



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH69

Examensarbete i redovisning på kandidatnivå

VT 17

Räntelägets påverkan på orealiserade värdeförändringar och dess effekt på redovisningen

En studie av svenska börsnoterade fastighetsbolag åren 2012–2016.

Författare:

Enok Landgren – 910914–0419

Gustav Almqvist – 920419–1150

Robin Jönsson – 931205–8192

Handledare: Peter W Jönsson

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Räntelägets påverkan på orealiserade värdeförändringar och dess effekt på redovisningen - En studie av svenska börsnoterade fastighetsbolag åren 2012–2016.

Seminariedatum: 2 juni 2017.

Ämne/kurs: FEKH69, Examensarbete i redovisnings på kandidatnivå, 15 högskolepoäng.

Författare: Enok Landgren, Gustav Almqvist & Robin Jönsson.

Handledare: Peter W Jönsson.

Nyckelord: Orealiserade värdeförändringar, ränta, verkligt värde, värdering, redovisningseffekt.

Syfte: Studien syftar till att undersöka vad som ligger till grund för svenska fastighetsbolags orealiserade värdeförändringar och dess effekt på redovisningen.

Metod: För att besvara studiens frågeställning har vi använt oss av en kvalitativ forskningsstrategi där vi har granskat fastighetsbolagens årsredovisningar för att få fram relevant data för att besvara studiens frågeställning. Vi har även genomfört intervjuer med personer involverade i fastighetsbranschen och värderingsfrågor. Studien har tendenser till en deduktiv ansats då vi har utgått och implementerat existerande teorier.

Teoretiska perspektiv: För att besvara studiens frågeställning har använt oss av intressentteorin, earnings management samt Modigliani och Millers teorem gällande bolags kapitalstruktur.

Empiri: Det empiriska materialet som ligger till grund för studien består av en granskning av tio svenska fastighetsbolags årsredovisningar mellan åren 2012–2016. Efter granskningen av fastighetsbolagens årsredovisningar genomfördes sex intervju varav fem fastighetsbolag och en extern värderare.

Resultat: Studien visar på att det inte går isolera en aspekt som påverkar de orealiserade värdeförändringarna. Detta scenario styrks av de orealiserade värdeförändringarna som härstammar från samma aspekter och antaganden som används vid värdering av förvaltningsfastigheter. Det finns dock parametrar som har större påverkan på de orealiserade värdeförändringarna än andra och räntan är en av dessa. Sammantaget är räntan en av de största omvärldsfaktorerna som påverkar fastighetsbranschens välmående. Aspekter som påverkas av ett förändrat ränteläge är exempelvis inverteringsviljan hos fastighetsbolagen som kan kopplas till marknadens utbud och efterfrågan, bolagets direktavkastningskrav och hyresnivåerna. Vidare diskuteras om de orealiserade värdeförändringarna används som ett verktyg för att minska fastighetsbolags volatilitet genom incomst smoothing, där man höjer sitt resultat genom värdetillväxt istället för tillväxt i kassaflöde och förvaltningsresultat. Denna diskussion mynnar ut i att det inte går att avgöra om det finns något dolt motiv vid värderingarna som skulle resultera i incomst smoothing. Det går därför inte att konstatera att incomst smoothing förekommer vid värderingarna men det går samtidigt inte att utesluta. Det vi däremot kan fastställa är att det finns en flexibilitet i redovisningens ramverk som öppnar upp för fastighetsbolagen att bemöta redovisning på mer än ett sätt vilket man bör ställa sig kritisk till.

Abstract

Title: The interest rate effect on unrealized changes in property value and its effect on the accounting - A study of Swedish listed real estate companies between 2012-2016.

Seminar date: June 2:nd, 2017.

Course: FEKH69, Bachelor thesis in business administration, 15 ECTS credits.

Authors: Enok Landgren, Gustav Almqvist & Robin Jönsson.

Advisor: Peter W Jönsson.

Key words: Unrealized changes in property value, interest rate, fair value, valuation and accounting effect.

Purpose: The purpose of this study is to investigate what's the basis for the unrealized changes in property value and its effect on the accounting.

Methodology: A qualitative study has been used to review and analyze useful data from annual reports of the real estate companies. We've also conducted interviews with individuals involved in the real estate industry and valuation issues. The study has a tendency towards a deductive approach as it is based on existing theories.

Theoretical framework: In order to answer the study's question, we have used the stakeholder theory, earnings management, and Modigliani and Millers theorem regarding the company's capital structure.

Empirical foundation: The empirical material underlying the study consist of a review of ten Swedish real estate companies' annual report between the years 2012-2016. After reviewing the real estate companies' annual reports, six interviews were conducted, of which five real estate companies and one external valuer.

Result: The study shows that it is not possible to isolate an aspect that affects the unrealized changes in value. This scenario is based on the fact that the unrealized changes in value derive from the same aspects and assumptions used for valuation of investment properties. However, there are parameters that have a greater impact on the unrealized changes in value than others and the interest rate is one of these. Overall, interest rates are one of the biggest external factors that affect the real estate's industry's well-being. Aspects that are influenced by a change in interest rates are, for example, the inverted willingness of real estate companies that can be linked to the market's supply and demand, the company's direct yield requirements and rental rates in the market as a result of a change in yield requirements. Further, it is discussed whether the unrealized changes in value are used as a tool to reduce real estate companies' volatility through incoming smoothing, raising their earnings through value growth instead of growth in cash flow and management results. This discussion suggests that it is not possible to determine if there is any hidden motives behind the values that would result in income smoothing. Therefore, it cannot be ensured that income smoothing occurs at the valuations, but it cannot be excluded either. What we can determine is that there is flexibility in the accounting framework that opens up for real estate companies to handle accounting in more than one way, which one should be critical of.

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Peter W Jönsson för sitt stora kunnande och konstruktiva kritik. Vi vill även tacka intervjupersonerna som valt att ställa upp i vår studie för sitt bidragande och för att de har delat med sig av sina kunskaper och erfarenheter.

Lund, 30/5-17.

Enok Landgren, Gustav Almqvist & Robin Jönsson.

Förkortningar

IAS - International Accounting Standards

IASB - International Accounting Standards Board

IASC - International Accounting Standards Committee

IFRS - International Financial Reporting Standards

FAR - Föreningen Auktoriserade Revisorer

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Problematisering	11
1.3 Syfte	13
1.4 Frågeställning	13
2. Metod	14
2.1 Forskningsstrategi	14
2.2 Datainsamling	14
2.2.1 Genomgång av årsredovisningar	14
2.2.2 Intervjumetod	15
2.3 Urval	15
2.4 Bearbetning av data	16
2.5 Metodkritik	16
3. Referensram	18
3.1 Värderingsteori	18
3.2 Värderingsmodeller	18
3.2.1 Ortsprismetoden	19
3.2.2 Nettokapitaliseringsmetoden	19
3.2.3 Räntabilitets- och kassaflödesmetoder	20
3.3 Fastighetsbolags kapitalstruktur	20
3.3.1 Kreditinstitut	20
3.3.2 Obligationer	21
3.3.3 Aktier	22
3.3.4 Ränteswap	23
3.4 Orealiserade och realiserade värdeförändringar	23
3.5 Penningpolitik	24
3.5.1 Reporäntan	24
3.5.1.1 Röntetak och räntegolv	24
3.5.2 Statsobligationer	25
4. Teori	26
4.1 Intressentteori	26
4.2 Earnings management	26
4.3 Modigliani & Millers kapitalstruktursteori	28
5. Empiri	29
5.1 Genomgång av årsredovisningar	30
5.1.1 Värderingsmetod	31
5.1.2 Intern, extern eller mixad värdering	31
5.1.3 Direktavkastning	32
5.1.4 Fastighetsbolagens kapitalstruktur	33
5.1.5 Orealiserade värdeförändringar	34
5.2 Redovisning av intervjuer	35
5.2.1 Värderingsmetod	35
5.2.2 Intern, extern eller mixad värdering	36
5.2.2.1 Risker eller möjligheter	36
5.2.3.1 Bedömningar och antaganden	39
5.2.4 Orealiserade värdeförändringar	40
5.2.4.1 Faktorer som påverkar orealiserade värdeförändringar	40
5.2.4.2 Orealiserade värdeförändringars risker och resultatpåverkan	41
5.2.5 Fastighetsbolagens kapitalstruktur	43

6. Analys	45
6.1 <i>Värderingsmetod och värdering</i>	45
6.1.1 Val av värderingsmetod	45
6.1.2 Antaganden och bedömningar	45
6.2 <i>Fastighetsbolagens kapitalstruktur</i>	47
6.2.1 Försiktighetsåtgärder för framtiden	48
6.3 <i>Orealiserade värdeförändringar</i>	48
7. Slutsats	51
7.1 <i>Återkoppling till studiens syfte och frågeställning</i>	51
7.2 <i>Hur påverkar ränteläget fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar?</i>	51
7.3 <i>Hur skiljer sig bedömningarna mellan fastighetsbolagen och vilka effekter får detta på orealiserade värdeförändringar?</i>	52
7.4 <i>Vad har orealiserade värdeförändringarna för konsekvenser på de redovisade resultaten i fastighetsbolag?</i>	53
7.5 <i>Diskussion</i>	54
7.6 <i>Förslag till fortsatt forskning</i>	55
Källförteckning	57
<i>Bilaga 1 – IASB/IAS 40/IFRS 13</i>	62
<i>Bilaga 2 - Orealiserade värdeförändringar</i>	65
<i>Bilaga 3 - Direktavkastningskrav</i>	69
<i>Bilaga 4 – Intervjuguider</i>	73

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Fastighetsbranschen är en av de branscher som varit mest ekonomiskt välmående under de senaste åren. Transaktionsrekorden har kontinuerligt slagits och 2016 blev det nya rekordåret med en transaktionsvolym på 210 miljarder kronor, en ökning med 40 procent från föregående år (Fastighetsnytt, 2017). En bidragande faktor till den positiva utvecklingen för fastighetsmarknaden är delvis de låga räntorna som ger fastighetsbolagen möjlighet att låna kapital till en låg kostnad vilket har trissat upp köpeskillingar på fastigheter och idag är det inte längre ovanligt med transaktioner för miljardbelopp. Även andra omvärldsfaktorer som exempelvis Storbritanniens utbrytande från EU och osäkerheten kring det amerikanska presidentvalet har bidragit till att fastigheter betraktats som ett klokt investeringsalternativ både för nationella och internationella investerare (Fastighetsnytt, 2016). Den i särklass största fastighetsaffären som någonsin har genomförts i Sverige inträffade under 2016 när Castellum förvärvade Norrporten för 26 miljarder kronor (Fastighetsvärlden, 2017).

Möjligheten att låna kapital till en låg kostnad styrs främst av reporäntan. Reporäntan justeras av Riksbanken och används för att styra ränteläget och är den ränta som banker kan låna eller placera till i Riksbanken under sju dagar (Riksbanken, 2017). Innebörden av detta är att reporäntan har en direkt påverkan på marknadsräntorna, exempelvis på rörliga bostadslån. Om den svenska ekonomin är på väg ner kan Riksbanken sänka reporäntan för att få fart på ekonomin igen genom ökad konsumtion. Effekterna som uppstår av en sänkt reporänta är att räntekostnaderna både för privatpersoner och företag blir lägre vilket bidrar till en ökad köpkraft för investeringar (SvD Näringsliv, 2015). En höjd reporänta bidrar till att kostnaderna för att låna kapital blir dyrare vilket resulterar i minskad konsumtion och investeringsvilja.

Utöver ränteläget, påverkas värdet på fastigheter även av en rad andra aspekter som exempelvis utbud och efterfrågan på den aktuella marknaden, vakansgrad och direktavkastningskrav (Fastighetsnomenklatur, 2015). Då värdet på fastigheter bland annat påverkas av utbud och efterfrågan är det därför betydelsefullt att skapa en bild av hur utbud och efterfrågan på fastigheter har förändrats med tiden.

Historiskt sett har fastighetsbranschen inte bara rosats utan även kantats av kriser. Under 1990–1993 uppstod en stor fastighets- och finanskris i Sverige där priset på kommersiella

fastigheter i storstadsområdena sjönk med 70–80 procent (Boksjö et al, 1994). Bakgrunden till krisen låg i att kreditinstitut lånade ut stora summor pengar till fastighetsbolag som inte klarade av sina betalningar när skattereformen trädde i kraft under 1990. Skattereformen innebar att avdragsrätten för räntor minskade från 50 procent till 30 procent vilket innebar att räntekostnaderna fördubblades för många fastighetsbolag. Under denna period gick närmare ett tusen fastighetsbolag i konkurs vilket ledde till att fastighetsbranschen omstrukturerades radikalt. Krisen nådde sitt slut under 1994 men det tog flera år innan priserna på fastigheter återhämtade sig (Finanstidningen, 2008).

Nästa stora kris inträffade 2007 i USA med en kraftigt övervärderad och överbelånad bostadsmarknad. Resultatet av detta blev en uppblåst fastighetsmarknad. Under 2008 sprack bostadsbubblan vilket resulterade i att de amerikanska bankerna saknade kapital att låna ut. När räntorna steg fick låntagarna svårt att betala räntekostnader och amorteringar till långivarna. Hushållens försämrade creditsituation ledde till ett kraftigt fall på huspriserna, något som förstärkte effekten (Finanshistoria, 2010). Kreditförlusterna som uppstod drabbade bankerna hårdast och 2008 kollapsade USA:s fjärde största bank, Lehman Brothers. Lehman Brothers kollaps påverkade även den globala marknaden då banken sålt vidare en stor del av fodringarna till internationella kreditgivare (Finanshistoria, 2010). När Lehman Brothers gick i konkurs omvandlades fodringarna till förluster för kreditgivarna, banker och kreditinstitut runt om i världen drabbades hårt av bankens kollaps (DN, 2008).

Tack vare de svenska bankernas restriktiva synsätt att låna ut mycket pengar, drabbades Sverige inte i lika stor utsträckning som andra länder av finanskrisen 2008. Det restriktiva synsättet kan relateras till bankernas erfarenhet från Sveriges finanskris i början på 90-talet (Riksbank, 2011). Då Sverige är ett litet land som är väldigt beroende av export, innebar det att svenska exportföretag med internationella kopplingar var de som drabbades hårdast av finanskrisen 2008. De internationella bankerna drabbades hårt av Lehman Brothers konkurs vilket ledde till en nerkyld importmarknad i stora delar av världen (Ekonomifakta, 2016).

Under slutet av 1994 fullbordades ännu en stor förändring i Sverige. Den 13 november 1994 genomfördes en folkomröstning om svenskt medlemskap i EU. Utfallet blev att 52,3 procent av rösterna var positivt inställda till ett medlemskap i EU och sedan 1 januari 1995 är Sverige en del av den europeiska unionen (Regeringen, 2015). Inom EU har medlemsländerna kontinuerligt arbetat med att ta fram gemensamma direktiv för hur diverse frågor ska

tillmötesgå. En av dessa frågor har varit hur redovisning skall bemötas inom unionen för ökad harmonisering och främjandet av handel på en gemensam marknad. Under 1999 påbörjade EU därför ett samarbete med IASC och implementerade deras IAS-standarder som en del av sin plan att skapa en enhetlig och harmoniserad redovisning (Marton et al, 2013). Under 2001 ombildades IASC till IASB och det nya framarbetade standarderna benämndes IFRS som kompletterades av IASC gamla standarder IAS. Den 19 juli 2002 beslutade Europaparlamentet och rådet att man antog tillämpning av internationella redovisningsstandarder som gemensamt direktiv för börsnoterade företag och koncerner. Införandet av den nya regleringen började gälla 1 januari 2005.

Som medlemsstat i EU innebar implementeringen av de nya redovisningsstandarderna förändringar för svenska börsnoterade bolag och koncerner. Innan införandet av de nya standarderna skulle de finansiella rapporterna för börsnoterade svenska bolag upprättas i enlighet med redovisningsrådets rekommendationer (Marton et al, 2013). Efter implementeringen av IFRS i Sverige 2005 var rekommendationerna inte längre tillämpbara. En betydande förändring och konsekvens som uppstod i enlighet med att IFRS implementerades i Sverige är att svenska fastighetsbolag kan vid värdering av förvaltningsfastigheter enligt IAS 40 använda sig av verkligt värde (IAS 40, p.31). Denna värdering har enligt tidigare ramverk i Sverige skett till anskaffningsvärdet (Shortidge et al, 2009). Syftet med införandet av IAS 40 som ny redovisningsstandard var att ange hur förvaltningsfastigheter skulle bedömas i redovisning och vilka upplysningar som krävdes för en korrekt värdering. En direkt reglering som uppstod vid införandet av IAS 40 var att fastighetsbolag enligt p. 35 ska redovisa förändringar som uppstår vid värdering av en förvaltningsfastighets verkliga värde (FAR, 2013). Dessa förändringar kallas även för orealiserade/realiserade värdeförändringar. Värdeförändringen redovisas i resultaträkningen för den period förändringen kan hänföras till (FAR, 2013). Förändringen fick även betydelse för balansräkningen då tillgångarnas redovisade värde ökar eller minskar i relation till värdeförändringarna.

Åtta år efter implementering infördes IFRS 13 av IASB. Syftet med IFRS 13 var att komplettera IAS 40 och skapa en mer homogen syn för vad verkligt värde är. IFRS 13 belyser vilka upplysningskrav som ska gälla och hur fastställandet av verkligt värde ska gå till på nationell och internationell nivå (Lorentzon, 2013). Ett antal år efter införandet av IFRS 13 konstaterades att det i praktiken inte är helt problemfritt att fastställa det verkliga värdet på en tillgång när transaktioner inte har ägt rum. Detta eftersom ingen med säkerhet kan veta vad det egentliga

värdet på tillgången är (Lorentzon, 2013). För att få en djupare förståelse för IASB, IAS 40 och IFRS 13 se bilaga 1.

1.2 Problematisering

Fastighetsbranschen har de senaste åren varit väldigt transaktionsintensiv där försäljningsrekord, både för enskilda affärer och totalt sett, har slagits år efter år. En bidragande faktor till den positiva utvecklingen för fastighetsmarknaden tros ligga i de låga räntorna som ger fastighetsbolagen möjlighet att låna kapital till en låg kostnad, samtidigt som osäkerheten för andra investeringsalternativ inte betraktas som lika säkra (Fastighetsnytt, 2015). Reporäntan befinner sig just nu på en historiskt låg nivå på -0,50 procent (Riksbanken, 2017). Då reporäntan har en direkt påverkan på bankernas utlåningsränta ger detta fastighetsbolagen en lägre ränta för lånat kapital vilket resulterar i att priserna stiger och medför ökade värden på fastigheter (Riksbanken, 2017). De värddeförändringar som uppstår har stor betydelse för många företags redovisning, då både resultat- och balansräkning påverkas av värddeförändringarna, vilket även får betydelse för företagens redovisade resultat (Lorentzon, 2013). Svenska fastighetsbolag är ett exempel på företag där värddeförändringarna har stor inverkan, detta då fastighetsbolagens balansräkningar till stor del utgörs av förvaltningsfastigheter vilka betraktas som väldigt kapitaltunga tillgångar. Små värddeförändringar på kapitaltunga tillgångar leder till stor inverkan på företagets redovisade resultat. Förändringar i verkligt värde på förvaltningsfastigheter har därför stor betydelse för redovisningen i fastighetsbolag (Lorentzon, 2013).

Införandet av IFRS har medfört ett antal redovisningsproblem för fastighetsbranschen. Efter implementeringen av IFRS 13 och IAS 40 har värdering till verkligt värde ersatt anskaffningsvärdemetoden som redovisningsmetod för förvaltningsfastigheter, detta för att öka relevansen och jämförbarheten i redovisningen (Shortidge et al, 2009). Redovisning till verkligt värde definieras i IFRS 13 som:

”Det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid en överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer”.

Lorentzon (2011) visar på att de flesta börsnoterade fastighetsbolagen värderar sina förvaltningsfastigheter till verkligt värde och påvisar även att värdering till verkligt värde innehåller antaganden och bedömningar, vilket i sin tur ställer stora krav på företagen.

Att redovisa en fastighets verkliga värde är därför inte helt okomplicerat då de antaganden som görs baseras på uppskattningar och bedömningar om framtiden samt vilka eventuella hot och möjligheter som kan uppkomma. Vidare finns det inget krav på att värderingen ska utföras av en extern part utan företagen kan välja att värdera i egen regi, något som resulterar i att det finns viss risk för manipulativa resultat. Nellessen & Zuelch (2010) belyser denna problematik då fastighetsbolag enligt IAS 40 och IFRS 13 ska redovisa de årliga värdeförändringar som uppkommer i resultaträkningen, oavsett om det är orealiserade- eller realiserade. Detta scenario har kritiserats då det kan ge missvisande verksamhetsresultat, vilket leder till att den finansiella situationen som företaget befinner sig i förvrängs. Detta stärks genom en studie som grundas på 24 fastighetsbolags orealiserade värdeförändringar mellan åren 2005–2012 av Lorentzon, (2013). Studiens resultat visade att i 16 av 24 företag utgjorde orealiserade värdeförändringar på förvaltningsfastigheter 50 procent eller mer av företagets redovisade resultat (Lorentzon, 2013).

