



LUNDS TEKNISKA HÖGSKOLA
Avdelningen för Lantmäteri
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET
Företagsekonomiska institutionen

Examensarbete Fastighetsekonomi

Magisteruppsats i Finansiering

LUND 1998

SVERIGES HYRESFASTIGHETER

- Ägare och ägarmotiv

Handledare:
Ingemar Ståhl
Examinator:
John Sandblad

Författare:
Anders Persson
Pär Sjöstrand

ISRN LUTVDG/TVLM 99/5033

Avdelningen för
Lantmäteri
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet
Box 118
221 00 LUND

Department of Surveying
and real estate management
Lund Institution of Technology
University of Lund
Box 118
S-221 00 LUND
SWEDEN

Sveriges hyresfastigheter - Ägare och ägarmotiv

The rental real estate market of Sweden -Owners and their motives

Författare / Authers
Anders Persson
Pär Sjöstrand

ISRN LUTVG/TVLM 99/5033

Nyckel ord Fastighetsmarknad, hyresfastighet, fastighetsägare, corporate
governance, värdepapperisering

Keywords Real estate market, rental real estate, real estate owner,
corporate governance, securitisation



Förord

Detta examensarbete är ett samarbete mellan Ekonomihögskolan vid Lunds universitet representerade av Pär Sjöstrand och Lantmäterilinjens vid Lunds Tekniska Högskola representerade av mig Anders Persson.

Första gången arbetet lades fram var i oktober 1997. Då motsvarade det en magisteruppsats på 10 poäng för Pär. Därefter har jag fortsatt på arbetet så att det skall motsvara ett 20 poängs examensarbete på Lantmäterilinjens.

Förändringarna som är gjorda sedan magisteruppsatsen är framförallt en noggrannare bearbetning av statistik i kapitel 5. Ett nytt kapitel har lagts till där en jämförelse av statistik över tiden har gjorts. Omarbetningen har gjort att slutsatserna, metoden och syftet också har förändrats. Några stycken har strukits eftersom de inte ansetts passa in i det nya upplägget. Under oppositionen på magisteruppsatsen framkom en del kritik som också har beaktats i denna nya utökade version. Vissa förändringar i dispositionen och layouten har gjorts för att göra resonemangen tydligare.

Stockholm Påsken 1998
Anders

Sammanfattning

Titel *SVERIGES HYRESFASTIGHETER - Ägare och ägarmotiv*

Ämne/kurs Examensarbete 20 poäng lantmäterilinjen
Magisterseminarium 10 poäng företagsekonomi-finansiering

Författare Anders Persson, lantmäterilinjen
Pär Sjöstrand, företagsekonomi

Handledare Ingemar Ståhl

Syften Uppsatsens syften är:

- Vårt första syftet är att klarlägga vilka ägarkategorier som kan urskiljas på den svenska fastighetsmarknaden.
- Vårt andra syfte är att analysera förändringarna som skett bland enskilda ägare över de senaste tio åren.
- Vårt tredje syfte är att analysera motiven till ägandet och framtida förändringar.

Metod Det första och andra syftet uppfylldes genom att analysera, kritiskt granska och bearbeta befintlig statistik. Det tredje syftet uppfylldes genom att jämföra FIB-konstruktionen (Fastighetsinvesteringsbolag) med de olika ägarkategoriernas karakteristiska drag med avseende på risker, ägarkonstruktion, ägarsyfte och fastighetsinnehav.

Slutsatser Ägarna till hyresfastigheter i Sverige kan delas in i tre huvudgrupper med avseende på motiven till ägandet; bostadsrättsföreningar, kommunala bostadsföretag och privata ägare. De privata ägarna kan i sin tur delas in i tre undergrupper med avseende på funktionerna som vi definierat; egenutnyttjare, uthyrare och placerare. Utifrån de olika riskfaktorer vi har identifierat på fastighetsmarknaden har vi kommit fram till två riskkategorier, företagsrisker samt övergripande investerarrisker.

