoder som utgör förstudien i denna undersökning har inga ambitioner av att vara heltäckande och giva några generaliserade slutsatser om företags investeringsbedömning. Syftet var istället att skapa en bild över de undersökta fallföretagens omgivning. Vi ser dock ett stort värde i att förlänga den tradition av forskning av svenska företags investeringsbedömningar som inleddes med Renck år 1966. Vår undersökning visar på tendenser på att den tidigare utvecklingen håller i sig med vissa avvikelser.

Denna studie kom att behandla hyresgästanpassningar som en av investeringskategorierna i fastighetsbolag. Dessa investeringar skulle visa sig inte

helt enkla att få en överblick av. En speciell intressant aspekt på hyresgästanpassningarna och något som skulle vara värdefullt att studera närmare är den riskfördelning som de förutsätter. Vidare vore det intressant att klarlägga vilken effekt denna riskfördelning får för respektive part.

Referenslista

Publicerat material

Metodlitteratur

Alvesson, M. & Sköldbberg, K., (1994), *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, Lund.

Bryman, A. & Bell, E., (2005), *Forskningsekonomiska forskningsmetoder*, Liber, Malmö.

Halvorsen, K., (1992), *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund.

Holme, I. M., (1997), *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund.

Jacobsen, D. I., (2002), *Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund.

Kvale, S., (1997), *Den kvantitativa forskningsintervjun*, Studentlitteratur, Lund.

Patel, R. & Davidsson, B., (2003), *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund.

Böcker

Alpenberg, J. & Karlsson, F., (2005), *Investeringar i mindre och medelstora tillverkande företag – drivkrafter, struktur, process och beslut*, Institutet för Ekonomisk Forskning Ekonomihögskolan, Lund.

Andersson B., (1994), *Investeringar och energianvändning*, BAS, Göteborg.

Beijrum, H. & Lundström, S., (1986), *Fastighetsekonomi – Hyresfastigheter*, VM Fastighetsekonomer AB, Stockholm.

- Bergknut, P., Elmgren-Warberg, J., Hentzel, M., (2007), *Investering i teori och praktik*, Studentlitteratur, Lund.
- Damodaran, A., (2002), *Investment valuation*, Wiley Finance, New York.
- Gunnelin, Å., (1996), *Värdering av Fastigheter Under Osäkerhet – Tillämning av optionsteori*, Institutionen Fastigheter och byggande, Avdelning Bygg- och fastighetsekonomi, Kungliga Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Honko, J., (1974), *Planering och kontroll av investeringar*, Bokförlaget Prisma, Stockholm.
- Ljung, B. & Högberg, O., (2002), *Investeringsbedömning – en introduktion*, Liber Ekonomi, Malmö.
- McGuinness, T., “Markets and Managerial Hierarchies”, In G. Thompson, et al. (Eds.), (1994), *Markets, Hierarchies and Networks*, Sage, London, England, s 66-81.
- Renck, O., (1966), *Investeringsbedömning i några svenska företag*, Nordstedt & Söners förlag Stockholm.
- Tell, B., (1978), *Investeringskalkylering i praktiken*, Studentlitteratur, Lund.
- Wihlborg, C., Risk, flexibilitet och reala optioner, från Sandahl, G., Sjögren, S. (red.), (2005), *Investeringsbeslut: En spegling av praxis och normer*, BAS, Göteborg, s 103-126.
- Yard, S., (1987), *Kalkyllogik och kalkylkrav – samband mellan teori och praktik vid kravställandet på investeringar I företag*, Lund Universitet Press, Lund.
- Yard, S., (2001), *Kalkyler för investeringar och verksamheter*, Studentlitteratur, Lund.

Artiklar

- Burchell, S., Clubb, C., Hopwood, A., & Hughes, J., (1980), "The roles of accounting in organizations and society", *Accounting, Organization and Society*, Vol 5 Iss 1, ss 5–27.
- Dixit, P., (1995), "The options approach to capital investments", *Harvard Business review*, Vol 73, Iss 3, ss 105-116.
- Hatch, M. J., & Schultz, M., (2002), "The dynamics of organizational identity", *Human Relations*, Vol 55, Iss 8, ss 989-1018.
- Henri, J-F., (2006), "Organizational culture and performance measurement systems", *Accounting, Organizations and Society*, Vol 31, Iss 1, ss 77-103.
- Jackson, S., (2007), "Market share is not enough: why strategic market positioning works", *Journal of Business Strategy*, Vol 28, Iss 1, ss 18-25.
- Lonsdale, C., (2001), "Locked-In to supplier dominance: on the dangers of asset specificity for the outsourcing decision", *The Journal of Supply Chain Management*, Vol 37, Iss 2, ss 22-27.
- McKenna, J., (1991), "What's your sign?", *Industry Week*, Vol 240, Iss 3, ss 27-28.
- Porter, M., (1996), "What is strategy?", *Harvard Business Review*, Vol 74, Issue 6, ss 61-79.
- Sandahl, G. & Sjögren, S., (2001), Capital Budgeting methods used in Swedish "top 500" group of companies – Alongitudal study of the state of art", School of Economics and Commercial Law, GU.
- Segelod, E., (2000), "A comparison of managers' perceptions of short-termism in Sweden and the U.S.", *International journal of production economics*, Vol 63, Iss , ss 243-254.
- Williamson, O. E., (1981), "The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes", *Journal of Economics Literature*, Vol 19, Iss 4), ss 1537-1568.