Kritiken och åsikterna om värdering till verkligt värde för förvaltningsfastigheter har varit många. Nordlund (2008) menar på att verkligt värde för förvaltningsfastigheter är ett hypotetiskt värde som bygger på olika antagande och bedömningar för tillgången och relaterar detta till att det finns en osäkerhet i bedömningen. Enligt Sayther (2004) skapar värdering till verkligt värde en förhöjd risk för både medvetna och omedvetna fel i bedömning, detta till följd av de uppskattningar och antagande värdet bygger på. Webinger (2012) menar även att beräkningen av det verkliga värdet får betydande differenser beroende på vilka antagande värdet bygger på, oavsett om det är stora eller små skillnader i antagandena.

Fastighetsbranschens expansiva utveckling med stigande försäljningspriser och ökade krav på relevans och jämförbarhet i värderingen från intressenter ställer höga krav på redovisningen av förvaltningsfastigheter i enlighet med IAS 40 och IFRS 13. Problematiken och oklarheten kring värdering till verkligt värde grundar sig i vilka bedömningar och antaganden som ligger till grund för värderingen samt att värderingsprocessen skiljer sig åt mellan olika företag (Webinger, 2012). Då värdering i stor utsträckning påverkas av bedömningar och antaganden, ställs därför stora krav på fastighetsbolagens förmåga att bedöma framtiden, förutsatt att fastighetsvärderingarna sköts internt. Antaganden och bedömningar som visar sig vara felaktiga och påverkar värdeförändringarna i stor grad, riskerar därför att ge en osäker bild för ekonomiska beslut. Det är därför intressant att undersöka hur orealiserade värdeförändringarna påverkar fastighetsbolagens redovisade resultat och om de orealiserade värdeförändringarna

riskerar att leda till missvisande resultat bidrar till en osäker grund för ekonomiskt beslutsfattande.

1.3 Syfte

Studien syftar till att undersöka vad som ligger till grund för svenska fastighetsbolags orealiserade värdeförändringar samt dess påverkan på redovisningen.

1.4 Frågeställning

Uppsatsen syftar till att besvara följande frågeställning:

- Hur påverkar ränteläget fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar?
- Hur skiljer sig bedömningarna mellan fastighetsbolagen och vilka effekter får detta på orealiserade värdeförändringar?
- Vad har orealiserade värdeförändringarna för konsekvenser på de redovisade resultaten i fastighetsbolag?

2. Metod

2.1 Forskningsstrategi

För att uppnå studiens syfte och kunna besvara frågeställningen har författarna valt en kvalitativ metod som kommer bestå av intervjuer. Val av strategi som beaktats under studiens gång har följts utav ett deduktivt förhållningssätt där vi valt att applicera befintliga teorier på vårt insamlade empiriska material. Teorin har skapat en förståelse för det specifika fallet och väglett oss genom studien.

2.2 Datainsamling

För att samla in data samt för att kunna besvara studiens frågeställning gjordes en granskning av de utvalda fastighetsbolagens årsredovisningar samt intervjuer med representanter från fastighetsbolag och externa värderare.

2.2.1 Genomgång av årsredovisningar

Det första steget i vår empiriska studie var att granska de utvalda fastighetsbolagens årsredovisningar mellan åren 2012–2016. Vid insamling av årsredovisningar användes respektive företags hemsida för att öka reliabiliteten i studien. Efter granskning av årsredovisningarna från fastighetsbolagen som är noterade på Stockholmsbörsens large- och midcap-listor har vi valt ut tio stycken noterade bolag att analysera. Urvalet av företag grundar sig i att bolagen har förvaltningsfastigheter som huvudsaklig sysselsättning samt att det går att studera bolagens orealiserade värdeförändringar på ett tydligt sätt. Vidare har urvalet av bolag gjorts utifrån att de ger en bra geografisk- och storleksspridning. De tio valda bolagen presenteras nedan i tabell 1.

Tabell 1, Sammanställning av utvalda fastighetsbolag och deras redovisade värde för förvaltningsfastigheter i Mkr 2016.

Fastighetsbolag	Förvaltningsfastigheter Mkr (2016)
Atrium Ljungberg	36 054
Castellum	70 757
Diös	13 683
Heimstaden	26 330
Hufvudstaden	36 517
Klövern	39 234
Kungsleden	29 169
Platzer	13 614
Victoria Park	12 301
Wihlborgs	32 755

Efter urvalet av fastighetsbolag började vi samla in användbar data. För att ge en överskådlig blick av de material som vi valt att använda oss av strukturerade vi upp det efter företag, år och data som ligger till grund för studiens syfte i dataprogrammet Excel. De olika parametrarna vi undersökte i bolagens årsredovisningar var:

- Vilken värderingsmetod företaget använder sig av vid värdering till verkligt värde.
- Använder sig företaget av en intern, extern eller en kombination av de två för att bilda en mixad värdering.
- Granskning av bolagens direktavkastning och kapitalstruktur.
- Utveckling av bolagens orealiserade värdoförändringar mellan åren 2012–2016.

2.2.2 Intervjumetod

Utöver genomgång av årsredovisningar, omfattas studiens empiriska del även av sex intervjuer med representanter från fastighetsbolag samt värderingsbolag. Av studiens sex intervjuer utfördes tre av intervjuerna via telefon på grund av intervjupersonernas geografiska spridning. Beroende på grad av struktur i intervjun kan varje intervju ses som unik. Strukturen avgörs huvudsakligen utifrån vilka frågor som ställs och hur riktade eller specifika de är (Gillham, 2008). Den empiriska studien har genomförts i form av en kvalitativ intervjustudie med semistrukturerad karaktär. Valet av att använda semistrukturerad karaktär grundar sig i att ge representanterna möjligheten att ge öppna svar utan att bli styrda då man använder sig av större frågeområden istället för många detaljerade frågor (Björklund & Paulsson, 2012). Detta bidrar till ett mer flytande samtal mellan representanten och intervjuaren. Under intervjuerna har en intervjuguide använts som innehåller en lista över de specifika ämnen som behandlats, detta för att ge intervjupersonen frihet att forma sina svar på sitt eget sätt (Bryman & Bell, 2013). Följdfrågor kommer att ställas då det anses vara motiverat.

2.3 Urval

På grund av begränsad tid har författarna aktivt gjort ett urval för genomförandet av studien. Studien kommer därmed endast undersöka svenska börsnoterade fastighetsbolag med förvaltningsfastigheter. Detta urval resulterar i att samtliga företag i empirin är förpliktade att använda IFRS och i förlängningen även IAS 40. Författarna har valt ut tio börsnoterade fastighetsbolag med en tilltalande geografisk spridning och med olika förutsättningar gällande fastighetsinnehav i syfte att skapa en heltäckande bild av forskningsområdet för studien.

Bolagens årsredovisningar kommer att granskas vilket kommer ligga till grund för dokumentstudien som redovisas i empiriavsnittet. Data presenterad i empirikapitlet har avgränsats till en femårsperiod och sträcker sig mellan åren 2012–2016. Författarna har valt att endast undersöka fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar och tar därför inte hänsyn till eventuella realiserade värdeförändringar i årsredovisningarna.

2.4 Bearbetning av data

Vid genomförande av samtliga intervjuer valde författarna att spela in samtalen, detta för att underlätta bearbetningen av materialet och för att under intervjun att skulle kunna genomföras på bästa sätt. Bearbetning av materialet genomfördes genom noggrann transkribering från respektive intervju, något som underlättades av att vi under intervjuerna spelat in samtalen. Genom diskussion och granskning av det bearbetade materialet från intervjuerna samt genomgång av studerade företags årsredovisningar, kunde författarna välja ut relevant information och data för studien. Urvalet av relevant information och data presenteras i empirikapitlet samt analyseras i analyskapitlet med hjälp av relevanta teorier för studiens syfte. Till sist presenteras studiens slutsats genom att besvara studiens frågeställningar i avsnittet slutsats.

2.5 Metodkritik

I följande kapitel presenteras hur studiens resultat kan ha påverkats av författarnas val av metod. Detta presenteras genom en beskrivning av studiens reliabilitet och validitet.

2.5.1 Reliabilitet

Reliabilitet beskriver hur pass tillförlitlig den insamlade informationen är, det vill säga hur stor möjlighet det finns att få ut samma resultat ifall undersökningen skulle upprepas vid liknande omständigheter. Det är viktigt att kritiskt granska den informationen som samlas in vid utförande av akademiska texter (Björklund & Paulsson, 2012). All data som samlades in ifrån företagens årsredovisningar har skett manuellt, därav finns det en risk att fel uppstår på grund av den mänskliga faktorn. Därför har samma undersökning av valda årsredovisningar skett utav samtliga författare, där sedan en jämförelse har skett mellan vår informationsinsamling som en åtgärd för att stärka studiens validitet. Alla intervjuer har noga dokumenterats och för att få så stor trovärdighet som möjligt har respondenter valts som ansetts mest lämpade för studiens syfte. Vid varje intervjutillfälle har samtliga författare varit närvarande och vem som skulle

ställa vilka frågor bestämdes i förväg. För att minimera eventuella frågetecken skickade vi ut intervjufrågorna före intervjutillfället för att ge respondenterna chansen att tänka igenom sina svar och förbereda sig inför intervjun. Efter sammanställning av intervjuerna gick samtliga författare igenom materialet för att säkerhetsställa att alla hade fått samma uppfattning. För att öka reliabiliteten ytterligare hade det varit att föredra ifall samtliga företag som studerats intervjuats. Dessvärre fick vi avslag och uteblivna svar från fem företag, och därav fick vi förhålla oss till de resterande fem fastighetsföretag och en extern värderare.

2.5.2 Validitet

Validiteten i studien visar i vilken grad författarna verkligen mäter eller beskriver det som har varit avsatt att mätas eller beskrivas i studien (Björklund & Paulsson, 2012). Vi har under studiens gång lagt vikt på att diskutera och definiera begrepp som ansetts viktiga för studien. Samtliga respondenter från intervjuerna har valts för att de ansågs vara bäst lämpade för vår studie. För att få ut så mycket användbar information som möjligt från intervjuerna har vi varit noga med att koppla intervjufrågorna till studiens frågeställning och syfte. Ytterligare har alla respondenter fått läsa igenom transkriberingen av intervjun i syfte att minimera feltolkningar.

3. Referensram

3.1 Värderingsteori

Beroende på vad som värderas skiljer sig de prispåverkande faktorerna. För fastigheter finns det vanligtvis fem olika förutsättningar som bör uppfyllas för att få fram ett värde. För det första behövs ett behov utav fastigheten vilket uppfylls genom användning utav fastigheten. En ytterligare faktor är nytta som uppstår då fastigheten ägs eller disponeras. Fastigheten måste sedan vara möjlig att disponera av de som äger fastigheten och även vara möjlig att överlåta. Till sist krävs ett begränsat utbud utav fastigheter som är jämförbara med varandra för att ett värde och en efterfrågan ska uppstå. Värde är ett begrepp som anses väldigt relativt. Funktionen som värderingsteorin ska uppfylla är att få det filosofiska tankesättet mer precist och konkret och därav få värdeteorin och värderingsmetoderna mer sammanknutna. En värdering blir aktuell vid två tillfällen, vilka är överlåtelssituationer och innehavarsituationer. (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008)

Marknadsvärde är ett centralt värdebegrepp som definieras som det värde marknaden anser vara rimligt för fastigheten. Detta beskriver i sin tur det mest sannolika priset som betalas vid en eventuell försäljning på en öppen och fri marknad, utan tvång och partsrelationer med lagom marknadsföringstid (Lind, 1998). Begreppen pris och marknadsvärde kan därmed kopplas samman och ibland upplevas som identiska. Till skillnad mot marknadsvärdet beskriver priset ett resultat av en faktisk observation på marknaden medan marknadsvärdet utgör det mest sannolika priset vid en eventuell försäljning. Innan ett pris fastställs eller betalas kommer flertalet faktorer och förhållanden påverka marknadens betalningsvilja (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Ytterligare ett begrepp som bör beaktas när man diskuterar värdebegrepp är verkligt värde. Verkligt värde ska likt marknadsvärdet spegla det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer, ett så kallat exit price (FAR, 2013). Detta scenario kan leda till begreppsförvirring gällande om verkligt värde och marknadsvärde beskriver samma eller två olika värden.

3.2 Värderingsmodeller

Värdering av fastigheter kan generellt sätt ske utifrån tre olika metoder: ortsprismetoder, avkastningskalkylbaserade metoder och produktionskostnadsmetoder. Val av metod sker oftast

utifrån tillgänglig data men även personliga preferenser och tradition spelar en betydande roll. De olika metoderna är mer eller mindre lämpade beroende på vilket ändamål som åsyftas. Därav bör fler metoder användas för att kunna ge en mer säker värdebedömning, främst gäller detta värdering av större fastigheter såsom flerbostadshus, kommersiella- eller industrifastigheter (Fastighetsnomenklatur, 2015). Efter granskning av fastighetsbolagens årsredovisningar framgår det att de metoder som används är ortspris- och avkastningskalkylbaserade metoder och därmed kommer endast en presentation av nämnda metoder förklaras nedan.

3.2.1 Ortsprismetoden

Ortsprismetoden baseras på marknadsanalyser av sålda fastigheter. Värdebedömningen kommer på så sätt ske utifrån likartade fastigheter vilka används som jämförelseobjekt. Storleken av relevant data har stor betydelse för resultatets kvalitet, vilket sålunda kan bli ett problem då alla fastigheter är unika. Därav kan antalet observationer anses vara väldigt lågt, något som leder till ett missvisande resultat. En god värdebedömning kräver därför mer än bara en statistisk analys, även en stor insikt i fastighetsmarknaden, dess funktion och utveckling behövs (Fastighetsnomenklatur, 2015).

Det finns två metoder inom ortsprismetoden: direkt och indirekt metod. Direkt metod är baserad på faktiska redovisade transaktioner av liknande och jämförbara fastigheter. Arbetssättet ser ut som följande: först ska en marknad definieras, därefter framtagning av jämförelseobjekt och information om objekten, för att sedan bearbeta, analysera och tolka materialet. Efter genomförd värdebedömning ska osäkerheten och risken bedömas. Den indirekta metoden är baserad på nyckeltalsmatriser och är en enkel och snabb metod som därför blivit väldigt populär. Nyckeltal som används kan bland annat vara pris per kvadratmeter eller direktavkastning (Fastighetsnomenklatur, 2015).

3.2.2 Nettokapitaliseringsmetoden

Inom den direkta ortsprismetoden finns olika varianter, där nettokapitaliseringsmetoden är en metod som baseras på ett framräknat driftnetto, vilket relateras med nettokapitaliseringsprocent som även kallas direktavkastning (Fastighetsnomenklatur, 2015):

$$\text{Nettokapitaliseringsmetoden: } \text{Driftnetto} / \text{Nettokapitaliseringsprocent} = \text{Bedömt värde.}$$

Först räknas en nettokapitaliseringsprocent fram. Detta är driftnettot dividerat med köpeskillingen, där hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader beräknar driftnettot. Denna beräkning görs på flertalet objekt som bör vara så lika värderingsobjektet som möjligt för att uppnå bästa resultat. Jämförelsernas resultat ska sedan räknas ihop för att bilda ett snitt för nettokapitaliseringsprocent som sedan ska användas i värderingen. Ett framräknat driftnetto för värderingsobjektet ska sedan divideras med nettokapitaliseringsprocenten vilket ger det bedömda värdet på objektet (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

3.2.3 Räntabilitets- och kassaflödesmetoder

Både räntabilitets- och kassaflödesmetoder är uppbyggda utifrån en nusummeberäkning av årliga driftnetton under en bestämd kalkylperiod och ett restvärde som nuvärdesberäknats vid kalkylperiodens slut. En tidshorisont och ett restvärde krävs för att fastställa en beräkning. I Sverige fastställs kalkylperioden oftast till mellan fem–tio år tillsammans med en evighetskapitalisering (Fastighetsnomenklatur, 2015).

Lind (2004) menar på att kassaflödesmetoden är den bästa metoden vid värdering av kommersiella fastigheter eftersom hänsyn till flera faktorer inkluderas i beräkningen. Uppgifter såsom intäkter och utgifter, kalkylränta och inflation ingår i beräkningen, men även bedömningar gällande vakanser och marknadshyror är av betydelse. Vad som talar emot kassaflödesmetoden är att all data som behövs inte går att få tag på ifrån marknaden. Därav går det genom avkastningsmetoden få ut den data som krävs, genom att observera transaktioner och andra företag, vilket är en mer direkt marknadsrelaterad metod som framförallt används internationellt (Fastighetsnomenklatur, 2015).

3.3 Fastighetsbolags kapitalstruktur

Kapitalstrukturen omfattas av förhållandet mellan företagets eget kapital och dess skulder (Reddy et al, 2013). För att uppnå en optimal kapitalstruktur finns det fler olika finansieringssätt att anamma men enligt Reddy et al (2013) är det nödvändigt att företag väljer de finansieringsalternativ som maximerar företagets totala värde. Nedan följer en genomgång av finansieringsmöjligheter för svenska fastighetsbolag.

3.3.1 Kreditinstitut

Historiskt sett har finansiering inom den svenska fastighetssektorn skett på traditionellt vis genom skuldfinansiering hos kreditinstitut som exempelvis banker. Valet av bank hos svenska

fastighetsbolag har till stor del hållit sig inom landets gränser men har på senare år även spridit sig till utländska banker då utländska investerare funnit den svenska fastighetsmarknaden som ett attraktivt investeringsalternativ. Utlåning till fastighetsbolag har kommit att representera en betydande del av bankernas utlåning (Finansinspektionen, 2009). Traditionell kreditgivning via bank sker genom att banken upplåter en bestämd summa till fastighetsbolaget, vilket gör att ett skuldförhållande uppkommer mellan banken som är kreditgivare och fastighetsbolaget som är kredittagare (Fastighetsnomenklatur, 2015).

Kreditbeviljandet till fastighetsbolag hos de svenska storbankerna sker nästintill uteslutande med säkerhet i den fastighet eller de fastigheter som krediten berör (Fastighetsnomenklatur, 2015). Den vanligaste säkerheten som lämnas är ett pantbrev i fastigheten och fastighetsbolaget överlåter pantbrevet som en del av avtalet till banken. Under 2009 uppgick enligt Finansinspektionen (2009) 290 miljarder kronor av bankernas utlåning av säkerhet i pantbrev. Pantbrevets innebörd är att banken får företräde till utbetalning om fastigheten under några omständigheter skulle säljas vid exekutiv försäljningen. Andra säkerhetsmedel är skuldebrev, aktier och företagsinteckningar (Finansinspektionen, 2009). Vid större fastighetstransaktioner, där det kan handla om fastighetsportföljer till höga köpeskillingar har det blivit vanligare att man använder sig av aktier och skuldebrev som säkerhet (Finansinspektionen, 2009). Detta grundar sig bland annat i den kostnad om två procent som uppstår när företag tar ut ett nytt pantbrev. Större krediter ges även oftast en fast löptid.

Till följd av höga köpeskillingar och försäljning av fastighetsportföljer är det inte ovanligt att lånevolymen är så stor att en enskild bank inte vill ansvara för risken på egen hand. Fastighetsbolaget kan då använda sig av lånesyndikering som innebär att flera banker utgör en kreditgivare och delar på lånet till samma villkor (Swedbank, 2017). Detta innebär att risken fördelas utifrån hur stor andel av lånevolymen den enskilda banken står för. Vidare kommer ingen av de involverade bankerna att ha ett bättre förmånrättsligt läge än de andra, vilket innebär att ingen bank har företräde vid utbetalning efter konkurs eller utmätning (Swedbank, 2017).

3.3.2 Obligationer

En obligation är en räntebärande skuld, likt ett traditionellt banklån, och är ett alternativ för företag att öka sitt kapital. Obligationer ges ut genom att ett företag köper en obligation och lånar i samband med detta ut pengar till företaget som ger ut obligationen (Swedbank, 2013).

Företagsobligationsmarknaden är i Sverige fortfarande relativt begränsad och befinner sig fortfarande under utveckling.

Obligationer har på senare år blivit en allt vanligare finansieringsmetod i större affärer (Fastighetsnomenklatur, 2015). Syftet med att använda obligationer som finansieringsmetod är för att minska företagets egna insats samtidigt som hävstångseffekten för investeringen ökar genom att byta ut delar av det egna kapitalet mot ett topplån av obligationer (Fastighetsnomenklatur, 2015). Obligationslån har vanligtvis en löptid på 5 år med en föravtalad ränta. Det finns två typer av obligationer, säkerställda och icke-säkerställda. Säkerställda obligationer har oftast en underliggande tillgång, till exempel en fastighet, där säkerheten för obligationslånet förankras vanligtvis i pantbrev i fastigheten som även kan kompletteras ytterligare med exempelvis säkerhet i pantsatta aktier. Säkerställda obligationer ses som mindre riskfyllda än icke-säkerställda.

Istället för att handla med vanliga obligationer kan fastighetsbolag välja gröna obligationer. Gröna obligationer grundar sig i samma finansiella villkor som vid sedvanliga lån och obligationer men dock ska projektet som ska finansieras av obligationen tvetydigt vara en grön investering (SEB, 2017). Ett sådant projekt kan exempelvis vara gröna fastigheter eller projekt där man använder sig av förnyelsebar energi. Gröna obligationer syftar till att öka investeringsviljan i hållbara projekt i kombination med bra finansiering (SEB, 2017).