- Bostadsrättsföreningen är en komplicerad juridisk konstruktion med hög risk eftersom denna låser in bostadsrättsinnehavarens personliga förmögenhet i en organisationsform med hög företags- och investerarrisk. Denna ägandeform ger dock bostadsrättsinnehavaren en god kontroll över sitt boende. Förutsättningarna att ombildas till FIB är små. Storleksmässigt utgör de en femtedel av Sveriges hyresfastigheter.

- De kommunala bostadsföretagen har förutsättningar att hantera företagsriskerna, men saknar ekonomiska incitament för en effektiv förvaltning. De är koncentrerade på en speciell ort och en speciell fastighetstyp, vilket gör dem lämpliga för ombildning till FIB. Ombildningen skulle sannolikt lösa problemet med incitament för företagsledningen och därmed attrahera investerare. Totalt utgör de en fjärdedel av hyresfastigheterna.
- Egenutnyttjarna äger sina fastigheter för att det saknas ekonomiskt rationella alternativ då kraven på utformning och teknisk standard är hög. Kontrollen över fastighetens fysiska förutsättningar är därför viktig. Detta är en liten grupp som inte har mycket att vinna på en ombildning till FIB.
- Uthyrarna är specialister på att fysiskt hantera och förvalta fastigheter samt att hantera de olika risker som finns på speciella orter eller inom speciella marknadssegment. De har bäst förutsättningar att hantera företagsriskerna och en ombildning skulle lösa problemet med låg soliditet och därmed göra uthyrarnas bestånd intressantare för investerare. Totalt omfattar gruppen cirka en fjärdedel av hyresfastigheterna.
- Placerare på hyresfastighetsmarknaden av typen pensionsfonder och försäkringsbolag äger fastigheter som en del av en finansiell portfölj. De kan hantera investerarrisker men saknar en del av förutsättningarna för att kunna hantera företagsriskerna. En ombildning till FIB innebär en avknoppning av fastighetsförvaltningen och skulle göra det möjligt att koncentrera sig på kärnverksamheten. Cirka en tiondel av hyresfastigheterna ägs av placerare.

En specialisering av marknadens aktörer där den kategori som har bäst förmåga att hantera en viss typ av risk också gör detta kommer alla aktörer att tjäna på. Denna utveckling kan underlättas om nya typer av fastighetsägande introduceras. Vi har tittat närmare på Fastighetsinvesteringsbolag (FIB) som en alternativ ägarform och har funnit att denna skulle kunna vara intressant för vissa ägargruppers fastighetsbestånd.

Ombildningen kan öka likviditeten på fastighetsmarknaden vilket skulle effektivisera prissättningen på fastigheter och öka intresset för fastighetsinvesteringar, även utanför storstadsregionerna. Detta skulle i sin tur hela den finansiella marknaden tjäna på eftersom fastigheter ofta används som säkerhet för lån till olika typer av investeringar.

English summary

In this essay we examine the owners of renting real estate in Sweden. With renting real estate we mean real estate which are used for dwelling of more than two tenants or are a used for commercial purposes e.g. offices, shops, restaurants etceteras. Real estate that is used for farming, forestry or industrial purposes are not included in this context. This subdivision refers to the Swedish taxation law.

We have developed a model in which we have located the main functions that the market for real estate consists of. The functions are:

- using
- administrating
- financing

To make the market work we have also added intermediaries and rules & regulations that influence the market, these influences are not covered in the thesis.