Publicerat material utan författare

”Rules for the construction and Maintenance of the OMX Nordic All-Share, List, Sector and Tradable Indices”, Version 1.0, (2006-10-02).

Elektroniska källor

Hemsida Fastighetsvärlden, *Yielden måste upp*, Björn Rundquist,
www.fastighetsvarlden.se, (2007-11-19).

Hemsida OMX, www.omx.se, (2007-10-22).

Hemsida Nordnet, www.nordnet.se, (2007-12-10).

Hemsida Statistiska Centralbyrån, www.scb.se, (2007-12-01).

Muntliga källor

Som ovan angivits, har källorna anonymiserats. Respondenten har i samtliga fall varit företagets ekonomi- och/eller finanschef.

Fallföretag (1)	Telefonintervju:	2007-11-20 kl.15.30 2007-12-13 kl.15.00 2008-01-07 kl 15.45
Fallföretag (2)	Personlig intervju: Telefonintervju:	2007-11-22 kl 14.00 2007-12-17 kl. 14.00 2008-01-07 kl. 16.00
Fallföretag (3)	Telefonintervju:	2007-11-29 kl. 14.30 2007-12-13 kl. 13.00 2008-01-08 kl. 10.00

9. Tar ni hänsyn till inflation i kalkyleringarna?

Ja

Nej

Varför/Varför inte: _____

10. Räknar ni i reala eller nominella värden?

Ja

Nej

11. Tar ni hänsyn till skatt i kalkyleringarna?

Ja

Nej

Varför/Varför inte: _____

Bilaga II

Intervjumall inför fallstudien

- Har ni specifika kalkylräntor i förhållande till den uppskattade graden av risk i varje nytt specifikt projekt?
- Hur konjunkturkänslig är fastighetsbranschen?
- Vilka faktorer väger ni in vid fastställandet av kalkylräntan? Varför väger de in? Hur vägs de in?
- Tar ni hänsyn till skatten i kalkylräntan? Varför/Varför inte?
- Tar ni hänsyn till inflationen i kalkylräntan? Varför/Varför inte?
- Hur ofta görs investeringar?
- Hur mycket investeras varje år och i vad investerar ni?
- Hur finansieras era investeringar?
- Genomför ni känslighetsanalyser? Varför genomför ni dessa? Hur genomförs de?

Bilaga III

Kompletterande intervjuer – Nr 1

- Hur kategoriserar ni in era investeringar?
- Från första intervjun förstod vi det som att ni använder er av olika kalkylmetoder vid olika klassindelning. Varför? Varför kassaflödesmodell vid förvärv? Vilka egenskaper är det som är bättre med kapitalvärdesmetoden gentemot payback-metoden?
- Vad ser ni för skillnader mellan payback och kapitalvärdesmetoden?
- Under första intervjun sa ni att det potentiella hyreskontraktet (tidshorisont, hyresgäst o.s.v.) på lokalen var det viktiga, för att en hyresgästanpassning skulle bli godkänd. Tar ni hänsyn till den potentiella förlängningen av hyreskontraktet efter kontraktstiden? Om ja, hur värderas den?

Exempel: Om ni gör en hyresgästanpassning i form utav en bassäng för till exempel ett babysimföretag med ett kontrakt på 10 år, och företaget flyttar även sitt kontor till lokalen. Företaget förknippas då med den lokalen, plus att de inte vill flytta för att det är ganska stor anpassning och vill troligen vara där i minst 20 år. Tar ni hänsyn till sådana faktorer. Ser ni till potentialen efter att kontraktet har gått ut? Och i så fall hur värderas detta?

- Vilken payback tid använder ni? Vem sätter den? Varierar den med projekten? Om den varierar, vilka faktorer är det som påverkar variationen?
- Är payback-tiden kopplad till livslängden på investeringen?

Bilaga IV

Kompletterande intervjuer - Nr 2

- Genomför ni fullt specifika investeringar, det vill säga investeringar utan andrahandsvärde? Varför/Varför inte?
- Hur stor del av era totala investeringar görs i specifika investeringar (utan andrahandsvärde) årligen?
- Vem får bära risken vid en specifik investering?
- Vad menar ni med att ni "delar på" risken med hyresgästen?
- Specifika investeringar, gäller detta bara hyresgästanpassningar eller kan det även omfatta om förvärv/nybyggnation?
- Hur stor del utgör er strategi vid investeringsbedömningar?
- Hur signalerar ni ert budskap till omvärlden?