3.3.3 Aktier

I ett bolag kan det finnas olika typer av aktier som besitter olika värden. Det kan finnas aktier med olika röstvärden som vanligtvis benämns A- och B-aktier, vidare finns även stam-och preferensaktier som relateras till bolagets utdelning och tillgångar. Vanligtvis har A-aktier högre röstvärde än B-aktier. (Prytz & Tamm, 1995)

Samma scenario speglar sig i förhållandet mellan preferensaktier och stamaktier där preferensaktierna har företrädesrätt till utdelning eller vid konkurs. Dock är stamaktien den vanligaste aktietypen ett bolag ger ut när de noters på börsen. Stamaktier ger inte rätt till utdelningen men kan få ta del av den utdelning som företaget väljer att dela ut från sitt överskott. Svenska preferensaktier har oftast en begränsad rösträtt vilket gör att stamaktieägarna av bolaget behåller en större del av sin kontroll på bolaget än om företaget hade emitterat stamkapital. Stamaktien har till skillnad från preferensaktien inte rätt till en förutbestäm

utdelning om utdelning ska ske till stamaktieägarna. Denna utdelning varierar år från år. (Prytz & Tamm, 1995)

3.3.4 Ränteswap

En ränteswap är ett finansiellt instrument som innebär att två parter, fastighetsbolaget och kreditgivaren, avtalar om att byta ränteflöden under en bestämd tid (Marton et al, 2012). Parterna som är delaktiga i en swap är bundna till överenskommelsen och kan inte frånträda avtalet. I en ränteswap byts ett fast ränteflöde ut mot ett rörligt ränteflöde. Ett exempel på detta är när ett företag har tagit ett lån till rörlig ränta men har förväntningar om att räntan kommer att ändras i framtiden. Företaget byter då sin rörliga ränta mot en fast ränta. Syftet med ränteswappar är att minska sina ränterisker eller omfördela sin räntestruktur (Marton et al, 2012).

3.4 Orealiserade och realiserade värdeförändringar

När en förändring av det verkliga värdet sker ska denna vinst eller förlust redovisas i resultaträkningen under den period som värdeförändringen uppstår. Värdeförändringarna benämns som orealiserade- och realiserade värdeförändringar och uppstår vid förändring av det verkliga värdet (FAR, 2013):

- Orealiserade värdeförändringar uppkommer vid en eventuell värdeökning och fastigheten skrivs upp eller vid en nedskrivning om en värdeminskning uppstår.
- Realiserade värdeförändringar är skillnaden mellan det bokförda värdet och försäljningsvärdet.

Skulle en fastighet värderas till ett högre värde ska en uppskrivning värdet göras. Detta resulterar i ett ökat resultat för företaget trots att ingen försäljning inträffat under året. Den realiserade värdeförändringen ger därmed en bild av en försäljning som skett där försäljningsvärdet antingen ligger under eller över bokfört värde (FAR, 2013).

Väljer ett företag efter första redovisningstillfället att redovisa enligt verkligt värde ska samtliga förvaltningsfastigheter värderas till dess verkliga värde. I standarden benämns att värdering av verkligt värde för förvaltningsfastigheter ska ske enligt IFRS 13 samt att värdet ska anses rimligt för aktuella marknadsförhållanden (FAR, 2013).

3.5 Penningpolitik

3.5.1 Reporäntan

Riksbanken är den myndighet som ansvarar för reporäntan som i sin tur påverkar dagslåneräntan. Reporänta sätts när banker lånar eller placerar pengar över natten hos Riksbanken. Den så kallade räntekorridoren utgörs av att när bankerna vänder sig till Riksbanken får de låna eller placera till reporäntan +/- 0,75 procentenheter. Vilket leder till incitament för bankerna att bestämma sig om en utlåningsränta som är inom räntekorridoren. Den referensränta som kallas STIBOR är ett genomsnitt av de räntesatser som ett antal banker verksamma på den svenska penningmarknaden sätter och utgörs av den ränta som bankerna är villiga att låna ut för under olika löptider utan säkerhet. Bankernas räntor är indirekt baserade på reporäntan och förväntningarna på hur denne kommer utvecklas i framtiden. Riksbanken använder reporäntan som sitt verktyg för att påverka dagslåneräntan, vilket därmed också påverkar STIBOR. (Riksbanken, 2015)

Den låga reporäntan, som illustreras i diagram 1, borde därav leda till lägre marknadsräntor för företag. Detta leder i sin tur till lägre kapitalkostnader vilket skapar incitament för nya investeringar och ökad konsumtion. Genom en ökning av den ekonomiska aktiviteten skapas en stramare arbetsmarknad vilket ger lägre arbetslöshet, som i sin tur ökar lönerna. Kombinationen utav en högre efterfrågan och högre kostnader tvingar företagen att höja sina priser vilket resulterar i en stigande inflation. (Alsterlind, et al., 2015)

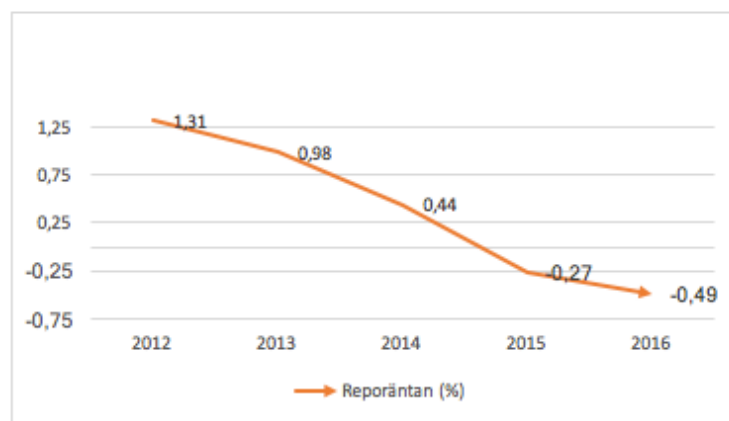


Diagram 1. Utveckling av reporäntan åren 2012–2016 (%).

3.5.1.1 Rântetak och rântegolv

Rântetak och rântegolv används som instrument för räntan genom att antingen förhindra en för hög ränta eller att en placering ger för låg avkastning. Dessa instrument är optionsavtal mellan

företagen och bankerna, där belopp, löptid och räntenivå bestäms. Vanligtvis relateras detta till en 3M STIBOR, där räntenivån stäms av var tredje månad. Överstiger eller understiger räntenivån ska mellanskillnaden betalas ut beräknat på ett nominellt belopp. (Swedbank, u.å.)

3.5.2 Statsobligationer

Utöver reporäntan kan Riksbanken handla med statsobligationer för att stimulera ekonomin. Denna handel förväntas påverka ekonomin på samma sätt som en justering av reporäntan, fast inom andra kanaler (Alsterlind et al, 2015):

- Premiekanalen: Utbudet minskar för övriga aktörer när Riksbanken köper statsobligationer, som resulterar i en ökad konkurrens av återstående obligationer. Detta genererar till en sänkt premie och sänkta obligationsräntor.
- Likviditetskanalen: Bankernas likviditetsöverskott ökar på grund utav de nya pengar som skapas för att genomföra köpen utav statsobligationerna, vilket även medför till en ökning av marknadsräntorna.
- Portföljbalanskanalen: Denna kanals styrka beror på hur säljarna av obligationerna väljer att investera sina pengar efter en eventuell försäljning. En positiv effekt sker ifall investeringar skulle ske i närliggande tillgångar, till exempel statsobligationer med andra löptider.
- Signaleringskanalen: Genom Riksbankens köp utav statsobligationer i dagens låga räntenivåer, ger detta signaler att den låga räntan kommer fortsätta vara intakt. Eftersom en kraftig räntehöjning innan löptiden av obligationerna förfallit skulle resultera i stora förlust för Riksbanken. (Alsterlind, et al., 2015)

4. Teori

4.1 Intressentteori

Utgångspunkten för intressentteorin grundar sig i att företag har flera intressentgrupper i samhället, vilka både kan influeras och ha ett inflytande över verksamheten i företaget. Intressenternas förväntningar ställs i centrum vilket således betyder att företag har sociala kontrakt med flera olika intressentgrupper (Deegan & Unerman, 2011).

För alla företag finns det både primära och sekundära intressenter. Primära intressenter går före de sekundära vilket därav betyder att företaget använder fler resurser för att prioritera dessa intressenter. Aktieägare och investerare är grupper som utgör de primära intressenterna och har ett stort inflytande på företagets verksamhet, medan massmedia är ett exempel på en sekundär intressent (Ljungdahl, 1999). Beroende på vilken makt eller inflytande intressenten har över organisationen är det avgörande för hur stort fokus som ska ges till den intressenten. Därav är det makten som avgör vem som ska prioriteras av företaget (Deegan & Unerman, 2011).

Det är väldigt viktigt för företaget att lyssna och anpassa verksamheten efter önskemål och förhoppningar som intressenterna ställer, detta påverkar i sin tur företagets redovisning. Det är viktigt för företaget att lyssna och anpassa verksamheten efter önskemål och förhoppningar som intressenterna ställer, detta påverkar i sin tur företagets redovisning (Deegan & Unerman, 2011).

4.2 Earnings management

Earnings managements existens grundar sig enligt Burgstahler & Dichev (1997) i utrymmet för subjektiva antagande och bedömningar som en del redovisningsprinciper öppnar upp för flexibilitet i redovisningen. Earnings management är enligt Scott (2003) en metod för företagsledare att välja redovisningsprinciper för att uppnå ett specifikt syfte. Ett sådant syfte kan vara att maximera sin egen nytta eller maximera företagets värde. En sådan situation kan leda till att företag manipulerar sitt resultat genom att skapa en grandios bild av företagets finansiella position genom att förändra företagets finansiella rapporter inom lagens ramar. Felaktiga värden som presenteras i de finansiella rapporterna kan bero på den komplexitet som uppstår av formulering av antaganden som används i värderingsmodeller (Burgstahler & Dichev, 1997). Enligt Burgstahler & Dichev (1997) är det viktigt att påvisa att de subjektiva antagandena som görs inte behöver innebära att earnings management tillämpas. Earnings

management anses appliceras först när företagsledningen har ett dolt motiv och formulerar sina antaganden för att i första hand gagna det dolda motivet (Burgstahler & Dichev, 1997).

Burgstahler & Eames (2006) visar på i sin empiriska studie att företagsledningar har en tendens att inte redovisa vinster som är lägre än vad analytiker tidigare förutspått. För att korrigera ett sådant scenario styrs antingen vinsterna uppåt eller så styrs analytikernas prognoser nedåt (Burgstahler & Eames, 2006). Enligt Burgstahler & Eames (2006) manipuleras vinsterna i företag bland annat genom de operativa kassaflödena men även genom redovisningsmässiga uppskattningar.

Scott (2003) har identifierat olika syften där vinstmanipulering kan vara förekommande. Det första syftet som Scott (2003) har identifierat grundar sig i positiv redovisningsteori och handlar om när bonusprogram för företagsledare finns i företaget. Då företagsledarna gynnas av ett bra resultat ligger det i deras riktning att de kan manipulera företagsvinster för att maximera sin egen nytta.

Andra syften med vinstmanipulering som Scott (2003) påvisar är viljan att kommunicera en viss bild av företaget till intressenter och långivare och för politiska- och skattemässiga effekter. I vissa fall kan det finnas politiska skäl till att justera ner företagsvinsten för att det inte ska resultera i negativ politisk uppmärksamhet som exempelvis för låga löner till anställda. Företag kan även använda sig av så kallad income smoothing som innebär att företag minskar sina intäktsfluktuationer i resultaträkningen, vilket ger en förvrängd bild av företaget externt (Burgstahler & Dichev, 1997). Income smoothing resulterar i att man minskar volatiliteten i företagets resultat vilket ger en bild av att företaget är förknippat med låg risk på de finansiella marknaderna och att företagsledarna har gjort ett bättre jobb än vad som egentligen har gjorts (Scott, 2003).

En förklaring till varför earnings management kan genomföras på detta sätt är för att företagsledningen normalt besitter en större mängd information om företagets finansiella ställning än vad potentiella investerare och aktieägare gör (Commerford et al, 2016). Detta bidrar till att företagsledningen kan utnyttja den informationsasymmetri som uppstår genom att använda sig av subjektiva antaganden för att maximera sin eller företagets nytta. Ett företags lönsamhet är ett av de viktigaste måttet på ett företags finansiella ställning vilket enligt Burgstahler & Eames (2006) innebär att företagsledningen kommer att välja en

redovisningsmetod som främjar företagets lönsamhet och finansiella ställning samt ökar risken för earnings management och incomst smoothing.

4.3 Modigliani & Millers kapitalstruktursteori

Modigliani & Miller skrev 1958 artikeln *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments* vilket behandlar sambandet mellan ett företags kapitalstruktur och företagets marknadsvärde. Modigliani & Miller (1958) presenterade i sitt teorem att valet mellan eget kapital och skulder inte har någon effekt på varken ett företags kostnader eller värde. Vidare bestod detta teorem av två propositioner som Modigliani & Miller tagit fram. Den första propositionen säger att ett företags kapitalkostnader är konstanta och är därmed oberoende av belåningsgraden. Den andra propositionen som presenterades av Modigliani & Miller var att det inte går att sänka kapitalkostnaderna genom att ersätta lån med eget kapital eftersom kvarvarande eget kapital kommer att vara dyrare (Myers, 2001). Vidare beskriver proposition två kostanden för eget kapital som ett positivt linjärt förhållande till ett företags skuldsättningsgrad då en ökad belåning innebär en högre risk som kräver högre avkastning till företagets aktieägare (Myers, 2001).

5. Empiri

I detta avsnitt kommer informationen av vår dokumentstudie och svaren från intervjuerna att redovisas. Dokumentstudien grundar sig i de utvalda företagens årsredovisningar mellan åren 2012–2016 där vi har valt att granska aspekter som vi anser har betydelse för vår studie. Vi skickade intervjufrågor till de tio utvalda fastighetsbolagen och fick svar från fem företag som valde att bidra med en intervju. Utöver de fem fastighetsbolagen har vi även intervjuat en extern värderare. Intervjuerna som har genomförts med företagsrepresentanter är av semistrukturerade karaktär för att ge möjligheten till att bidra med öppna svar inom frågeområdet. Följdfrågor har ställts i den grad då de ha ansetts vara motiverat.

För att få en uppfattning från aktörer involverade i fastighetsbranschen gällande värderingsprocessen och ekonomiska frågor har en intervjustudie genomförts med fem representanter från olika bolag och en extern värderare. En presentation av representanterna och deras bolag redogörs nedan.

Atrium Ljungberg – Anna Hållén, Fastighetsanalytiker

Atrium Ljungberg är ett svenskt börsnoterat fastighetsföretag som huvudsakligen är koncentrerat till Stockholm, Malmö och Uppsala. Atrium Ljungberg redovisade 2016 ett bokfört fastighetsvärde på 36 miljarder kronor varav cirka 2,7 miljarder utgörs av orealiserade värdeförändringar (Atrium Ljungberg, 2017). Atrium Ljungberg bilades 2007 men noterades på börsen redan 1994 under Ljungberggruppen och finns på Stockholmsbörsens large cap-lista.

Castellum – Hanna Leidstedt, Analytiker

Castellum är ett av Sveriges största börsnoterade fastighetsbolag. Castellum redovisade 2016 ett bokfört fastighetsvärde på 70 miljarder kronor varav cirka 3,8 miljarder utgjordes av orealiserade värdeförändringar (Castellum, 2017). Castellums fastighetsbestånd är belägna i svenska och danska tillväxtregioner och utgörs av kommersiella fastigheter. Under 2016 var Castellum delaktiga i den största fastighetstransaktionen i svensk historia när man förvärvade bolaget Norrporten och dess fastighetsportfölj för 26 miljarder. Castellum börsnoterades 1997 och finns Stockholmsbörsens large cap-lista.

Klövern – Susanne Hörnfeldt, Värderingsansvarig

Klövern är ett fastighetsbolag med inriktning på kommersiella lokaler i svenska tillväxtregioner. Klövern redovisade 2016 ett bokfört fastighetsvärde på cirka 40 miljarder

kronor varav 1,7 miljarder utgörs av orealiserade värdeförändringar (Klövern, 2017). Klövern bör noterades under 2004 och finns på Stockholmsbörsens large cap-lista.

Platzer – Marcus Gyllestål, Fastighetsanalytiker

Platzer är ett ledande fastighetsbolag i Göteborg med fokus på kommersiella fastigheter, i synnerhet kontorsfastigheter. Platzer presenterade i sin årsredovisning för 2016 ett fastighetsvärde på 13,6 miljarder kronor varav 450 miljoner utgörs av orealiserade värdeförändringar (Platzer, 2017). Bolaget bör noterades så sent som 2013 och finns på Stockholmsbörsens mid cap-lista.

Victoria Park – Jörgen Hansson, Redovisningsekonom

Victoria Park AB är ett bör noterat fastighetsbolag på Stockholmsbörsen som inriktar sig på förvaltning, ägande och utveckling av bostadsfastigheter. Victoria Park strävar efter att skapa och förädla värdena i sin fastighetsportfölj som har sin geografiska spridning på tillväxtorter i Sverige. Victoria Parks fastighetsbestånd uppgår till 1 miljon kvadratmeter, varav 90 procent är bostäder, med ett bokfört värde på 12,3 miljarder kronor. Av det bokförda värdet 2016 utgörs cirka 1,2 miljarder av orealiserade värdeförändringar (Victoria Park, 2017).

Bryggan Fastighetsekonomi – Peter Samuelsson, VD

Bryggan Fastighetsekonomi är ett konsultföretag inom fastighetsbranschen som hanterar fastighetsrelaterade frågor inom ekonomi, teknik, värdering och juridik (Bryggan, 2017). Bryggan består av fyra fristående företag som är belägna i Stockholm, Göteborg, Malmö och region Norr. Bryggan agerar blanda annat värderare för fastighetsbolagen Wihlborgs, Victoria Park och Folksam Fastigheter i Skåne regionen.

5.1 Genomgång av årsredovisningar

Nedan redogörs data som vi har kunnat utläsa från fastighetsbolagens årsredovisningar. Fokus har legat på att utkristallisera fastighetsbolagens val av värderingsmetod, val av inter, extern eller mixad värdering, hur bolagens direktavkastning har förändrats under åren 2012–2016, fastighetsbolagens kapitalstruktur samt utvecklingen av bolagens orealiserade värdeförändringar under den studerade perioden. Nedan kommer tabeller och diagram som illustrerar vår framarbetade data att presenteras.

5.1.1 Värderingsmetod

Vi valde under vår dokumentstudie av fastighetsbolagens årsredovisningar undersöka hur fastighetsbolagen väljer att värdera sina fastigheter. Av de tio utvalda bolagen skriver samtliga bolag att man använder sig av värdering till verkligt värde.

Vid genomgång av det empiriska materialet framgick det att nio av tio fastighetsbolag använder sig av en kombination av kassaflödesanalys och ortsprismetod för att värdera sina förvaltningsfastigheter. Hufvudstaden var det enda bolaget som bortsåg från denna kombination och använde sig istället av nettokapitaliseringsmetoden. Tabell 2 nedan visar på fördelningen mellan bolagen.

Tabell 2. Fastighetsbolagens val av värderingsmetod.

Fastighetsbolag	2012	2013	2014	2015	2016
Atrium Ljungberg	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Castellum	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Diös	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Heimstaden	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Hufvudstaden	Nettokapitaliseringsmetoden	Nettokapitaliseringsmetoden	Nettokapitaliseringsmetoden	Nettokapitaliseringsmetoden	Nettokapitaliseringsmetoden
Klövern	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Kungsleden	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Platzer	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Victoria Park	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Wihlborgs	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris

5.1.2 Intern, extern eller mixad värdering

Årsredovisningarna granskades för att försöka få en uppfattning om de utvalda fastighetsbolagen väljer att värdera sina fastigheter internt, externt eller med en kombination som bildar en mixad-värdering. Nio av de tio utvalda företagen visar på att man dels har valt en intern värdering och dels en extern värdering. Det enda företaget som inte använde sig av en mixad värdering var Wihlborgs som har valt allt lägga all sin värdering externt. Tabell 3 nedan visar fördelningen mellan bolagen.

Tabell 3. Fastighetsbolagens val av intern, extern eller mixad värdering.

Fastighetsbolag	2012	2013	2014	2015	2016
Atrium Ljungberg	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Castellum	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Diös	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Heimstaden	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Hufvudstaden	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Klövern	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Kungsleden	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Platzer	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Victoria Park	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Wihlborgs	Extern	Extern	Extern	Extern	Extern

I undersökningen av årsredovisningarna framgår det att använda sig av externa värderare för hela sitt fastighetsbestånd har blivit mycket ovanligt.

5.1.3 Direktavkastning

I diagram 2 nedan presenteras utvecklingen på medelvärdet av direktavkastningskrav bland studerade fastighetsbolag mellan åren 2012–2016. För att få en tydligare bild av direktavkastningens utveckling för respektive företag se bilaga 3. Data från diagrammet nedan är hämtad från respektive företags årsredovisningar mellan åren 2012–2016. Siffrorna presenterade i diagram 2 har tagits fram genom följande beräkning:

Direktavkastningskrav för samtliga fastighetsbolag per år / Antal fastighetsbolag

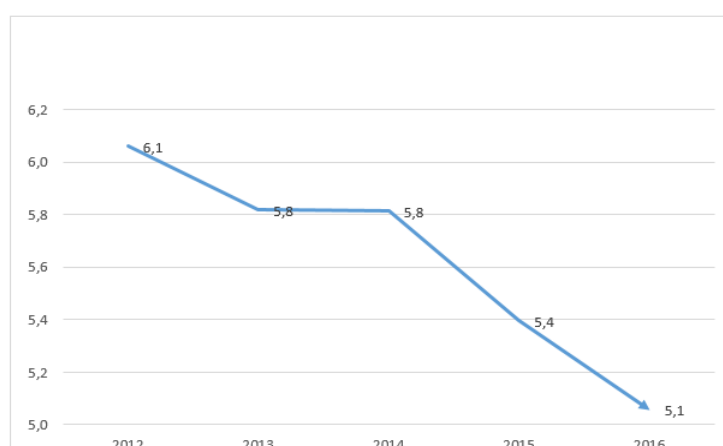


Diagram 2. Medelvärden direktavkastningskrav (%).