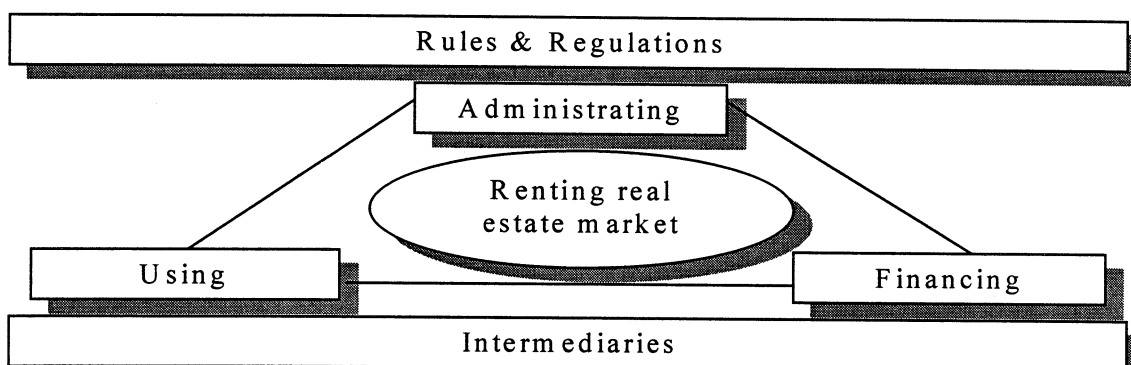


Figure1 Our model over the functions of the rental real estate market.

We argue that you can divide the owners of real estate in two ways depending on:

1. what good it brings back to the owner
2. what function the owner wants to get control over

The first way of subdivision results in three groups of owners. First, the tenant-owner societies who get control over their housing. Second the council housing who get back social welfare. Third private owners who get monetary gains.

The second way refers to our model over real estate renting market. Depending on which function or functions the owner solves, a categorisation can be made. The tenant-owned society solves all of the function within its organisation. They are the users of the property, they are responsible for the administration and they supply it with funds both by buying the single flat and by deciding the capital structure of the organisation through the society comity. Council housing solves two of the functions; they take care of the administration and finance. The last group, private owners, can be divided into three categories; users, letters and investors.

Users are owners who solve all the three functions, they own the real estate and thereby supply it with funds and get control over the financial structure. They are responsible for the administration taking care of it themselves or out-sourcing it. Finally, they use it in their own business. Actors who fit in this subgroup are mainly trading and service companies.

The second group is letters. They, like the users, have control over the financial structure by owning the real estate. They are responsible for the administration because their business is to supply the rental market with housing, premises etceteras and the service connected to it. By definition they don't use the buildings them selves. They own it is assets in a going business. Two large categories are included in this subgroup; construction and real estate companies.

The last group is the investors. They own real estate as one asset in a portfolio together with other assets. Investors main business is not to supply the market with premises and service but to manage financial capital. Examples of actors in this subgroup are investment and insurance companies, pension institutions and trade unions.

The distribution of the owners is shown in the figure below. It turned out to be three main groups of rental real estate owners in Sweden. Tenant owned societies, public good companies and letters has got about one fourth each, after them there is a gap to investors who has got just more than one tenth and the users with less then one twentieth.

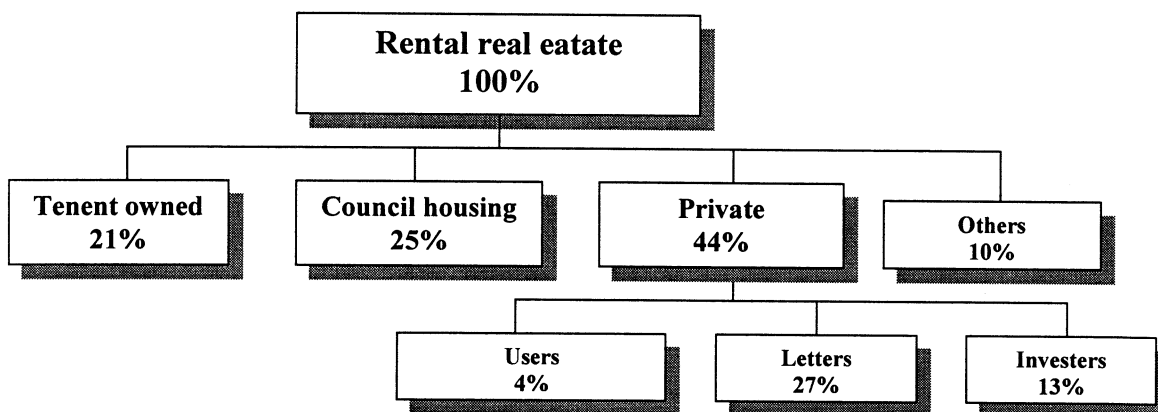


Figure 2. *Distribution of owners of rental real estate in Sweden 1997.*

We compared the structure of ownership in the group private owners the years 1987, 1992 and 1997. The structure was fairly the same over the chosen years. The largest change though was between 1987 and 1992 when investors dropped about 10% in favour of letters.

In the end of the thesis made an analysis of the owner groups in terms of risk and conversion into a FIB (FIB is a Swedish form of REIT proposed by Professor Lars Vinell). To make it easier we defined two levels of risk, one high level of investment risk referring to the risk in a macro perspective and one low level of corporation risk referring to a micro perspective. Our conclusions of the analysis are:

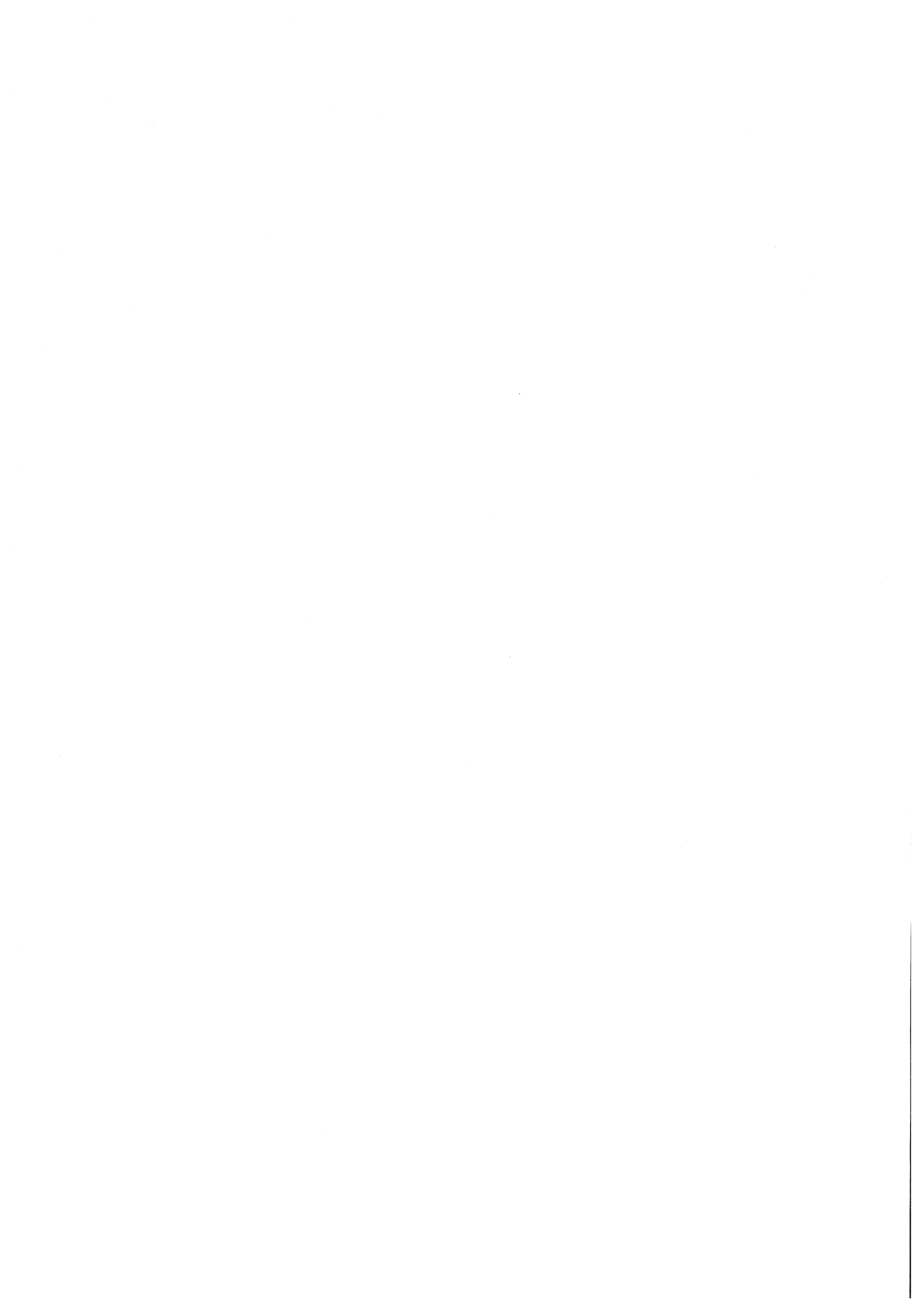
- Tenant-owner societies in Sweden are a complicated construction. The society who owns the building and the tenant owns a membership in the society. This brings high corporate