Vid granskning av diagrammet ovan kan det konstateras att medelvärdet på avkastningskravet bland studerade fastighetsbolag har i genomsnitt sjunkit med en procent mellan åren 2012–2016. Diagrammet ovan visar även att mellan 2013 och 2014 låg direktavkastningskravet kvar på 5,8 procent. Vidare illustrerar diagrammet även att direktavkastningskravet sedan 2014 har sjunkit kraftigt och det lägsta noterade avkastningskravet för den studerade perioden noteras 2016. Vid närmare granskning av avkastningskraven i de studerade fastighetsbolagen mellan åren 2013 och 2014 konstateras att Heimstaden och Kungsleden höjer medelvärdet på avkastningskravet genom att båda företagen höjer sina avkastningskrav, se tabell 4 nedan. Åtta av tio fastighetsbolag noterar ett oförändrad eller en sänkt direktavkastning mellan åren 2013 och 2014.

Tabell 4. Fastighetsbolagens direktavkastning mellan åren 2012–2016.

År	2012	2013	2014	2015	2016
Atrium Ljungberg (%)	5,7	5,7	5,6	5,2	4,9
Castellum (%)	7,3	7,2	6,9	6,5	5,8
Diös (%)	6,5	6,2	6,2	5,8	5,9
Heimstaden (%)	4,8	4,5	4,7	4,2	4,1
Hufvudstaden (%)	4,8	4,7	4,5	4,1	3,9
Klövern (%)	7,2	7,2	6,9	6,5	6,2
Kungsleden (%)	7,6	6,5	7,5	6,6	5,7
Platzer (%)	5,4	5,3	5,2	4,8	4,9
Victoria Park (%)	5,7	5,0	5,0	5,2	4,3
Wihlborgs (%)	5,6	5,9	5,6	5,1	4,9

5.1.4 Fastighetsbolagens kapitalstruktur

Utifrån en granskning av företagens årsredovisningar ser vi ett liknande mönster hos näst intill samtliga bolag. Störst andel utav finansieringen sker i form av bankfinansiering följt av eget kapital. Resterande finansieringsformer bestod av exempelvis obligationer, nyemission och olika certifikatprogram. Anledningen till denna trend kan således bero på de höga avkastningskrav som aktieägarna kräver vilket resulterar i ett dyrare eget kapital medan det övriga kapitalet blir billigare men begränsat. Utöver kraven på högre avkastning påverkas fördelningen även av bolagets stabilitet, fastighetstyper och vilken risk företaget tar. Även faktorer som konjunktur och skattesituation är påverkande faktorer. Det är bara Hufvudstaden som sticker ut och visar en soliditet på över 60 procent, vilket innebär att större delen utav bolaget är finansierat med eget kapital. Mer eller mindre uttrycker sig alla företagen att de har en låg finansiell risk vilket ska resultera i relativt låga belåningsgrader och höga ränteteckningsgrader.

Nedan presenteras diagram 3 som ger en överblick över företagens belåningsgrad under åren 2012–2016. Belåningsgraden beskriver graden av belåning i förhållande till företagens egna kapital. Data som presenteras i diagrammet nedan är hämtad från respektive företags årsredovisningar mellan åren 2012–2016.

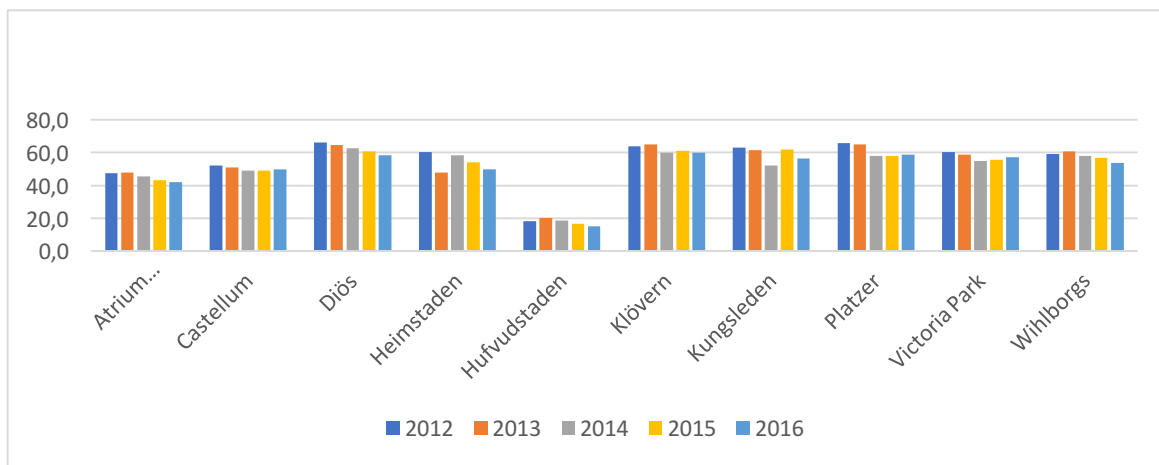


Diagram 3. Belåningsgrader för respektive företag år 2012–2016 (%).

I diagrammet går det utläsa att Hufvudstaden urskiljer sig från de andra företagen då de endast har en belåningsgrad på under 20 procent. Vidare ligger Atrium Ljungberg och Castellum runt 50 procent markeringen. Även Heimstaden visar siffror år 2016 som indikerar på samma procentsats. Tidigare år har en del utav företagen haft belåningsgrader över 60 procent men som under år 2016 sjunkit ner till 50–60 procent. Det flesta utav företagen har relativt liknande belåningsgrader men en utstickare förekommer i Hufvudstaden.

5.1.5 Orealiserade värdeförändringar

I tabell 5 nedan presenteras en sammanställning över utvecklingen av orealiserade värdeförändringar i förhållande till det bokförda värdet på förvaltningsfastigheter i studerade fastighetsbolag. För att få en tydligare bild av utvecklingen av de orealiserade värdeförändringarna för respektive företag se bilaga 2. Data från tabellen nedan är hämtad från respektive företags årsredovisningar mellan åren 2012–2016. Siffrorna presenterade i tabell 5 har tagits fram genom följande beräkning:

Orealiserade värdeförändringar/Förvaltningsfastigheternas bokförda värde.

Tabell 5. Orealiserade värdeförändringar i förhållande till förvaltningsfastigheternas bokförda värde.

År	2012	2013	2014	2015	2016
Atrium Ljungberg	1,5%	0,6%	3,1%	7,5%	7,7%
Castellum	-0,2%	0,6%	1,3%	4,3%	5,4%
Diös	1,5%	-0,3%	0,4%	2,0%	2,5%
Heimstaden	0,2%	1,0%	1,4%	7,5%	8,4%
Hufvudstaden	2,7%	5,2%	6,1%	10,8%	11,4%
Klövern	-0,3%	-0,2%	4,0%	3,6%	4,4%
Kungsleden	-0,1%	0,2%	4,7%	3,5%	5,7%
Platzer	1,7%	1,5%	4,8%	5,1%	3,3%
Victoria Park	9,1%	16,8%	12,6%	19,4%	10,3%
Wihlborgs	0,6%	0,7%	2,5%	5,5%	7,3%

Vid granskning av tabell 5 utläses att samtliga studerade fastighetsbolag uppvisar positiva orealiserade värdeförändringar från 2013 fram till 2016. I sex av tio fastighetsbolag syns även en succesiv ökning av de orealiserade värdeförändringarna på förvaltningsfastigheter från 2013 till 2016. Vidare noteras att åtta av tio fastighetsbolag har de högsta värdeförändringarna för den studerade perioden under 2016. Tabell 5 visar även att Hufvudstaden, Victoria Park och Heimstaden noterar de högsta orealiserade värdeförändringarna medans Diös, Platzer och Klöverner noterar de lägsta orealiserade värdeförändringar bland de studerade fastighetsbolagen. Vid granskning av de orealiserade värdeförändringarna på förvaltningsfastigheter konstateras att Hufvudstaden och Viktoria Park uppvisar märkbart högre orealiserade värdeförändringar över den studerade perioden.

5.2 Redovisning av intervjuer

I följande stycke kommer resultatet av våra intervjuer att redovisas. Intervjupersonerna från respektive bolag har presenterats ovan. Några av representanterna ha uppgett önskemål om att vara anonyma i specifika frågor för att kunna besvara så utförligt som möjligt. Svaren från intervjupersonerna är därför anonyma och kommer presenteras som intervjuperson A-F. Detta resulterar även i att svaren kommer att presenteras som generella kommentarer och slutsatser.

5.2.1 Värderingsmetod

Vi har under våra intervjuer med fastighetsbolagen velat få företagets bekräftelse att vi har tolkat deras användande av värderingsmetoder rätt. I tabell 6 presenteras en sammanställning av de intervjuade företagets värderingsmetoder.

Tabell 6. En överblick över de intervjuade fastighetsbolags värderingsmodeller.

Fastighetsbolag	2012	2013	2014	2015	2016
Atrium Ljungberg	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Castellum	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Klövern	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Platzer	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris
Victoria Park	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris	Kassaflöde med ortpris

I teoriavsnittet som presenterats tidigare, redogörs de olika värderingsmetoderna som kan användas vid värdering av förvaltningsfastigheter. Resultatet av företagets årsredovisningar mellan åren 2012 – 2016 visar otvetydigt på att kassaflödesanalys kombinerat med ortpris är den dominerande metoden för värdering till verkligt värde.

Under våra intervjuer valde vi att fråga representanterna om det fanns någon specifik anledning till varför använder sig av en kassaflödesmodell kombinerat med en ortsprisanalys. Svaren

stämde väl överens med varandra och grundade sig i att man vill kunna följa marknadsutvecklingen på ett tydligt sätt i sina värderingar och att de är den metoden som är mest välfungerande.

5.2.2 Intern, extern eller mixad värdering

Vi har även velat få företagens bekräftelse om vi har tolkat deras tillvägagångssätt för värdering korrekt. I tabell 7 nedan presenteras de intervjuade företagens val av intern, extern eller mixad värdering.

Tabell 7. En överblick över de intervjuade fastighetsbolagens val av intern, extern eller mixad värdering.

Fastighetsbolag	2012	2013	2014	2015	2016
Atrium Ljungberg	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Castellum	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Klövern	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Platzer	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix
Victoria Park	Mix	Mix	Mix	Mix	Mix

Under intervjuerna fick representanterna frågan om vad de grundar sitt beslut på att kombinera både intern och extern värdering. Svaren vi fick från respektive bolag stämde till stor del överens med varandra. Det huvudsakliga syftet för bolagen att kombinera både intern och extern värdering låg i att företagen vill verifiera att de interna värderingarna som görs i bolaget stämmer överens med de externa värderarnas värde, detta för att försäkra sig om att företaget besitter kompetensen att värdera sina fastigheter internt. Det fanns även punkter som skiljde företagen åt. En av dessa var hur mycket och hur ofta av sitt bestånd som man valde att värdera på både extern och internt. Intervjuperson B redogjorde exempelvis att de valde att värdera hälften av fastighetsvärdet extern medan intervjuperson A förklarade att de valde att värdera hela sitt bestånd fördelat på tre kvartal. Vidare förklarar intervjuperson E att de har valt att värdera hela sitt bestånd externt en gång per år vanligtvis vid årsskiftet och intervjuperson F beskriver att de valde att externvärdera mellan 40–50 procent av fastigheternas marknadsvärde utspjutt under året.

5.2.2.1 Risker eller möjligheter

Då samtliga bolag använder sig av en mixad värdering valde vi att ställa frågan till representanterna hur de ser på en mixad värdering, finns det bara positiva aspekter att ta hänsyn till eller finns det även risker med att kombinera intern eller extern värdering.

Synen på en mixad värdering mellan företagsrepresentanterna korrelerade väl med varandra och samtliga representanter såg bara positiva aspekter med att ha en mixad värdering. De

positiva aspekterna som presenterades vara att en mixad värdering hjälper företag att bibehålla kompetensen av att värdera sina fastigheter internt, samtidigt som det är väldigt viktigt att extern input från utomstående värderare sker för att på så sätt skapa en subjektiv värdering. Nästintill samtliga representanter nämner att deras interna värderingar får ha en differens mellan intern och extern värdering på +/- 5-10 procent, detta för att försäkra att värderingen som har gjorts internt är tillförlitlig. Differensen som presenterades var från 0,7–10 procent beroende på vilken typ av fastighet eller fastighetsportfölj som värderades. Intervjuperson C nämner även att det är viktigt mot aktieägare att arbeta med en mixad värdering:

”Jag tror det är viktigt både för våra aktieägare och våra analytiker att det inte enbart är en intern produkt. Jag tycker det är bra med en mix.”

Vidare har det även presenterats att en mixad värdering kan vara att föredra när det kommer till kostnads- och tidsskäl då det är en krävande process, när man besitter ett stort fastighetsbestånd, att värdera alla sina fastigheter internt.

Intervjuperson B ser en mixad värdering som bara positivt och relaterade till att om man hör att det finns ett problem med en fastighet blir det lätt att man stirrar sig blind på detta, men får man den externa inputen är det lättare att skapa subjektivitet. Samma representant relaterar även den externa inputen som något positivt mot revisorerna:

”Sedan finns det ett perspektiv mot revisorerna. De måste kunna godta att de är en godkänd balansräkning. Vi hade kunnat få revidera vår balansräkning om vi inte hade haft vår externa input.”

Intervjuperson A och D relaterade den mixade värderingen som en sorts kvalitetssäkring av deras egna arbete och att bolaget får en andra åsikt gällande exempelvis avkastningskrav inom ett visst geografiskt område.

Intervjuperson E förklarade att det finns en risk med att enbart värdera internt och relaterar detta till att värderaren låter sig påverkas av vad chefen tycker, genom exempelvis hur företagsledningen vill att värderingen ska se ut. Personen fortsätter med att förklara att det är svårare att bibehålla integriteten i värderingen om den enbart görs internt.

Intervjuperson A nämner aspekten att fastighetsbolagen själva får välja tillvägagångssätt vid värdering av sitt fastighetsbestånd då det inte finns någon lagmässig definition om man ska göra interna eller externa värderingar. Representanten fortsätter med att säga att en mixad värdering är den mest vettiga för subjektiviteten.

5.2.3 Verkligt värde

Vi har under våra intervjuer valt att undersöka hur representanterna tolkar begreppet verkligt värde och hur tillförlitligt de anser verkligt värde är. Samtliga intervjupersoner hade i stora drag samma definition på verkligt värde vilket var vad det mest sannolika priset som hade betalats vid en given tidpunkt på en öppen och normal marknad. Intervjuperson F och C anser att verkligt värde är det samma som marknadsvärde.

Vid frågan gällande hur tillförlitligt verkligt värde är var svaren från representanterna varierande. Intervjuperson D redogör att verkligt värde är bättre och mer tillförlitligt när det är lätt att analysera, när man exempelvis bara har ett hyresavtal att ta hänsyn till och man därmed har en tydlig kostnadsbild. Vidare fortsätter representanten med att verkligt värde kan vara svårare att tolka om det finns höga renoveringskostnader och om det finns ett hyresavtal som håller på att löpa ut, vilket öppnar upp för olika bedömningar mellan företag. Intervjuperson B redogör att verkligt värde är tillförlitligt på det viset att de ger en överblick över den rådande marknaden men påpekar samtidigt att verkligt värde bygger på antagande och bedömningar som måste göras med aktsamhet för att bibehålla eller öka tillförlitligheten:

”En av de första grejerna jag lärde mig på mitt första jobb var att värderingen är ingen exakt vetenskap utan det är bara bedömningar och skit in blir skit ut.”

Det framkom under intervjuerna att själva begreppet verkligt värde var ett diffust begrepp i sig och svårt att definiera. Intervjupersonerna A och D nämnde att det oftast finns fler än ett värde och det beror på vilka möjligheter företaget besitter med sina fastigheter. Vidare nämner intervjuperson F att den enda gången man vet att en fastighetsvärdering är tillförlitlig är om fastigheten säljs samma dag som den värderas vilket påpekas är väldigt sällan. Samma representant nämner även vikten att använda sig av externa värderare för att öka tillförlitligheten i värderingen då de är dem som har bäst uppfattning av marknaden.

Intervjuperson F anser att verkligt värde är tillförlitligt och grundar sin åsikt i att om man tittar på gjorda transaktioner på marknaden korrelerar transaktionerna och kassaflödesmodellerna som företagen tagit fram väl med varandra.

5.2.3.1 Bedömningar och antaganden

Eftersom verkligt värde bygger på bedömningar och antagande från fastighetsbolagen valde vi att fråga representanterna vilka bedömningar och antagande som de applicerar när de värderar sina fastigheter. De antagande och bedömningar representanterna presenterade innefattar till stor del en omvärldsanalys, ortsanalys och objektsanalys. Vidare presenterades det inte från alla företag exakt vilka antagande som gjordes. Flera av företagen nämnde att man framförallt gör antagande gällande hyrestillväxt, räntor, inflation, direktavkastningskravet, vem är hyresgästen, vilka driftkostnader finns, mängden vakans, fastighetens status, huruvida man kan vidareutveckla fastigheten, hur kommer det se ut för orten i framtiden och hur de kommer att påverka fastigheten som värderas samt hur hyrorna kommer att justeras under en eventuell byggtid. Ytterligare antaganden som framkom under våra intervjuer som företag beaktar vid värdering är hur het marknaden är och hur framtiden ser ut för fastighetsmarknaden, sysselsättning, inflyttning till orten, utbud och efterfrågan på fastighetstypen i området samt hur eftertraktat området är inom orten.

Intervjuperson C nämner beaktandet av hyresnivån sker i stor utsträckning när man väljer att värdera sina fastigheter. Företagsrepresentanten förklarar att en höjd hyresnivå till följd av investeringar ökar driftnettot som sedan nuvärdesberäknas vilket sedan relateras till kalkylräntan. Vidare beskriver intervjuperson D att det som slår mest och är därmed viktigast att fokusera på vid värderingen är direktavkastningsnivån för fastigheten som värderas. Detta då små förändringar i direktavkastningen har stor inverkan på fastighetsvärdet.

Intervjuperson D påvisar en omvärldsaspekt som ingen annan representant berört. Denna aspekt är Sveriges BNP. Representanten fortsätter med att förklara att det finns en stark korrelation mellan hyresutvecklingen på kontor och BNP. Vidare anser intervjuperson D att prognosen för BNP är något som alla värderare bör ha med sig i bakhuvudet vid värdering av fastigheter då hyresnivåerna är en grundläggande aspekt i värderingen.

5.2.4 Orealiserade värdeförändringar

Vi har under våra intervjuer velat undersöka hur representanterna definierar orealiserade värdeförändringar för att få en överblick om de finns en gemensam definition på begreppet. Definitionen av orealiserade värdeförändringar skiljer sig mellan intervjupersonerna. Nedan redovisas två olika definitioner:

”Jag skulle säga att det är härligt diffust. Det är en överblickbild av vad vi tror fastigheten är värd idag men som vi inte har tagit reda på. För när vi väl går ut och säljer fastigheten får vi faktiskt reda på vad marknadsvärdet är just nu men i detta fallet går vi inte ut och testar marknaden utan vi gör en så kvalificerad bedömning utav värdet som det går just nu.”

*”Uppställning för orealiserade värdeförändringar är:
Ingående värde för perioden + fastigheter som vi köper – fastigheter som vi säljer + investeringar som vi har gjort, sedan har vi ett utgående värde eftersom vi gör en värdering och differensen mellan uppställningen och det utgående värdet är de orealiserade värdeförändringarna.”*

Under intervjuerna framgick det att definition nummer två som redovisas ovan är den vanligaste definitionen av orealiserade värdeförändringar.

5.2.4.1 Faktorer som påverkar orealiserade värdeförändringar

Under diskussionerna gällande definitionen av orealiserade värdeförändringar valde vi att fråga representanterna vad de tror påverkar de orealiserade värdeförändringarna. De påverkade faktorerna som togs upp var många och varierande. Intervjuperson E ansåg att ett högre kassaflöde till följd av högre hyror som en följd av investeringar man valt att göra har bidragit till de orealiserade värdeförändringarna. Representanten fortsätter med att förklara att företag som väljer att investera i stora mängder kommer att fortsätta att få ett ökande av de orealiserade värdeförändringarna. Intervjuperson F nämner att de orealiserade värdeförändringarna grundar sig i vilken vision bolaget har och relaterar detta till om man förespråkar ett långsiktigt eller kortsiktigt fastighetsinnehav.

Intervjuperson A anger att det framförallt är två saker som bidrar till de orealiserade värdeförändringarna. Den första aspekten personen tar upp är att många fastighetsbolag mår idag väldigt bra med tanke på det låga ränteläget som ger fastighetsbolagen möjlighet att låna kapital billigt. Vidare förklarar representanten att ett resultat av de låga räntor gör att fastighetsbolagen kan sänka sitt avkastningskrav vilket gör att priserna och värdena stiger. Representanten fortsätter med att förklara att yieldgapet, skillnaden mellan avkastningen från fastigheter och avkastnings på statsobligationer, är historiskt högt vilket har bidragit till att bolagen kan pressa ner avkastningskravet med högre värde som följd. Den andra aspekten som

intervjuperson A tar upp är konjunktorens påverkan. Representanten förklarar att konjunkturen påverkar framförallt hyrorna och när konjunkturen är så stark som den är idag leder det till en större efterfrågan på lokaler. Representanten fortsätter med att resonera med utbud och efterfrågan och kommer fram till att det tar lång tid att bygga nya lokaler vilket leder till att efterfrågan överstiger utbudet vilket resulterar i ökad hyra på befintliga lokaler som i sin tur pressar köpeskillningarna uppåt och som påverkar de orealiserade värdeförändringarna.

Även intervjuperson D tar upp utbud och efterfrågan som en bidragande faktor. Representanten förklarar att en välmående marknad som den vi har idag, där många vill köpa fastigheter, som resulterar i stigande priser. Vidare förklarar representanten att bara för att marknaden är välmående kan företag inte låta bli att göra sitt jobb, företag måste sträva efter att vara bättre förvaltare, effektivisera sina kostnader, minska sina vakanser och göra lönsamma investeringar. Representanten summerar det hela med en förklaring på vad som påverkar de orealiserade värdeförändringarna. Dessa faktorer är hårt arbete och god efterfrågan.

Intervjuperson B säger att de är väldigt transparenta med sina orealiserade värdeförändringar jämfört med andra bolag och nämner vad som har påverkat deras orealiserade värdeförändringar vilket framförallt är de sänkta avkastningskraven som resulterar i högre hyror. De sänkta avkastningskraven relaterar representanten till den låga räntan och jakten på högre avkastning.

5.2.4.2 Orealiserade värdeförändringars risker och resultatpåverkan

Under samtliga intervjuer ställde vi frågan om representanterna såg någon risk med att orealiserade värdeförändringar tas upp i resultaträkningen och hur de ställde sig till att orealiserade värdeförändringar tas upp i det redovisade resultatet.

Svaren som framkom i våra diskussioner var varierande. Intervjuperson F relaterade de orealiserade värdeförändringar som en bidragande faktor till flera budprocesser där det har varit väldigt uppiggande siffror. Representanten förklarar att ju högre priser desto högre fallhöjder blir det om marknaden skulle vända och relaterar detta till rådande ränteläget. Representanten fortsätter att förklara att en höjning av räntan med 0,5–1 procent inte skulle få någon betydande effekt i det korta perspektivet. Representanten menar orealiserade värdeförändringar ger ett perspektiv på hur bra det faktiskt går för bolaget och visar på hur bolaget rör sig och tycker det är bra att orealiserade värdeförändringar tas upp i resultatet.

Intervjupersonerna B och C nämnde att de orealiserade värdeförändringarna har en tendens att bli fiktiva. Intervjuperson C menar att utan orealiserade värdeförändringar hade resultatet blivit annorlunda då man besitter ett stort fastighetsbestånd. Representanten fortsätter att förklara att de tar hänsyn till orealiserade värdeförändringar eftersom det i grund och botten är en redovisningsprincip. Intervjuperson B ställde sig själv frågande gällande de orealiserade värdeförändringarna tas upp i resultatet:

”Jag tittade i vår årsredovisning och då är det bara årets värdeförändringar som tas upp och då innebär det att man tar upp de tidigare årens orealiserade värdeförändringar som realiserade och de är det i facto inte. Egentligen kan man inte säga något om den orealiserade värdeförändringen förrän den dagen man väljer att avyttra.”

Representanten B fortsätter med att förklara att ta upp orealiserade värdeförändringar i resultatet när dem i själva verket inte är realiserade gör att resultatet och de orealiserade värdeförändringarna blir fiktiva. Vidare förklarar intervjuperson B att som bolag borde man sträva efter att öka sitt resultat genom tillväxt i kassaflödet och förvaltningsresultatet istället för att enbart öka resultatet med hjälp av värdetillväxt från sina fastigheter. Intervjupersonen fortsätter och säger att det finns bolag som blåser upp sitt resultat och att de är ”kul” så länge det varar men att det inte är sunt för marknaden och relaterar till finanskrisen 2008. Representanten fortsätter att förklara att de risker som finns med de orealiserade värdeförändringarna då räntorna inte alltid är så här låga och att fastighetsmarknaden pressar upp både priserna på fastigheterna och hyrorna. Samma representant fortsätter och berättar att om värdena bara ökar eftersom yielderna sjunker som det gör i och med ränteläget, finns det en risk för att det uppkommer konsekvenser som gör att värdena vänder nedåt och därmed drabbar resultat negativt. Representanten drar även upp företagets belåningsgrad och hur riskutsatt företaget är som en del av risken fastighetsbolagen måste ta hänsyn till.

Intervjuperson D nämner att bolaget är väl medvetna om de positiva orealiserade värdeförändringar bolaget har haft under de senaste sju åren och säger att detta är en väldigt lång period. Vidare förklarar representanten att denna utveckling till största del har skett på grund av ränteutvecklingen och låga avkastningskrav. Representanten fortsätter att förklara att om man tittar på nyckeltal, måste man vara medveten om att vi troligtvis befinner oss på toppen av en ekonomisk cykel av höga orealiserade vinster. När samma representant fick frågan gällande hur de ställer sig till att de orealiserade värdeförändringarna tas upp i resultatet relateras detta till de senaste årens utveckling:

”Ja, det blir lite speciellt och så har det varit ganska länge nu, så alla är ganska vana vid det. I början var det lite konstigt. Analytikerna kollar på intjäningsförmågan, driftnettot från fastigheterna, det är den raden som dem tycker intressant. Sedan är ju såklart värdeuppgångarna intressanta och substansvärdet och så men i resultaträkningen är det framförallt driftnettoraden eller överskottet som är det intressanta. Jag tror att alla som är insatta förstår skillnaden på riktiga pengar in i kassan och orealiserade värdeförändringar som bara uppvärdering av fastigheter som inte är pengar in i kassan.”

Fortsättningsvis förklarar representanten att förutsättningarna på marknaden, med låga avkastningskrav och höga köpeskillingar, kommer att förändras när räntan börjar stiga och investerare hittar lika bra avkastningar någon annanstans. Vidare ställer sig representanten frågade om vad som ska driva denna förändring och resonerar kring att det inte finns något inflationstryck i världen som kan bidra med en förändring.

Intervjuperson E är inne på att företaget redovisar enligt IFRS och har därför inget val när det kommer till om man ska ta med orealiserade värdeförändringar eller inte i resultatet. Vidare anser representanten att de orealiserade värdeförändringarna finns till för att spegla värdet på deras fastighetsbestånd och således är det korrekt att ta upp det i resultatet.

Intervjuperson F kom med en intressant input, representanten menar att de finns en risk med att de orealiserade värdeförändringarna presenteras direkt mot resultatet men att det är logiskt att de gör det och påpekar att de är betydligt mindre missvisande än när man redovisade ett anskaffningsvärde minus avskrivningar. Vidare poängterar representanten att en liten värdeförändring åt fel håll kan radera hela resultatet för fastighetsbolag. Vidare påpekar intervjupersonen att en sänkt värdeförändring med 4–5 procent hade gjort att fastighetsbolag redovisat röda siffror i sitt resultat. Vilket enligt intervjuperson A och F skulle kunna leda till svårigheter för potentiella investerare som inte är insatta i fastighetsbranschen och redovisning att förstå vilken inverkan orealiserade värdeförändringar har på det redovisade resultatet. Troligtvis skulle detta leda till avhopp av potentiella aktieköpare.

5.2.5 Fastighetsbolagens kapitalstruktur

Under våra intervjuer valde vi att fråga representanterna hur ränteläget påverkar företagets kreditsituation och om företagen har vidtagit några försiktighetsåtgärder mot eventuella räntehöjningar.

Flera av företagen visar på att de påverkas väldigt positivt av den sjunkande räntan vilket har bidragit till att marknaden välmående. Representanterna påpekar att man har fått sjunkande räntekostnader som annars är en stor kostnadspost eftersom fastighetsbolag till stor del är lånefinansierade, något som varit en bidragande faktor till ett ökat redovisat resultat. Vidare beskrivs även det nuvarande ränteläget som en direkt påverkande faktor på fastighetsföretagens direktavkastningskrav, något som antyds av flera representanter. Flera representanter nämner även att de har tittat närmre på sin befintliga creditsituation och har i några fall även kunnat sänka sin belåningsgrad. Vidare är det en generell klang bland representanterna att räntan påverkar fastighetsbolagen i stor utsträckning, i både gott och ont. Intervjuperson E tar upp att företagens gynnsamhet med räntesänkningar även de har begräsningarna och relaterar till lån med stiborgolv. Med ett stiborgolv innebär det att företaget inte får en lägre räntekostnad när räntan har passerat en viss nivå, trots att räntan fortsätter sjunka. Detta scenario tar även intervjuperson B upp och säger att bolaget inte har någon nytta av den negativa räntan och försätter med att det blir nästan dyrare för bolaget vid en minusränta än vid en nollränta.

När det gällde eventuella försiktighetsåtgärder för räntehöjningar i framtiden var tillvägagångssätten hos bolagen snarlika. Det som framgick genom våra intervjuer var att bolagen väljer att göra räntesäkringar i form av ränteswappar, räntederivat och räntetak. Det visade sig att vedertaget styrs bolagen av STIBOR-ränta.

6. Analys

6.1 Värderingsmetod och värdering

Börsnoterade fastighetsbolag lyder under IFRS-principbaserade regelverk vilket leder till att fastighetsbolagen i studien ställts inför diverse redovisningsval. IFRS ställer krav på att företagen tolkar IFRS så att de uppfyller de normer och krav som efterfrågas för att skapa en homogen och harmoniserad redovisning.

6.1.1 Val av värderingsmetod

Efter genomförd dokumentstudie och intervjuer med utvalda fastighetsbolag och värderare kan vi konstatera att den vanligaste metoden som fastighetsbolag använder för att värdera sina fastigheter är en kassaflödesmodell kombinerat med en ortsprisanalys. Att merparten av studerade företag väljer att delvis använda sig av en kassaflödesmetod bekräftar det Lind (2004) belyser, att kassaflödesmetoden är den bästa metoden vid värdering av förvaltningsfastigheter. Samtliga intervjupersoner motiverade valet att kombinera en kassaflödesmetod med en ortsprismetod med att värderingarna ska följa marknadsutvecklingen på ett tydligt sätt. Denna gemensamma syn på redovisningen bidrar till en mer homogen redovisning eftersom merparten av de studerade företagen använder sig av samma värderingsmetoder vid värdering till verkligt värde.

6.1.2 Antaganden och bedömningar

Vid sammanfattning av de genomförda intervjuerna och granskning av årsredovisningar från studerade fastighetsbolag konstateras det att de bedömningar och antaganden som ligger till grund för värderingar till verkligt värde kopplas till en omvärldsanalys, ortsanalys och objektsanalys. Vid granskning av studiens empiriska delar fastställs att bedömningarna och antagandena som beaktas vid värdering till verkligt värde är många men liknar varandra till stor del. Bland annat beaktas räntor, hyrestillväxt, inflationsnivå och direktavkastningskrav. Vidare påverkas även värderingen av bedömningar om skicket på fastigheten, vakansgrad, utbud och efterfrågan på marknaden samt hyresnivån. Något som däremot skiljer företagen åt vid värderingen är bedömningar om vilka nivåer på aspekterna och nyckeltalen som beaktas. Företagen skiljer sig även åt genom att företagen fokuserar olika mycket på de aspekter som ligger till grund för värderingen. Intervjuperson C pekar exempelvis på att hyresnivån är den aspekt som är viktigast att beakta vid värderingen och fortsätter med att företaget därför lägger mest fokus på denna aspekt. Intervjuperson A menar att aspekter som utbud och efterfrågan

samt direktavkastningskravet är de aspekter som påverkar deras värdering mest. Vidare beskriver intervjuperson D att en påverkande faktor för vad ett företag fokuserar mest på vid värderingstillfället kan ha att göra med vilken vision företaget i fråga har om företaget förespråkar ett långsiktigt eller ett kortsiktigt fastighetsinnehav.

Flera av företagen som intervjuades instämde att räntan påverkar fastighetsbranschen i stor utsträckning och att bolagen i dagsläget mår bra av historiskt låga räntenivåer. Genom att jämföra utvecklingen av reporäntan mellan åren 2012–2016 med de studerade fastighetsbolagens direktavkastning för samma period, konfirmeras att fastighetsbolagen mår bra av en sjunkande reporänta. Genom granskningen av diagram 4 kan vi tydligt se ett samband mellan reporäntans nedgång och företagens sänkta direktavkastningskrav vilket styrker det respondenterna menar, att reporäntans låga nivå är gynnsam för fastighetsbolagens resultat.

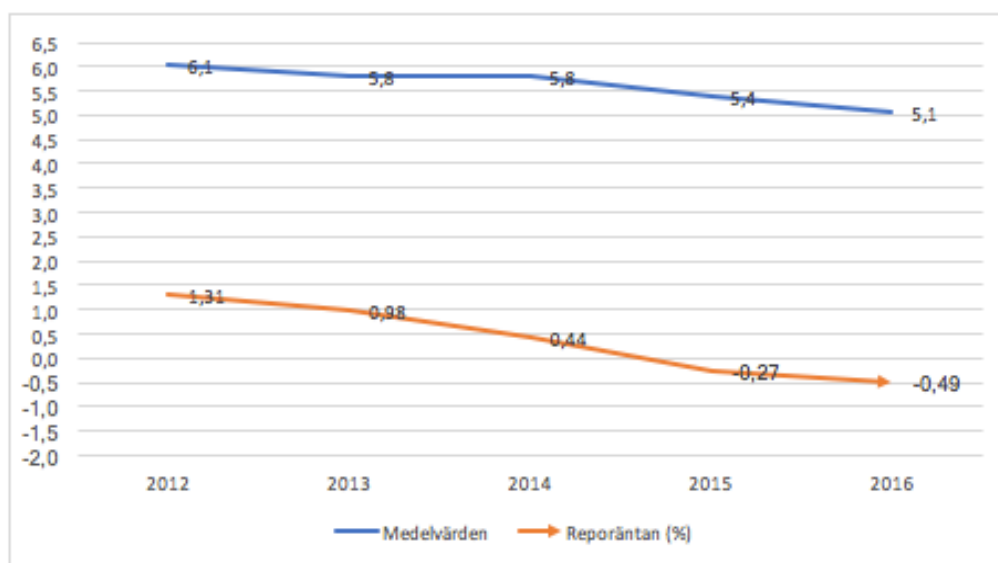


Diagram 4. Utveckling av reporäntan och direktavkastningskravets medelvärden mellan åren 2012–2016

Det sänkta avkastningskravet korrelerar väl med den sänkta reporäntan vilket har varit en bidragande faktor till varför fastigheternas värde har stigit och därmed resulterat i stora orealiserade värdeförändringar i bolagens redovisningar. Vidare påverkar ett sänkt direktavkastningskrav även hyresnivåerna som är en viktig parameter vid värdering av fastigheters värde. Anledning till ett sänkt direktavkastningskrav tros ligga i bolagens bedömningar gällande ränteläget i kombination med en lägre risk och inflationstrycket.

6.2 Fastighetsbolagens kapitalstruktur

Under vår empiriska studie valde vi att undersöka hur ränteläget påverkar företagets creditsituation och om företagen har vidtagit några försiktighetsåtgärder mot eventuella räntehöjningar. Under vår empiriska studie framkom det att räntan är av väldigt stor betydelse för fastighetsbolag då räntan är en faktor som påverkar många olika aspekter vid värdering.

Flera av företagen som intervjuades instämde att fastighetsbolagen påverkas av räntan och att man i dagsläget mår bra av historiska låga räntenivåer som har bidragit till en blomstrande fastighetsmarknad. Representanterna har även påpekat att de låga räntorna har påverkat bolagens räntekostnader som är en väldigt stor kostnadspost då fastighetsbolag till stor del är lånefinansierade. Några av bolagen har även lyckats sänka sina belåningsgrader och kostnader för kapital efter att ha gjort en analys av deras befintliga creditsituation. Detta kan relateras till Modigliani & Millers (1958) teorem, att valet mellan eget kapital och skulder inte har någon effekt på varken ett företags kostnader eller värde. Modigliani & Miller (1958) presenterade två propositioner. Den första propositionen säger att ett företags kapitalkostnader är konstanta och är därmed oberoende av belåningsgraden. Den andra propositionen som presenterades av Modigliani & Miller visar att det inte går att sänka kapitalkostnaderna genom att ersätta lån med eget kapital eftersom kvarvarande eget kapital kommer vara dyrare. Vi har kunnat applicera Modigliani & Millers två propositioner på vårt empiriska underlag som erhållits från intervjuer och dokumentstudien.

Den första propositionen som Modigliani & Miller presenterar anser vi inte stämmer överens med det empiriska underlag vi har erhållit. Detta grundar sig i att fastighetsbolagens kapitalkostnader inte är konstanta då kostnader för kapital varierar på grund av vilka finansieringsformer fastighetsbolagen använder sig av, vilka villkor som erhålls vid finansiering och olika omvärldsfaktorer som påverkar både bolagens kapitalstruktur och fastighetssektorn. Detta illustreras exempelvis hos Hufvudstaden som är det bolag som besitter lägst belåningsgrad på 15,2 procent jämfört med resterande bolag som ligger runt 50–60 procent. Hufvudstadens låga belåningsgrad speglar sig även i deras direktavkastning där de har en lägsta notering på 3,9 procent 2016 följt av Heimstaden på 4,1 procent, se diagram 3 och tabell 4.

Den andra propositionen som Modigliani & Miller presenterar anser vi efter vår empiriska studie stämmer. I enlighet med Modigliani & Miller stämmer det att eget kapital blir dyrare

eftersom aktieägarna ställer högre avkastningskrav på en marknad som är välmående än på en marknad som inte blomstrar. När en marknad som fastighetsmarknaden är välmående resulterar det till större köpkraft och investeringsvilja för fastighetsbolagen vilket innebär att efterfrågan ökar medan utbudet i stort sätt är oförändrat, bortsatt från nybyggnationer. Relationen mellan utbud och efterfrågan mynnar ut i högre köpeskillingar vilket är svårt för fastighetsbolagen att finansiera med eget kapital. Fastighetsbolagen får därför överväga andra finansieringsalternativ i form av banklån, obligationer och aktier vilket i slutändan är att föredra eftersom eget kapital är dyrare än lånat kapital. Det bör dock påpekas att en avvägning mellan eget kapital och skulder är en väsentlig del av fastighetsbolagens finansiering och kapitalstruktur.

6.2.1 Försiktighetsåtgärder för framtiden

Då ränteläget i stor utsträckning påverkar fastighetsbolagens största kostnadspost, räntekostnader, faller det sig naturligt att bolagen väljer att tillämpa försiktighetsåtgärder för eventuella ränteförändringar. Under vår empiriska studie framkom det att fastighetsbolagen väljer att tillämpa räntesäkringar i form av räntederivat, ränteswappar och räntetak.

Vidare har vi reflekterat över att räntelägets påverkan på orealiserade värdeförändringar är begränsad i fastighetsbolag som använder sig av STIBOR-golv. Detta eftersom STIBOR-golv förhindrar att företag som lånar pengar påverkas av en sänkt ränta under STIBOR-golvets nivå. Användandet av STIBOR-golv kan därför ses som en försiktighetsåtgärd som fastighetsföretag använder sig av för att minska känsligheten vid stora förändringar av räntenivån. Fastighetsföretag som använder sig av STIBOR-golv gynnas således inte av en sjunkande reporänta mer än ner till det avtalade STIBOR-golvet.

6.3 Orealiserade värdeförändringar

Efter att ha kritiskt granskat och analyserat bolagens orealiserade värdeförändringar mellan åren 2012 – 2016 noterade vi att det enbart fanns fyra negativa värden av totalt 50. Spridningen på de positiva orealiserade värdeförändringarna var från stor och intervallet låg mellan 0,2 - 19,4 procent av resultatet, se tabell 5.

Under våra intervjuer med utvalda fastighetsbolag och externa värderaren framgick olika synpunkter gällande de orealiserade värdeförändringarna, vad som påverkar värdeförändringarna samt dess effekt på redovisningen. Överlag var definitionen gällande orealiserade värdeförändringar samstämmig mellan bolagen och den externa värderaren:

*”Uppställning för orealiserade värdeförändringar är:
Ingående värde för perioden + fastigheter som vi köper – fastigheter som vi säljer + investeringar som vi har gjort, sedan har vi ett utgående värde eftersom vi gör en värdering och differensen mellan uppställningen och det utgående värdet är de orealiserade värdeförändringarna.”*

Vidare behövs det påpekas att de orealiserade värdeförändringarna härstammar från samma ursprungliga värdering som görs på bolagens fastigheter vilket innebär att antagandena och bedömningarna är i stor utsträckning identiska. Det finns dock ett antal antagande och bedömningar som våra intervjupersoner presenterade som väger tyngre. En av dessa aspekter är ränteläget som gynnar fastighetsbolagen att låna kapital billigt, vilket i sin tur har en indirekt effekt på de antagande och bedömningar som ligger till grund för värderingen av bolagens fastigheter och har därmed en indirekt effekt på de orealiserade värdeförändringarna. Efter våra intervjuer framgick det att räntan influerar företagets avkastningskrav som är en viktig parameter som bolagen tar hänsyn till när de värderar fastigheter och är en bidragande faktor till varför köpeskillningarna är rekordhöga. Avkastningskravet påverkas indirekt av den låga räntan då kostanden för kapital blir lägre och effekten av ett lägre avkastningskrav påverkar i sin tur hyresnivåerna. Detta påverkar i sin tur värderingen av fastigheterna och därmed de orealiserade värdeförändringarna.