and investment risk to the tenant who concentrates his investments in one object. An advantage is that the owner gets control over his housing situation.

- Council housing has got the advantage of being focused geographically and in the use of the real estate. A disadvantage is the government structure, they don't have a well defined owner who can put pressure on the company management to make the administration more efficient. Things are changing in this group to adjust to market conditions.
- Users own their properties because they don't have any economically efficient alternatives. They usually have special demands for technical solutions and customised shape. Control of the physical conditions are important.
- Letters often have a capital structure with low solidity. They lack the financial resources for high solidity but are very skilled in administrating real estate business.
- Investors have the resources to finance real estate business but lack a suitable ways to invest. They are restricted to invest in real estate bonds or own real estate directly. Where bonds lack the characteristics of a real estate investment and directly own real estate demands the investor to organise administration.

A construction of FIB (a Swedish Real Estate Investment Trust, REIT) might join the council-housing problem of governance structure and low solidity with investors demand for real estate related investments. FIB could combine the investors need to get return on their capital with the letters capacity of running a real estate business to get a secure way of investment in real estate. The introduction of FIB would also make it easier for foreigners and low amount investors. Another advantage is that if FIBs were denoted on an exchange it would be easy to develop derivatives connected to the real estate market.

Accordingly, in our opinion, categories suitable for a conversion into a FIB are in the first place council housing and investors properties. In the second place letters and part of the users property. Tenant own societies are probably least suitable for conversion into FIB. The total amount of renting real estate could be suitable for a FIB construction is, according to our calculations, about one third of all properties.



1	INLEDNING	1
1.1	INTRODUKTION TILL ÄMNET	1
1.2	PROBLEMDISKUSSION	1
1.3	PROBLEMSTÄLLNING	2
1.4	SYFTE	3
1.5	AVGRÄNSNINGAR	3
1.6	LÄSARGRUPP	4
1.7	UPPSATSENS DISPOSITION	4
2	METOD	5
2.1	ÖVERGRIPANDE ANGREPPSSÄTT	5
2.1.1	Ämnesval och personlig referensram	5
2.1.2	Perspektiv	5
2.1.3	Val av teorier	6
2.1.4	Metodval	6
2.2	HANDGRIPLIGT ANGREPPSSÄTT	7
2.2.1	Sekundärdata	7
2.2.2	Primärdata	8
2.3	KÄLLKRITIK	8
2.4	KRITIK MOT ARBETET	9
2.5	KÄLLHÄNVISNINGAR	9
3	TEORIER FÖR FASTIGHETSMARKNADEN OCH DESS FINANSIELLA STRUKTUR	11
3.1	RISK	12
3.1.1	Miller-Modigliani	12
3.1.2	Portföljval	14
3.2	KONTROLL	15
3.2.1	Transaktionskostnader	15
3.2.2	Corporate governance	15
3.3	INFORMATION	17
3.3.1	Effektiva marknader	17
4	FASTIGHETSMARKNADEN	19
4.1	BAKGRUND	19
4.1.1	Regleringar	19
4.1.2	Realräntechocken	20
4.1.3	Krisen	21
4.1.4	Utgångsläge idag	21
4.2	SÄRDRAG	22
4.2.1	Marknadens särdrag	22
4.2.2	Objektens särdrag	23
4.2.3	Tiden	24
4.2.4	Hyresfastighetens avkastning	25
4.2.5	Är fastighetsmarknaden effektiv?	26
4.3	SKATTER OCH SUBVENTIONER	27
4.4	PROBLEM	28
4.5	VÄRDEPAPPERISERING	29
4.5.1	Fastighetsinvesteringsbolag FIB	30
4.6	RISK	31
4.6.1	Riskindelning	32
4.7	HYRESFASTIGHETENS KONTRAKTPARTNERS	34
4.8	FUNKTIONSMODELLEN	36
4.8.1	Lagar och regler	37
4.8.2	Intermediärer	37
4.8.3	Modellens verklighetsanknytning	38
5	ÄGARKATEGORIER	40
5.1	INDELNING	40
5.2	KATEGORIER	41
5.1.1	Bostadsrättsförening	43
5.1.2	Kommunala bostadsbolag	44