En intressant aspekt var hur bolagen såg på att de orealiserade värdeförändringarna togs upp i resultatet. Några av bolagen påpekade att de följer IFRS och därmed tas orealiserade värdeförändringar upp i resultatet eftersom de speglar fastigheternas marknadsvärde samt att det ger ett mer rättvisande värde än det tidigare använda anskaffningsvärdet gav.

Några representanter presenterade att de orealiserade värdeförändringarna kan bidra till fiktiva siffror vilket bidrar till ett missvisande resultat. Intervjuperson D ställde sig frågande till varför tidigare års orealiserade värdeförändringar tas upp som realiserade när de i facto inte är det. Ett sådant scenario kan betraktas som ett uppblåst resultat hos fastighetsbolagen vilket kan härledas till teorin earnings management. Kopplingen till earnings management grundar sig i att företag tenderar att vilja maximera sin egna nytta och företagets värde (Scott, 2003). Ett sådant scenario kan vara att företag väljer att manipulera sitt resultat genom att redovisa stora orealiserade värdeförändringar istället för att öka sitt resultat genom tillväxt i kassaflöde och förvaltningsresultat. Frågan man får ställa sig är om resultatet speglar det verkliga värdet av företagets finansiella ställning eller om värdet har manipulerats till en grandios och förskönande

bild mot företagets intressenter. Enligt Burgstahler & Dichev (1997) är det viktigt att påvisa att de antaganden och bedömningar som ligger till grund för orealiserade värdeförändring kan relateras till earnings management. Detta görs igenom att visa på att företagsledningen har ett dolt motiv och formulerar sina antagande och bedömningar utifrån detta. Detta kan vara svårt i en bransch som fastighetsbranschen men kan relateras till earnings managementperspektivet income smoothing där fastighetsbolaget minskar sina intäktsfluktuationer och därmed volatiliteten i sitt resultat för att framhäva att företaget är förknippat med låg risk och att företaget har gjort ett bättre jobb än vad som egentligen föreligger. Detta scenario kan kopplas samman till vad Burgstahler & Eames (2006) studie kom fram till, att företagsledningar inte vill redovisa vinster som är lägre än beräknat. För att korrigera ett sådant scenario finns det en risk att fastighetsbolagen väljer att justera upp sitt resultat med orealiserade värdeförändringar eller att företaget väljer en redovisningsmetod som främjar företagets lönsamhet och därmed deras finansiella ställning och nyckeltal (Burgstahler & Eames, 2006).

Earnings management och incomst smoothing kan även relateras till intressentteorin och företagets primära och sekundära intressenter. De primära intressenterna är intressenter som är av stor betydelse och har inflytande på företaget i form av aktieägare, kreditgivare och investerare (Ljungdahl, 1999). Sekundära intressenter kan exempelvis vara massmedia. Ett manipulerat och missvisande resultat kan vara av mindre betydelse för befintliga aktieägare då priset på en aktie troligtvis kommer att stiga eftersom resultatet pekar på ett välmående och stabilt bolag. Samma scenario speglar sig mot potentiella investerare, dock i en negativ bemärkelse. Ett förskönat resultat innebär ett högre aktiepris för potentiella investerare. Detta kan relateras till vad som framkommit under vår empiriska studie. Intervjupersonerna A och F menar på att det är svårt för potentiella investerare som inte är insatta i fastighetsbranschen och redovisning att förstå vilken inverkan orealiserade värdeförändringar har på det redovisade resultatet. Intervjuperson F påpekade även att en värdeförändring åt fel håll på 4–5 procent hade kunnat resultera i ett negativt förvaltningsresultat, vilket troligtvis hade fått den potentiella investeraren att avstå ett aktieköp.

7. Slutsats

7.1 Återkoppling till studiens syfte och frågeställning

Syftet med studien var att undersöka vad som ligger till grund för fastighetsbolags orealiserade värdeförändringar samt dess påverkan på redovisningen.

Efter en genomgång av bakgrund och problematisering valde vi att bemöta studien med följande frågeställning:

- Hur påverkar ränteläget fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar?
- Hur skiljer sig bedömningarna mellan fastighetsbolagen och vilka effekter får detta på värdering till verkligt värde och orealiserade värdeförändringar.
- Vad har orealiserade värdeförändringarna för konsekvenser på de redovisade resultaten i fastighetsbolag?

Nedan redogör vi för de slutsatser som framkommit utifrån studiens frågeställning.

7.2 Hur påverkar ränteläget fastighetsbolagens orealiserade värdeförändringar?

Genom vår analys kan vi följaktligen konstatera att det inte går att isolera en enskild aspekt som påverkar de orealiserade värdeförändringarna. Detta scenario **styrks** av att de orealiserade värdeförändringarna härstammar från samma aspekter och antaganden som används vid värdering av förvaltningsfastigheter. Det finns dock parametrar som har större påverkan än andra och räntan är en av dessa. Med en låg ränta sjunker fastighetsbolagens största kostnadspost, räntekostnader. Till följd av lägre räntekostnader ökar investeringsviljan för fastighetsbolagen då det är lättare att införskaffa kapital vilket bidrar till högre köpeskillingar och högre värde på fastigheterna.

Vidare kan det fastställas att räntan är en faktor som påverkar fastighetsbolagens värdering då den har en indirekt påverkan på de antaganden och bedömningar som värderingarna grundar sig på. Aspekter som påverkas av ett förändrat ränteläge är exempelvis investeringsviljan hos fastighetsbolagen som kan kopplas till marknadens utbud och efterfrågan, bolagets direktavkastningskrav, bolagens belåningsgrad samt kapitalstruktur och hyresnivåerna på marknaden till följd av ett förändrat avkastningskrav. Då de orealiserade värdeförändringarna

definieras som skillnaden mellan $IB + \text{Investeringar} - \text{Förvärv} + \text{ORV} = \text{UB}$, påverkar dessa parametrarna de orealiserade värdeförändringarna då de härstammar från den värdering som bolagen gjort på sina fastigheter.

Det vi finner speciellt intressant är det sänkta direktavkastningskravet hos fastighetsbolagen som har skett till följd av ränteläget. Det sänkta avkastningskravet korrelerar väl med den sänkta reporäntan vilket har varit en bidragande faktor till varför fastigheternas värde har stigit och därmed resulterat i stora orealiserade värdeförändringar i bolagens redovisningar. Anledning till ett sänkt direktavkastningskrav tros ligga i bolagens bedömningar gällande ränteläget i kombination med en lägre risk och inflationstrycket. Vidare har ett sänkt direktavkastningskrav även påverkat hyresnivåerna som är en viktig parameter vid värdering av fastigheters värde.

Sammantaget kan vi konstatera att räntan är en av de största omvärldsfaktorerna som påverkar fastighetsbranschens välmående. Det finns en korrelation mellan en sänkt ränta, sänkta avkastningskrav och ökade fastighetsvärden vilket resulterar i högre orealiserade värdeförändringar.

7.3 Hur skiljer sig bedömningarna mellan fastighetsbolagen och vilka effekter får detta på orealiserade värdeförändringar?

Efter genomförandet av intervjuer och granskning av årsredovisningar kan vi konstatera att aspekterna som beaktas i både omvärlden, orten och på objektet är väldigt snarlika mellan studerade företag vid värdering till verkligt värde. Studien visar på att de studerade företagen inte värdesätter de olika aspekterna på samma sätt. Detta kan bland annat relateras till vilken verksamhet som företaget bedriver samt vilken vision företaget har, vilket gör att bedömningarna om vilka aspekter som är viktigast att fokusera på skiljer sig åt.

De aspekter som beaktas vid värdering till verkligt värde är lika varandra i de studerade företagen. Därav påverkas inte värderingen och de orealiserade värdeförändringarna av de olika aspekter företagen använder vid värderingstillfället. Vad som däremot påverkas är de olika nivåer som bedöms vid respektive aspekt hos företagen. Då värdering till verkligt värde i stor utsträckning påverkas av de nivåer som används vid bedömningen, påverkas även de orealiserade värdeförändringarna av dessa bedömningarna. I enlighet med vad Webinger (2012) presenterar i sin studie har små skillnader eller förändringar av nivåerna som ligger till

grund för värderingen stor påverkan på storleken av de orealiserade värdeförändringarna. Vi kan därför konstatera att även om de studerade företagen i stort sätt utgår ifrån samma aspekter vid värderingen av sina förvaltningsfastigheter, skiljer sig bedömningarna av nivåerna åt vilket påverkar de orealiserade värdeförändringarna.

7.4 Vad har orealiserade värdeförändringarna för konsekvenser på de redovisade resultaten i fastighetsbolag?

Vi har genom vår analys kommit fram till att synen av de orealiserade värdeförändringarnas påverkan på de redovisade resultat i fastighetsbolag varierar. Några av intervjupersonerna ansåg att det var korrekt och lämpligt med att bolag tar upp de orealiserade värdeförändringarna i resultatet eftersom de speglar hur bra det går för företaget samt vilken utveckling som fastigheterna har haft. De visar med andra ord på marknadsvärdet. Andra intervjupersoner ansåg att orealiserade värdeförändringar kan tendera att bli fiktiva och blåsa upp företagets resultat genom att värdera upp sina fastigheter istället för att öka resultatet igenom tillväxt i kassaflöde och förvaltningsresultat.

Vi har i vår analys kommit fram till att ett sådant scenario kan relateras till earnings management och inkomst smoothing vilket innebär att fastighetsbolag kan manipulera sina resultat för att visa på en mindre volatilitet och därmed grandiosera sina prestationer. Ett sådant tillvägagångssätt kan relateras till att företag utnyttjar den flexibilitet som redovisningen öppnar upp för vid tolkning av IFRS referensram. Vidare kopplas detta till intressentteorin och att ett förskönat resultat inte är rättvist mot potentiella investerare då de trissar upp aktiepriset och förvränger nyckeltal.

De orealiserade värdeförändringarna ska egentligen inte tas upp i resultatet förrän den dagen de blir realiserade, men som intervjuperson B påpekade, vid kontroll av deras årsredovisning blir det orealiserade värdeförändringarna för det gånga året realiserade nästa år vilket bidrar till ett missvisande resultat:

”Jag tittade i vår årsredovisning och då är det bara årets värdeförändringar som tas upp vilket innebär att man tar upp de tidigare årens orealiserade värdeförändringar som realiserade och de är det i facto inte. Egentligen kan man inte säga något om den orealiserade värdeförändringen förrän den dagen man väljer att avyttra.”

Detta scenario kan kopplas samman till vad Burgstahler & Eames (2006) studie kom fram till, att företagsledningar inte vill redovisa vinster som är lägre än beräknat. För att korrigera ett sådant scenario finns det en risk att fastighetsbolagen väljer att justera upp sitt resultat med orealiserade värdeförändringar eller att företaget väljer en redovisningsmetod som främjar företagets lönsamhet och därmed deras finansiella ställning och nyckeltal (Burgstahler & Eames, 2006).

7.5 Diskussion

Vi har ovan besvarat studiens frågeställning och kan därmed konstatera att räntan har en stor inverkan på fastighetsbolagen värdering, vilket även påverkar de orealiserade värdeförändringarna som redovisas mot bolagens resultat. Vi kan dra slutsatsen att räntan är en aspekt som har en stor påverkan på parametern som både fungerar som värdehöjande och värdesänkande. Parametrar som påverkas av räntan är exempelvis fastighetsbolagens direktavkastning, hyresnivåer, belåningsgrad och kapitalkostnader, ökad investeringsvilja samt utbud och efterfrågan. Det vi finner intressanta är det sänkta direktavkastningskravet hos fastighetsbolagen som har skett till följd av ränteläget. Det sänkta avkastningskravet korrelerar väl med den sänkta reporäntan vilket har varit en bidragande faktor till varför fastigheternas värde har stigit och därmed resulterat i stora orealiserade värdeförändringar i bolagens redovisade resultat. Anledning till ett sänkt direktavkastningskrav tros ligga i bolagens bedömningar gällande ränteläget i kombination med en lägre risk och inflationstrycket.

Vi kan följaktligen konstatera att det inte går att isolera en enskild aspekt som påverkar de orealiserade värdeförändringarna. Detta scenario styrks av att de orealiserade värdeförändringarna härstammar från samma aspekter och antaganden som används vid värdering av förvaltningsfastigheter. Det finns dock parametrar som har större påverkan än andra och räntan är en av dessa. Med en låg ränta sjunker fastighetsbolagens största kostnadspost i räntekostnader. Till följd av lägre räntekostnader ökar investeringsviljan för fastighetsbolagen då det är lättare att införskaffa kapital vilket bidrar till högre köpeskillingar och högre värde på fastigheterna.

Till sist uppstår en diskussion om de orealiserade värdeförändringarna resulterar i ett upplåst resultat och om de orealiserade värdeförändringarna används för att minska bolagens volatilitet. Diskussionen grundar sig i att de orealiserade värdeförändringar har en tendens att bidra till ett

missvisande resultat i resultaträkningen samtidigt som de även påverkar tillgångssidan i balansräkning då fastighetsbolagens tillgångar till största del av utgörs av fastigheter. Denna diskussion kan härledas till teorierna earnings management och incomst smoothing. Om det förekommer medveten incomst smoothing hos företagen som vi valt att undersöka är svårt att säga då det måste föreligga dolda motiv för detta enligt Burgstahler & Dichev (1997). Vidare kan incomst smoothing relateras till flexibilitet i redovisningen vilket innebär att företag kan tillmötesgå redovisningens ramverk IFRS på fler än ett sätt. Ytterligare en aspekt som bör beaktas är om det redovisade resultatet, till följd av de orealiserade värdeförändringarna, är det verkliga värdet på fastigheterna och om det är de värde som ger en rättvisande bild mot intressenter och långivare.

Till sist kan vi konstatera att vår studie visar på att de undersökta fastighetsföretagens syn på de orealiserade värdeförändringarna varierar. Definitionen av de orealiserade värdeförändringarna är i stora drag samstämmig mellan representanterna medan användandet av de orealiserade värdeförändringarna skiljer sig åt mellan bolagen. Det vi däremot kan fastställa är att det finns en flexibilitet i redovisningen som ger svenska börsnoterade fastighetsbolag möjligheten att tillmötesgå redovisnings ramverk på fler än ett sätt vilket man bör ställa sig kritisk till.

7.6 Förslag till fortsatt forskning

Det skulle vara intressant att göra en liknande studie som vår där man undersöker om det finns några fler tänkbara incitament för fastighetsbolag eller andra bolag till varför den låga räntan ska finnas och vilka effekter detta får i ett längre perspektiv. Ett exempel på detta kan vara att undersöka hur tillgångsvärdena förändras i relation till ränteläget.

Vidare hade det varit intressant att bemöta vår studie med andra redovisningsteorier. Deegan & Unerman (2011) påvisar i sin bok agentteorin som hade varit en teori som hade varit möjlig att bemöta en liknande studie med. Agentteorin går ut på att förklara varför vissa redovisningsval görs vilket kan relateras till den redovisningsflexibilitet som tas upp i vår diskussion. Agentförhållandet kan förklaras som ett kontrakt mellan en agent och en principal där principalen anlitar agenten för att uträtta en vis tjänst (Deegan & Unerman, 2011). Detta scenario hade kunnat härledas till att fastighetsbolagen anlitar externa parter i värderingsprocessen vilket får den externa parten att agerar som ”agenter” åt fastighetsbolagen.

En sådan studie skulle innebära en riktningsförändring av teori skulle det möjligtvis bidra till fler infallsvinklar som hade kunnat resultera i en djupare och med komplex analys av ämnet.

Källförteckning

Tryckta Källor

Björklund, M. & Paulsson, U. (2012). Seminarieboken: *Att skriva, presentera och opponera*. Lund: Studentlitteratur.

Boksjö, A. & Lönn Borg-Andersson, M. (1994). *Svenska finanskriser – Orsaker, förlopp, åtgärder och konsekvenser, Report No 2*. Department of Economic History Uppsala University.

Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Uppl. 2. Stockholm: Liber.

Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). *Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24: s. 99–126.

Burgstahler, D. & Eames, M. (2006). *Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises*. *Journal of business finance & accounting*, vol. 33: 5/6, ss. 633–652.

Commerford, B.P. Hermanson, D.R. Houston, R.W. & Peters, M.F. (2016). *Real Earnings Management: A Threat to Auditor Comfort?* *Auditing: A Journal of Practice & Theory* In-Press, Vol. 2.

Deegan, C. & Unerman, J. (2011). *Financial Accounting Theory*. Maidenhead: Mc Graw-Hill Education.

FAR (2013). *IFRS-volymen 2013*.

Gillham, B. (2008). *Forskningsintervjun tekniker och genomförande*. Uppl. 1:1. Malmö: Studentlitteratur.

Institutet för värdering av fastigheter och SFF (2015) *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt Fastighetsnomenklatur*. 12:e upplagan. Södertälje: Fastighetsnytt Förlags AB.

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet. (2008). *Fastighetsvärdering Grundläggande teori och praktisk värdering*. Gävle: Lantmäteriverket.

Lind, H. (2004). *Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter*. Fastighetsakademin, Stockholm.

Lind, H. (1998). *The definition of market value – Criteria for judging proposed definitions and an analysis of three controversial components*. *Journal of Property Valuation and Investment*, volym 16, nr 2, s. 159-174.

Ljungdahl, F. (1999). *Utveckling av miljöredovisning av svenska börsbolag – praxis, begrepp, orsaker*. Lund: Lund University Press.

Lorentzon, J. (2011). *Att värdera tillgångar- verkligt värde inom skogs- och fastighetsbranschen*. Handelshögskolan Göteborgs Universitet. Bokförlaget BAS.

Marton, J. Lumsden, M. Lundqvist, P. & Pettersson, A.K. (2013). *IFRS – i teori och praktik*. Uppl. 3, Sanoma Utbildning.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.

Myers, S.C. (2001). *Capital Structure*. The Journal of Economic Perspectives. Volym 15, Nr 2. American Economic Association. s. 82-102.

Nordlund, B. (2008). *Valuation and performance reporting in property companies according to IFRS*. Rapport 82. Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm.

Prytz, J. & Tamm, M. (1995). *Tillskott utan aktieteckning*. Stockholm: Juristförl.

Reddy, K. & Reddy, C. (2013) *Capital Structure (Debt-Equity) of Indian Real Estate Industry (IREI): A Study*. CLEAR International Journal of Research in Commerce & Management. Mar 2013, Vol. 4 Issue 3, p42-46. 5p.

Sayther, C.A. (2004). *Fair value accounting: Fair for whom?*. Financial Executive, vol. 20: 2, s. 6.

Scott W.R. (2003). *Financial accounting theory*. Toronto Ontario: Pearson Education Canada Inc.

Shortridge, R.T. & Smith, P.A. (2009). *Understanding the changes in accounting thought*. Research in Accounting Regulation, no. 21. pp 11-18.

Thomas, N, & Henning, Z (2011). *The reliability of investment property fair values under IFRS*, Journal Of Property Investment & Finance, 1, p. 59.

Webinger, M. Comer, M. & Bloom, R. (2013). *The effect of additional guidance on fair value measurement and disclosure in illiquid or inactive markets*. Research in Accounting Regulation, Volume 25, Issue 2, p. 220-229.

Elektroniska källor

Alsterlind, J., Erikson, H., Sandström, M. & Vestin, D. (2015). *Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?* Tillgänglig via: http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2015/rap_ek_kom_nr12_151016_sve.pdf (Hämtad 2017-05-08).

DN, Ekonomi (2008). *Så funkar finanskrisen*. Tillgänglig via: <http://www.dn.se/ekonomi/sa-funkar-finanskrisen/> (Hämtad 2017-05-17).

Ekonomifakta (2016). *Finanskris och skuldskris*. Tillgänglig via: <http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Fakta-fran-kris-till-kris/>

(Hämtad 2017-05-15).

Fastighetsnytt (2015). *Förvrängande värdeförändringar*. Tillgänglig via:
<http://fastighetsnytt.se/borsblogg/forvrangande-vardeforandringar/> (Hämtad 2017-05-05).

Fastighetsnytt (2017). *2016 gav ett transaktionsrekord med råge*. Tillgänglig via:
<http://fastighetsnytt.se/2016/12/2016-gav-ett-transaktionsrekord-med-rage/> (Hämtad 2017-03-23).

Fastighetsvärlden (2017). *20 största affärerna 2016*. Tillgänglig via:
<http://www.fastighetsvarlden.se/analys-fakta/topplistor/20-storsta-affarerna-2016/> (Hämtad 2017-03-23).

Finanshistoria (2010). *Finanskrisen i USA 2008*. Tillgänglig via:
<http://www.finanshistoria.nu/finanskrisen-i-usa-2008> (Hämtad 2017-05-17).

Finansinspektionen (2009). *Rapport 2009:9- Bankernas utlåning till kommersiella fastigheter i Sverige. DNR 08-11411; 25 maj 2009*. Tillgänglig via
http://www.fi.se/upload/Rapport_2009_9.pdf (Hämtad 2017-04-28)

Finanstidningen (2008). *Den svenska finanskrisen på 1990-talet*. Tillgänglig via:
<http://www.finanstidningen.biz/index.php/finansartiklar/nationalekonomi/71-den-svenska-finanskrisen> (Hämtad 2017-05-17).

Lorentzon, Johan (2013). *Verkligt värderedovisning missar målet*. Artikel Balans. Tillgänglig via:
<http://www.tidningenbalans.se/debatt/verkligt-varde-redovisning-missar-malet/#> (Hämtad 2017-03-23).

Regeringen (2015). *Sveriges väg till EU-medlemskap*. Regeringskansliet Stockholm. Tillgänglig via:
<http://www.regeringen.se/sa-styrs-sverige/medlemskapet-i-eu/sveriges-vag-till-eu-medlemskap/> (Hämtad 2017-03-28).

Riksbanken (2015) *Att styra räntan*. Tillgänglig via:
<http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Att-styra-rantan/> (Hämtad 2017-05-08).

Riksbanken (2017). *Penningpolitisk rapport. Stockholm. Sveriges Riksbank februari 2017*. Tillgänglig via:
http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/2017/170215/rap_ppr_170215_Y85J33lmn_sv.pdf (Hämtad 2017-03-23).

SEB (2017). *Grön obligation finansierar lån till gröna satsningar*. Tillgänglig via:
<https://sebgroun.com/sv/press/nyheter/gron-obligation-finansierar-lan-till-grona-satsningar> (Hämtad 2017-04-28).

Svenska Dagbladets Näringsliv (2015). *Låga räntor ger lyft för fastighetsbranschen*. Tillgänglig via:
<https://www.svd.se/rekordlaga-rantor-lyfter-fastighetsbranschen> (Hämtad 2017-04-05).

Swedbank (2017). *Lånesyndikering*. Tillgänglig via:
<https://www.swedbank.se/foretag/finansiering/lanesyndikering/> (Hämtad 2017-04-28).

Swedbank (u.å.) *Räntetak och räntegolv*. Tillgänglig via:
<https://www.swedbank.se/foretag/finansiering/ranteriskhantering/rantetak-och-rantegolv/>
(Hämtad 2017-05-08).

Swedbank (2013). *Vad är en obligation?* Tillgänglig via:
https://www.swedbank.se/idc/groups/public/@i/@sc/@all/@kp/documents/productinformation/cid_916848.pdf (Hämtad 2017-04-28).

Intervjuer

Atrium Ljungberg AB – *Anna Hållén* – Telefonintervju 2017-04-25

Bryggan Fastighetsekonomi – *Peter Samuelsson* – Intervju 2017-05-16

Castellum AB – *Hanna Liedstedt* – Intervju 2017-04-21

Klövern – *Susanne Hörnfeldt* – Telefonintervju 2017-04-28

Platzer – *Marcus Gyllestål* – Telefonintervju 2017-04-27

Victoria Park – *Jörgen Hansson* – Intervju – 2017-05-10

Årsredovisningar

Atrium Ljungberg AB – Årsredovisning 2012–2016

Castellum AB – Årsredovisning 2012–2016

Diös AB – Årsredovisning 2012–2016

Heimstaden AB – Årsredovisning 2012–2016

Hufvudstaden AB – Årsredovisning 2012–2016

Klövern AB – Årsredovisning 2012–2016

Kungsleden AB – Årsredovisning 2012–2016

Platzer AB – Årsredovisning 2012–2016

Victoria Park AB – Årsredovisning 2012–2016

Wihlborgs AB – Årsredovisning 2012–2016

Diagram & Tabeller

Diagram 1 - *Utveckling av reporäntan åren 2012–2016 (%)*.

Diagram 2 - *Medelvärden direktavkastningskrav (%)*.

Diagram 3 - *Belåningsgrader för respektive företag år 2012–2016 (%)*.

Diagram 4 - *Utveckling av reporäntan och direktavkastningskravets medelvärden mellan åren 2012–2016 (%)*.

Tabell 1 - *Sammanställning av utvalda fastighetsbolag och deras redovisade värde för förvaltningsfastigheter i Mkr 2016*.

Tabell 2 - *Fastighetsbolagens val av värderingsmetod*.

Tabell 3 - *Fastighetsbolagens val av intern, extern eller mixad värdering*.

Tabell 4 - *Fastighetsbolagens direktavkastning mellan åren 2012–2016*.

Tabell 5 - *Orealiserade värdeförändringar i förhållande till förvaltningsfastigheternas bokförda värde*.

Tabell 6 - *En överblick över de intervjuade fastighetsbolags värderingsmodeller*.

Tabell 7 - *En överblick över de intervjuade fastighetsbolagens val av intern, extern eller mixad värdering*.

Bilaga 1 – IASB/IAS 40/IFRS 13

IASB

IASB bildades 2001 ur dess föregångare IASC som grundades 1973. IASC gav under sin ledning ut 41 i redovisningsstandarder som benämns IAS. Alla standarder som IASB ger ut efter ombildningen 2001 benämns IFRS. Om en IAS omarbetas till den grad att förändring anses vara väsentlig bildas en ny IFRS-standard.

IASB har tagit fram en föreställningsram för utformning av finansiella rapporter. Förställningsram har som syfte att vägleda den som upprättar finansiella rapporter och att vid tolkning av den information som framkommer i de finansiella rapporterna vägleda användaren. Enligt IASB:s förställningsram är de finansiella rapporternas syfte att tillhandahålla information om företags finansiella ställningen och resultat samt förändringar i den ekonomiska ställningen (FAR, 2013). Informationen i de finansiella rapporterna är användbar av olika användare som underlag för deras beslut i ekonomiska frågor. Användare och intressenter av de finansiella rapporterna är exempelvis potentiella investerare, kreditgivare, leverantörer och anställda (FAR, 2013).

IASB har för avsikt att bearbeta och utveckla principbaserade redovisningsstandarder. Principbaserade redovisningsstandarder tar sin grund i att istället för regler, som förklarar exakt hur ett redovisningsval ska göras, finns det principer som förespråkar och vägleder mot lämpligt redovisningsval. Med principbaserad redovisning kan det därför innebära att det finns olika redovisningsval för en och samma finansiella händelse. Principbaserade redovisningsstandarder inkluderar kvalitativa principer. De två kvalitativa principerna som är viktigast enligt Deegan & Unerman (2011) är relevans och tillförlitlighet.

Informationen som redovisas anses vara relevant om den är användbar som beslutsunderlag för användare och intressenter samt om informationen kan användas för både framtida prognoser och kontroller. Detta kan ske genom bedömning av inträffade, aktuella eller framtida händelser eller genom att bekräfta eller korrigera tidigare bedömningar som företag gjort. Vidare påverkas informationens relevans av dess väsentlighet (FAR, 2013). Informationens väsentlighet grundar sig i om en felaktighet eller ett utlämnande av information påverkar användarens beslut.

Vidare anses informationen vara tillförlitlig om den inte innehåller väsentliga felaktigheter och inte är vinklad (FAR, 2013). Informationen som redovisas ska återge transaktioner och andra händelser på ett korrekt sätt vilket innebär att enligt IASB ska det redovisas enligt ekonomisk innebörd och inte enbart i enlighet med juridisk form. Ett exempel på detta är leasing av maskiner som ska redovisas som om man äger maskinen och redovisas därför som en tillgång i balansräkningen.

IAS 40

IAS 40 Förvaltningsfastigheter är en standard med syfte att ange hur förvaltningsfastigheter skall redovisas. Standarden behandlar skillnaden mellan förvaltningsfastigheter och rörelsefastigheter vilket är av stor vikt då IAS 40 endast är avsedd för förvaltningsfastigheter. Definitionen av en förvaltningsfastighet lyder ”fastigheter (mark eller en byggnad – eller del av en byggnad – eller båda) som innehas (av ägaren eller av en leasetagare om leasingavtalet klassificerats som ett finansiellt leasingavtal) i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa”. Fastigheter som inhandlas och planeras att säljas vidare eller som upprättas åt tredje part inte faller inom ramen för att bli kallad förvaltningsfastighet (FAR, 2013).

Enligt IAS 40 kan företag redovisa till ett anskaffningsvärde eller till ett verkligt värde, beroende på val av redovisning skall detta vara konsekvent för samtliga fastigheter inom företaget. IAS 40 är tvingande gällande att företag ska värdera förvaltningsfastigheter till verkligt värde antingen i värderingssyfte eller i upplysningssyfte. Ytligare en företeelse som uppmuntras är att företag ska ta hjälp av en utomstående värderare för att på så sätt få fram ett så sant verkligt värde som möjligt.

IFRS 13 – Värdering till verkligt värde

IFRS 13 – Värdering till verkligt värde trädde i kraft den 1 januari 2013. Standarden ska fungera som ett komplement till IAS 40 genom att vägleda hur värdering till verkligt värde ska utföras och vilka upplysningar som krävs av den redovisade enheten. IFRS 13 definierar verkligt värde som ”det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer”(IFRS 13:9). Vid värdering till verkligt värde ska värdet på tillgången eller skulden som värderas spegla det pris som skulle betalas vid en överlåtelse, ett så kallar ”exit price” (IFRS 13:2)

För att uppnå detta finns det en värderingsmodell i IFRS 13. Värderingsmodellen definierar tre olika nivåer av data som skapar en värderingshierarki (Marton et al. 2013). Hierarkin för värdering till verkligt värde prioriterar ojusterade noterade priser på en aktiv marknad för identiska tillgångar eller skulder högst och prioriterar icke observerbara data lägst. Värderingshierarkins olika nivåer ser ut som följande (Marton et al 2013):

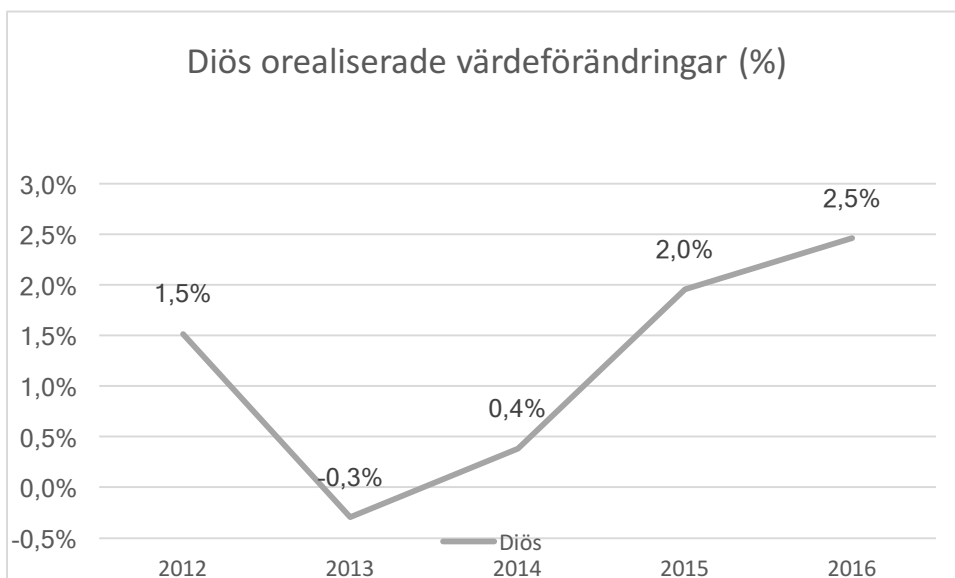
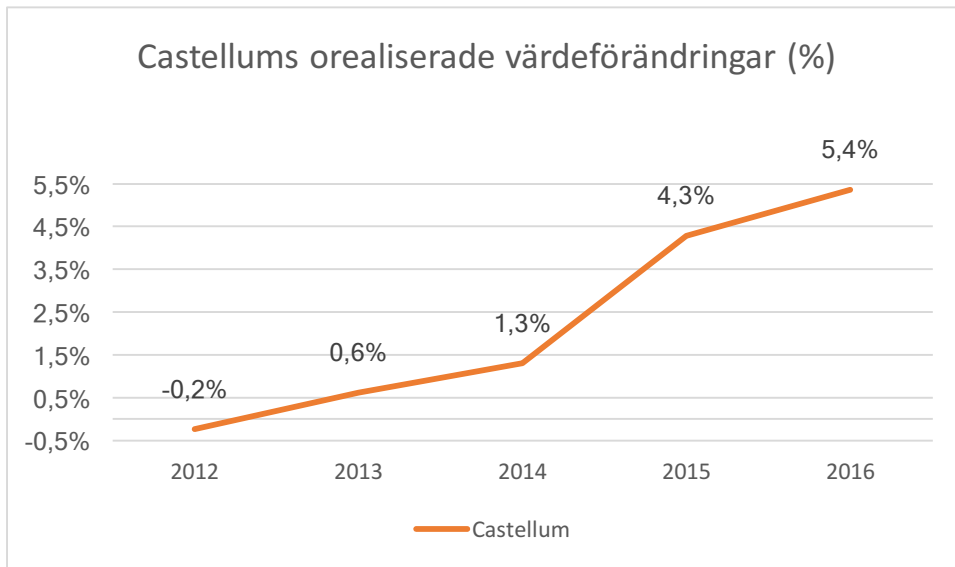
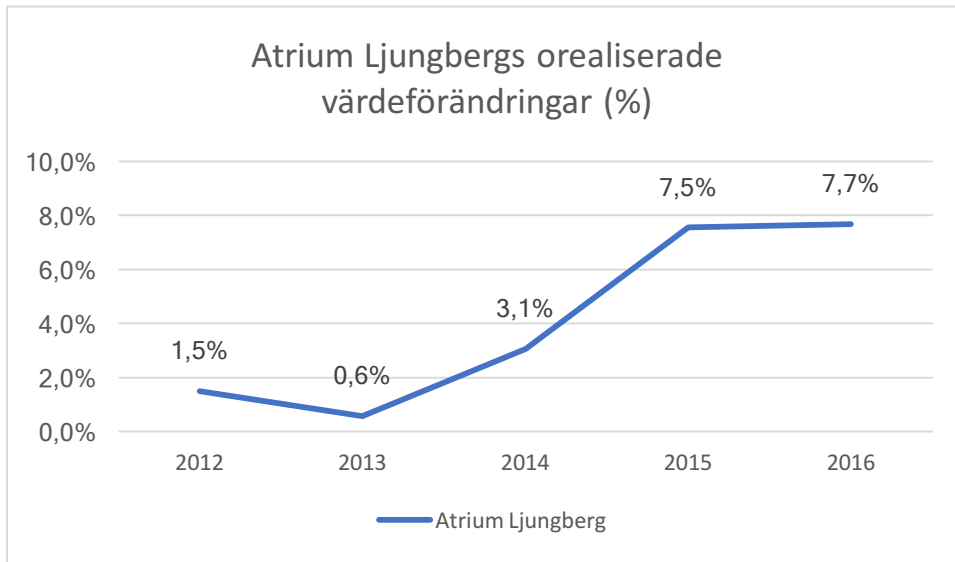
Nivå 1: Data som används är noterade priser på en aktiv marknad för tillgångar och skulder som är identiska (IFRS 13:76). Har företag tillgång till sådan data kan man använda marknadsdata direkt för att värdera sina tillgångar eller skulder, utan att behöva göra en egen bedömning eller justering.

Nivå 2: Data som används bygger på både indirekt och direkt observerbar data. Nivå två bygger på noterade priser på en aktiv marknad för liknande men inte identiska tillgångar, vilket innebär att data som inkluderas i nivå ett exkluderas i nivå två (IFRS 13:81). Data som används i nivå två behöver inte enbart vara noterade priser utan kan exempelvis vara volatiliteten på marknaden och yield-kurvor på räntor med olika löptider. För att värdera till verkligt värde med data från nivå två krävs det justeringar och bedömningar från de redovisade företaget.

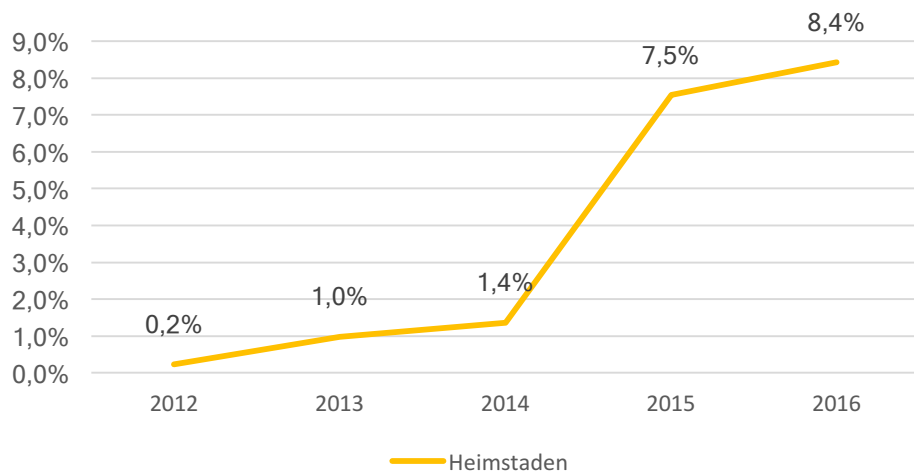
Nivå 3: Data som används bygger på att ej observera data. Värdering av tillgången baseras på antagande och bedömningar från det redovisade företaget (IFRS 13:86). Koppling till en marknad måste göras även vid användande av nivå tre. IFRS 13 anger att värdering till verkligt värde ska utgå från den data en marknadsaktör skulle använda sig av för att prissätta tillgången eller skulden.

Finns nivå ett data tillgängligt måste det användas och nivå tre data får endast användas om varken nivå ett eller två data finns att tillgå (Marton et al. 2013).

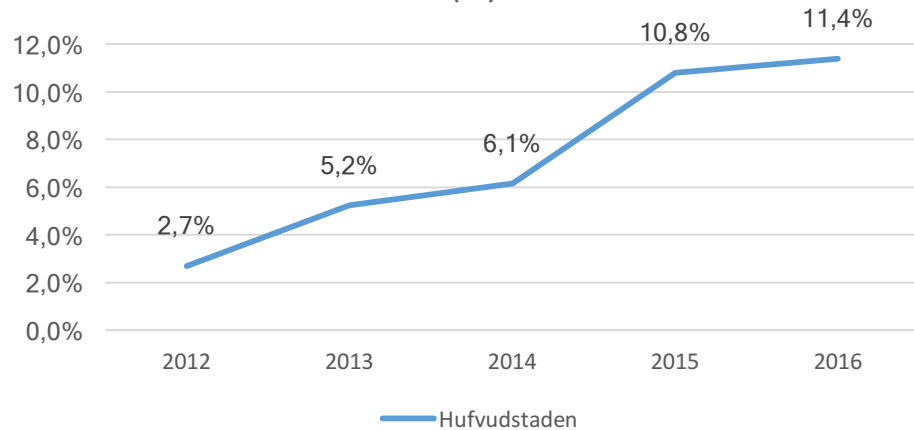
Bilaga 2 - Orealiserade värdeförändringar



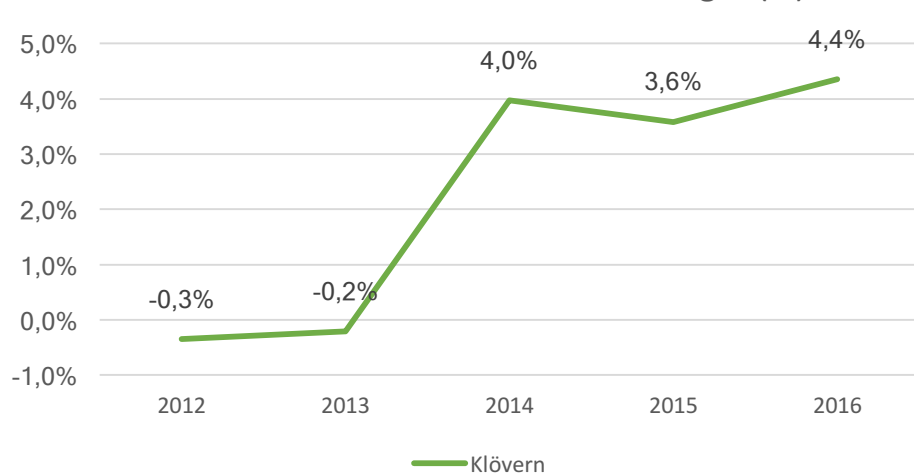
Heimstadens orealiserade värdeförändringar (%)