5.1.3	Enskilda.....	45
5.1.4	Summering av statistiken.....	48
6	FÖRÄNDRING AV ÄGANDESTrukturen	50
6.1	STATISTIK FÖR ÅR 1987	51
6.2	STATISTIK FÖR ÅR 1992	52
6.3	STATISTIK FÖR ÅR 1997	53
6.4	SAMMANSTÄLLNING.....	53
7	VARFÖR ÄGS HYRESFASTIGHETER.....	55
7.1	BOSTADSRÄTTSFÖRENINGAR.....	55
7.1.1	Risk.....	55
7.1.2	Kontroll.....	56
7.1.3	Information.....	57
7.1.4	Ombildning till FIB.....	57
7.2	KOMMUNALA BOSTADSBOLAG	58
7.2.1	Risk.....	59
7.2.2	Kontroll.....	60
7.2.3	Information.....	61
7.2.4	Ombildning till FIB.....	61
7.3	ENSKILDA.....	62
7.3.1	Egenutnyttjare	62
7.3.2	Uthyrare	64
7.3.3	Placerare.....	66
8	SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER.....	68
	LITTERATUR OCH KÄLLOR	71
	BILAGA 1. DE 20 STÖRSTA PRIVATA OCH INSTITUTIONELLA ÄGARNA 1996	

1 Inledning

Vi inleder denna uppsats med att presentera vårt problemområde och vårt syfte. Därefter följer de avgränsningar vi har gjort och till vilken läsargrupp vi vänder oss. Kapitlet avslutas med en liten genomgång av uppsatsens disposition för att underlätta den fortsatta läsningen.

1.1 Introduktion till ämnet

De senaste årtionden har de finansiella marknaderna förändrats. Många talar om en revolution som möjliggjorts framförallt tack vare den tekniska utvecklingen och statliga avregleringar. Information och kapital kan idag snabbt röra sig mellan olika marknader oberoende av geografiska gränser och olika typer av branschhinder. Antalet investeringsalternativ har mångdubblats i form av nya finansiella instrument och placeringsvägar. Investeringar i fastigheter kräver mycket finansiellt kapital och fastighetsmarknaden är därför knuten till övriga finansiella marknader.

Fastighetsmarknaden i Sverige har det senaste åren karaktäriserats av en strukturomvandling i form av bl.a. samgående, nyintroduktioner, köp och försäljningar. Det blir allt vanligare att handel sker med hela fastighetsbolag istället för med enskilda fastigheter. Strukturomvandlingen är en följd av den hårdnande konkurrensen på dagens fastighetsmarknad där fastighetsbolagen måste ha en tydlig strategi och nischinriktning. Tidigare kunde bolagen drivas utan strategi och affärsidé eftersom fastigheter ansågs vara en säker investering som bara ökade i värde, men fastighetskrisen i början av 90-talet gjorde många investerare skeptiska till fastigheter och fastighetsbolag. (von Koch 1996)

Fastigheter står för en stor del av Sveriges förmögenhet och marknadsvärdet för svenska fastigheter exklusive jordbruksfastigheter och så kallade specialfastigheter¹ kunde vid slutet av februari 1996 skattas till 2500 miljarder kronor. Detta var mer än dubbla värdet av företagen på Stockholms fondbörs vid samma tidpunkt. När värdet på denna tillgångsmassa drastiskt försämrades drabbas både företagens och hushållens soliditet radikalt. (Vinell 1996 s.13f)

1.2 Problemdiskussion

Det ämnesområde som vi började diskutera och samlat litteratur om var nya sätt att finansiera fastighetsköp och nybyggande samt hur nya finansiella instrument på fastighetsmarknaden kan utvecklas och bidra till att öka aktiviteten på fastighetsmarknaden. Enligt Affärsvärlden (nr.34, 1995) borde börsen vara en lämplig handelsplats för fastighetsrelaterade bolag eftersom det är en kapitalkrävande bransch. Trots det utgör renodlade fastighetsbolag endast cirka 2% av börsens totala värde (Affärsvärlden nr.34, 1997, egen uträkning). Fastighetsaktier har dessutom inte hört till de mest likvida tillgångarna på Stockholmsbörsen. Direktinvesteringar i fastigheter är idag knappast ett alternativ för en mindre placerare eftersom det medför en hög risk för de enskilda projekten och svårigheter att vikta om placeringen på grund av att fastigheter är en odelbar investering. Ett annat alternativ att investera i fastigheter är specialiserade

¹ Specialfastighet är enligt fastighetstaxeringslagen bl.a. försvars- och kommunikationbyggnader, kraftverk, kulturbyggnader samt statliga och kommunala förvaltningsbyggnader.

fonder som placerar sina medel i bygg- och fastighetsbolag, till exempel *Sparbankernas Realfond* eller *SE-bankens Fastighetsfond*.

När vi väl började arbetet med uppsatsen var intentionen att undersöka vilka möjligheter det finns att investera i fastigheter och fastighetsrelaterade finansiella instrument. Med förebilder i framförallt USA, där *Real Estate Investment Trusts* (ett slags specialiserat fastighetsbolag) sedan ett 30-tal år tillbaka har använts, var avsikten att analysera en möjlig introduktion av ett liknande instrument i Sverige. Dessa REITs är en skattegynnad institution som på olika sätt investerar i fastigheter. Konstruktionen innebär en värdepapperisering av fastigheter eller fastighetslån vilket underlättar investeringar och därmed ökar likviditeten på instrument relaterade till fastigheter. Lagregler bestämmer bland annat hur avkastningen skall fördelas för att skattelättnaderna skall gälla.

Vi fann dock snart att ett liknande arbete redan genomförts av Lars Vinell 1996 i boken *Vitaliserad Fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar*. Vinell kallar det svenska alternativet för fastighetsinvesteringsbolag (hädan efter förkortad FIB i uppsatsen, för närmare beskrivning se sidan 31). Någon introduktion av denna bolagsform har däremot inte gjorts bland annat på grund av att en lagändring krävs av beskattningsskäl. Vid en första kontakt med olika aktörer på fastighetsmarknaden uppfattade vi att intresset för instrumentet hade svalnat.² För oss var det förvånande med tanke på hur snabb utvecklingen har varit på andra delar av de finansiella marknaderna. Det väckte andra frågor till liv: vilka är det som idag investerar i fastigheter i Sverige, det vill säga vem äger fastigheterna i Sverige och vilka motiv ligger bakom?

1.3 Problemställning

Det finns många teorier och metoder för att analysera och värdera företag och investeringsobjekt. Förutom dessa har andra teorier vuxit fram under 1900-talet som förklarar transaktionskostnaders inverkan på företags styrning, ägande och organisation samt hur förhållandet mellan företagets ägare och ledning fungerar på effektivaste sätt. Med tanke på de förändringar som den svenska fastighetsmarknaden genomgått blir det intressant att undersöka om dagens ägarstruktur kan förklaras med dessa teorier.