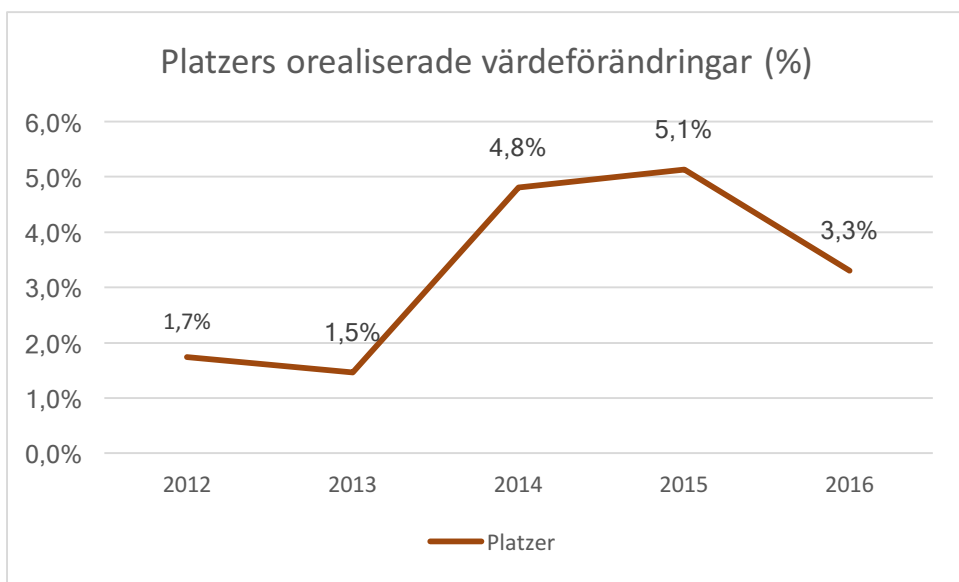
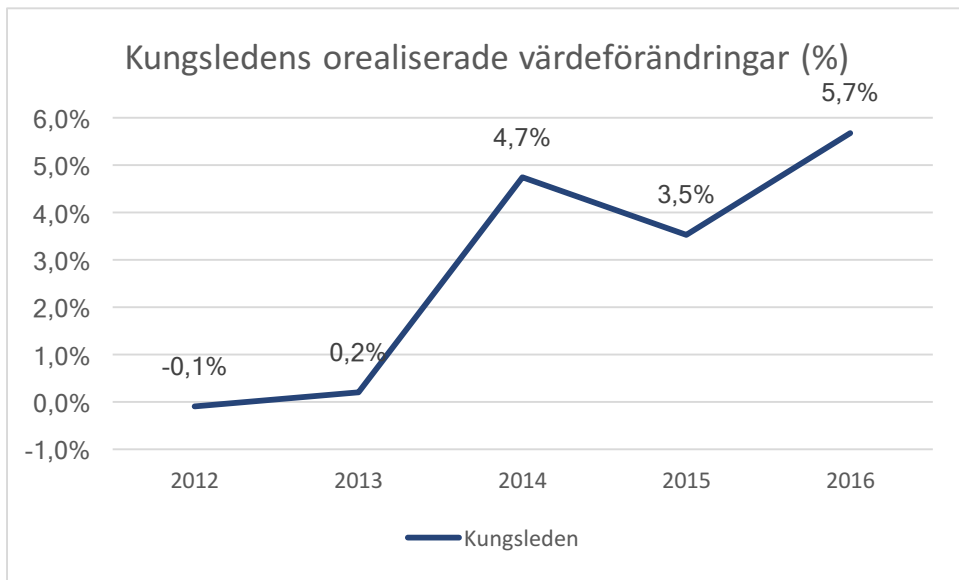


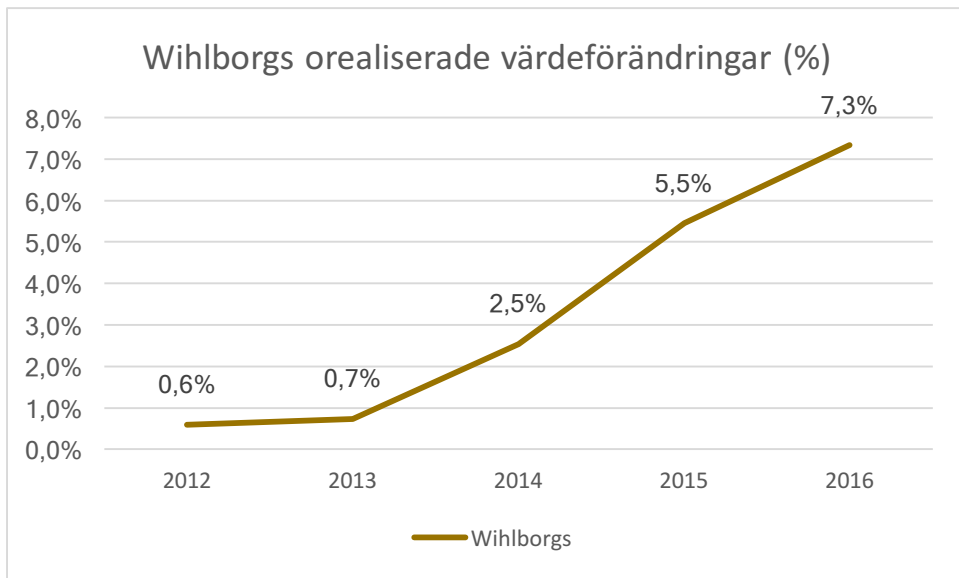
Hufvudstadens orealiserade värdeförändringar (%)



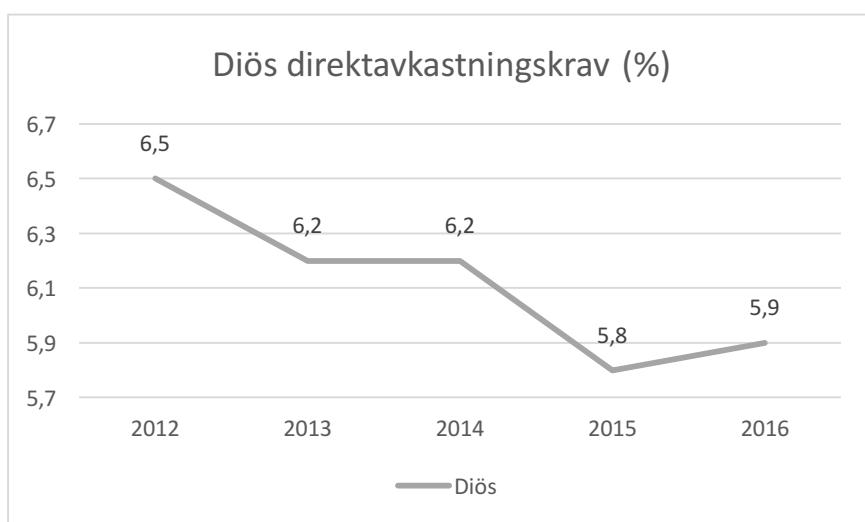
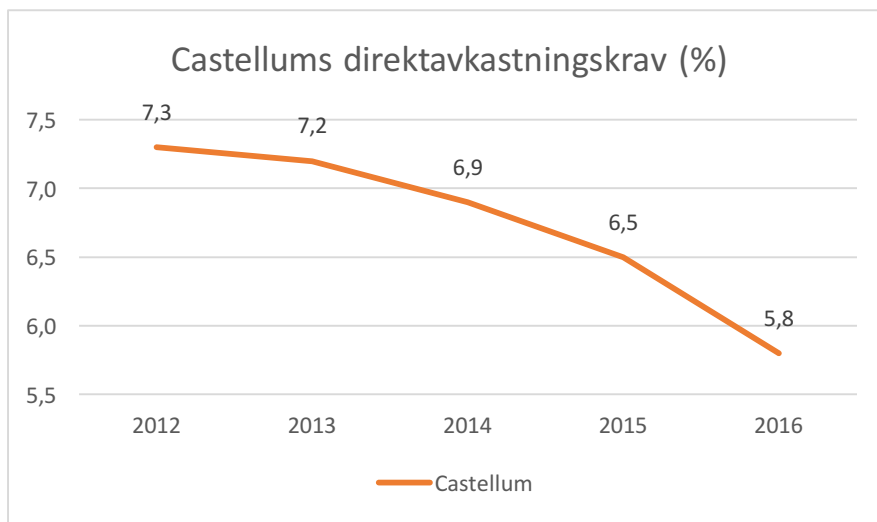
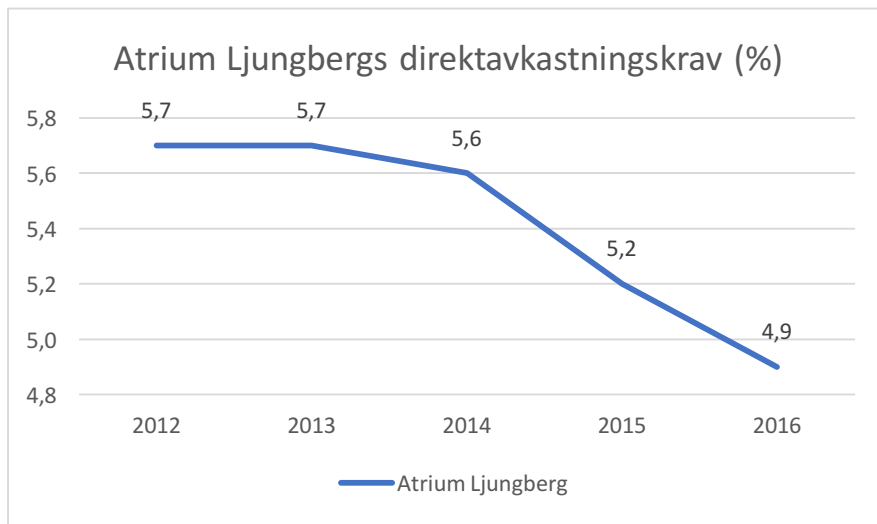
Klövernens orealiserade värdeförändringar (%)

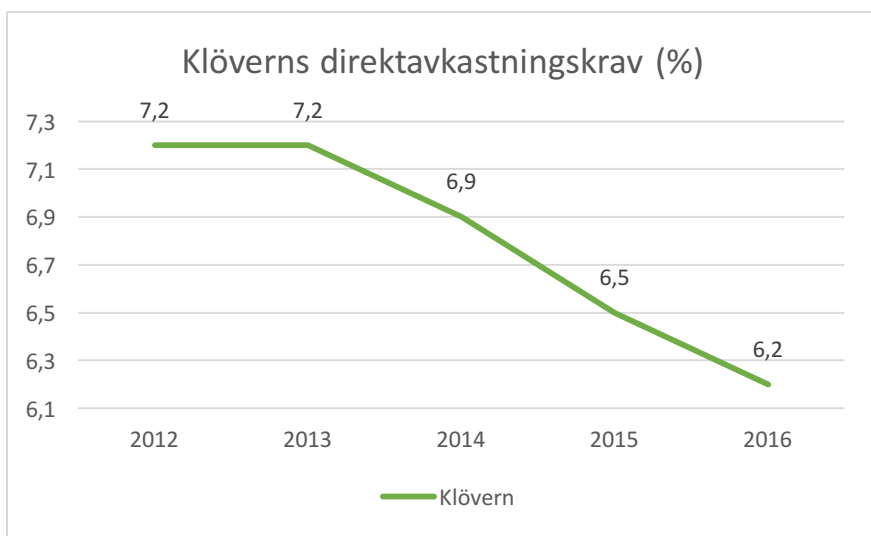
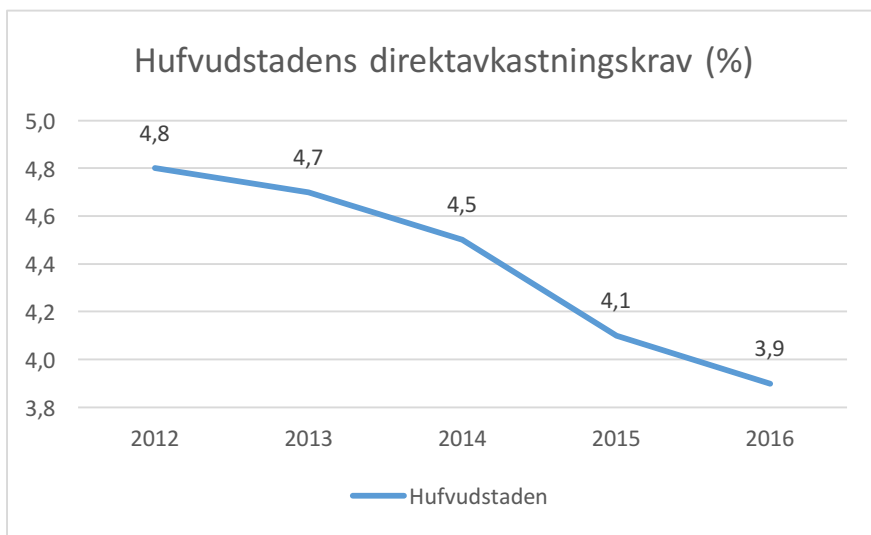
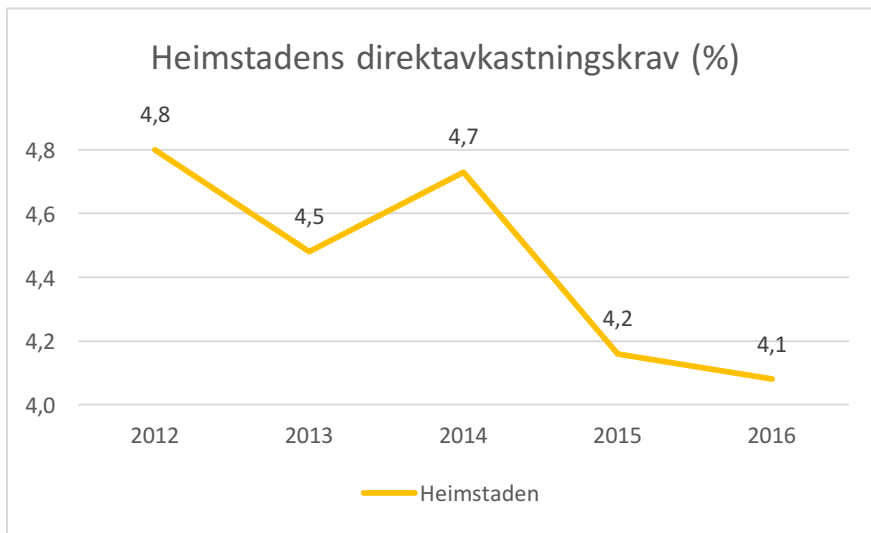


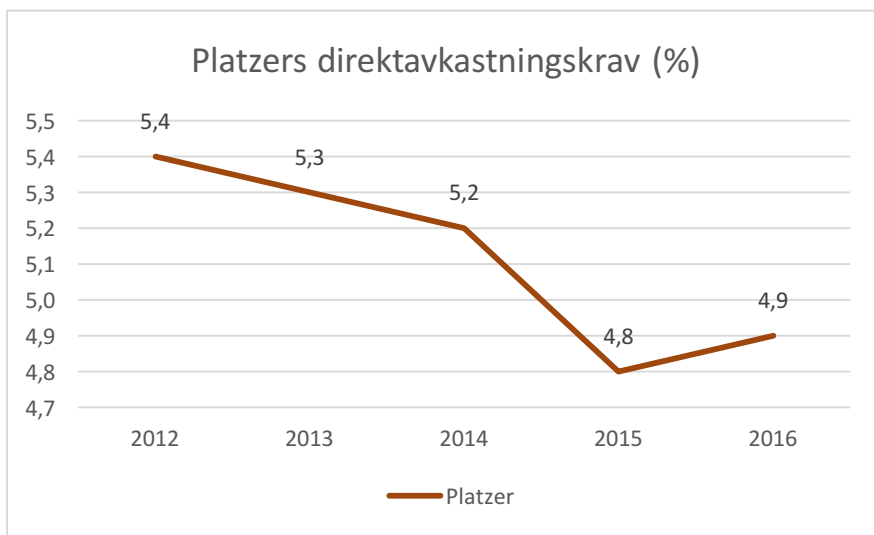
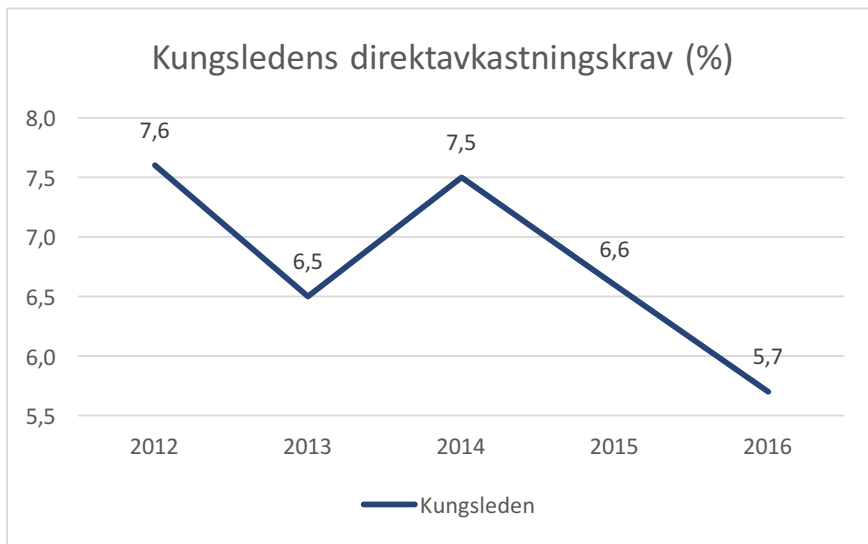


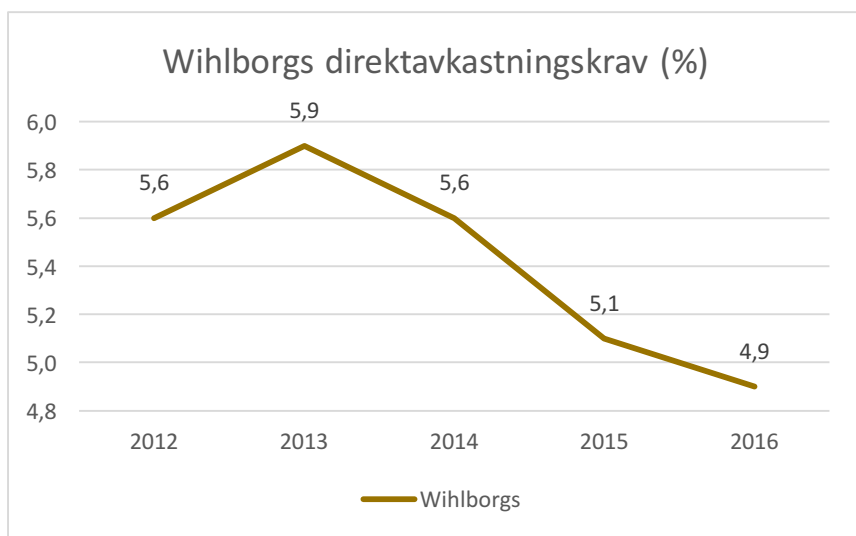


Bilaga 3 - Direktavkastningskrav









Bilaga 4 – Intervjuguider

Fastighetsbolag

Vilken befattning har du i företaget?

- Hur länge har du haft den befattningen?
- Vilka är dina arbetsuppgifter?
- Vad har du för bakgrund (utbildning, tidigare arbeten)?

Intern/extern värdering

- Vår studie av era årsredovisningar mellan åren 2012–2016 visar att ni använder er av en mix av både intern- och extern värdering vid värdering av era förvaltningsfastigheter, stämmer det?
- Vad grundar ni ert val att kombinera intern och extern värdering på?
- Ser ni några risker med att värdera era förvaltningsfastigheter både internt och externt?

Värderingsmetod

- Vi har studerat era årsredovisningar från 2012–2016 och tolkar det som att ni använder er av en kassaflödesmodell, stämmer det?
- Vad grundade ni ert val av värderingsmetod på, var det något ni tyckte var särskilt viktigt vid valet av värderingsmetod?

Verkligt värde och orealiserade värdeförändringar

- Hur tolkar du begreppet verkligt värde och dess definition?
- Hur tillförlitligt anser du att det verkliga värdet är?
- Vilka bedömningar och antaganden grundar ni era värderingar på?
- Är det några särskilda aspekter/omvärldsaspekter vid värdering som är extra viktiga för er att beakta vid värdering?
- Vad definierar ni som orealiserade värdeförändringar?
- Vad tror du har påverkat era stora orealiserade värdeförändringar?
- Vilken faktor tror du har haft störst inverkan på de stora orealiserade värdeförändringarna?
- Ser ni några risker med de stora värdeförändringarna?
- Vad är er syn på att orealiserade värdeförändringar tas upp i resultatet?

Ränteläget

- Hur påverkas er nuvarande kreditsituation av det låga ränteläget?
- Antar ni några försiktighetsåtgärder vid eventuella räntehöjningar i framtiden?

Extern värderare

Vilken befattning har du i företaget?

- Hur länge har du haft den befattningen?
- Vilka är dina arbetsuppgifter?
- Vad har du för bakgrund (utbildning, tidigare arbeten)?
- Vem värderar ni fastigheter åt?

Intern/extern värdering

- Vad anser ni är det bästa sättet att värdera fastigheter på? Endast internt, endast externt eller en kombination?
- Ser ni några risker eller fördelar med respektive värderingsstrategi?
- Hur ofta tror ni det är optimalt att värdera fastighetsbeståndet externt för fastighetsbolag?
- Vad skiljer en extern värdering från en intern värdering i fastighetsbolag?

Värderingsmetod

- Vad använder ni för värderingsmodell vid värdering av förvaltningsfastigheter?
- Vad grundade ni ert val av värderingsmetod på, är det något ni tycker var särskilt viktigt vid valet av värderingsmetod?

Verkligt värde och orealiserade värdeförändringar

- Hur tolkar du begreppet verkligt värde och dess definition?
- Hur tillförlitligt anser du att det verkliga värdet är?
- Vilka bedömningar och antaganden grundar ni era värderingar på?
- Är det några särskilda aspekter/omvärldsaspekter vid värdering som är extra viktiga för er att beakta vid värdering?
- Vad definierar ni som orealiserade värdeförändringar?
- Vad tror du har påverkat era stora orealiserade värdeförändringar?
- Vilken faktor tror du har haft störst inverkan på de stora orealiserade värdeförändringarna?
- Ser ni några risker med de stora värdeförändringarna?
- Vad är er syn på att orealiserade värdeförändringar tas upp i resultatet?

Ränteläget

- Tar ni någon hänsyn till reporäntans utveckling vid värdering av förvaltningsfastigheter?
- Hur tror du att den sjunkande reporäntan påverkar fastighetsbolagens kreditsituation?