I vår genomgång av litteratur som handlar om finansiella teorier applicerade på fastigheter och fastighetsrelaterade instrument, upptäckte vi ett återkommande problem. De flesta analyser av den svenska fastighetsmarknaden saknar tillräckligt underlag för att dra några andra säkra slutsatser än att fastighetsmarknaden fungerar dåligt (Jaffee 1994 s.80f, Vinell 1996 s.37).

En förutsättning för en välfungerande marknad är att det är lätt att äga och handla med fastigheter. Problemet med hur fastighetsmarknaden fungerar hör alltså samman med ägandestrukturen och de relevanta frågorna som vi vill besvara blir därför:

Hur ser ägarstrukturen ut, vem äger fastigheter, vilka kategorier av ägare kan urskiljas? Varför ser strukturen ut som den gör, kan den förklaras med ekonomiska teorier? Har strukturen förändrats, kommer strukturen att förändras, vilka aktörer kommer då att beröras?

² Telefonsamtal med bl.a. AP-fonden, Skandia, SABO, Fastighetsägarförbundet och Lars Vinell.
Anders Persson & Pär Sjöstrand 1998

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är av naturliga skäl starkt kopplade till problemställningen. För att få en stringent struktur har vi valt att göra en uppdelning i tre syften enligt följande:

Vårt första syfte är att klarlägga vilka ägarkategorier som kan urskiljas på den svenska fastighetsmarknaden.

Vårt andra syfte är att analysera förändringarna som skett bland enskilda ägare över de senaste tio åren.

Vårt tredje syfte är att analysera motiven till ägandet och framtida förändringar vid en introduktion av FIB.

1.5 Avgränsningar

Ämnet fastighetsekonomi har inslag av både politisk, social, juridisk, teknisk och ekonomisk natur och därför är det svårt att placera in denna uppsats i ett så snävt fack som företagsekonomi/finansiering eller lantmäteri/fastighetsekonomi. Vår avsikt är ändå att begränsa oss till ett ekonomiskt perspektiv och endast beröra de övriga perspektiven i den mån de är relevanta för förståelsen av uppsatsen.

Vi gör en avgränsning av fastighetsmarknaden genom att vi endast analyserar hyresfastighetsmarknaden. För att förklara vad detta innebär krävs en definition av begreppet fastighet. Enligt jordabalken är fast egendom mark, den är indelad i fastigheter. Till fastigheten hör byggnad och annan anläggning som anbragts för stadigvarande bruk. En fastighet är alltså obebyggd eller bebyggd mark.

I taxeringshänseende indelas fastigheter i olika typer av enheter för beskattning. De olika enheterna är: småhusenhet, hyreshusenhet, industrienhet, specialenhet och lantbruksenhet. Som hyreshusenhet räknas tomtmark med hyreshus och med hyreshus menar lagstiftningen en byggnad avsedd som bostad för fler än tre hushåll eller som kontor, butik, restaurang, hotell lager och liknande. Kombinationer av användningen är vanliga. Obebyggda tomter avsedda för hyreshus räknas också som hyreshusenhet. I fortsättningen använder vi ordet hyresfastighet synonymt med hyreshusenhet eftersom en stor del av den litteratur vi använt oss av gör den liknelsen. (Bejrums & Lundström 1995 s.16, Institutet för värdering av fastigheter 1995 s.121f)

Vi undersöker i denna uppsats hur ägandebilden för hyresfastigheter ser ut i Sverige. Anledningen till att vi valde hyresfastighetsmarknaden är att det är den delmarknad som är mest utvecklad ur ett finansiellt perspektiv och att det är relativt enkelt att skaffa relevant material om denna marknad. I uppsatsen kommer vi att se fastigheter främst som investeringsobjekt och komplement till en portfölj som består av andra finansiella tillgångar som aktier och obligationer. Egnahemsmarknaden, det vill säga villor och radhus, faller utanför liksom skogs-, jordbruks-, industri- och specialfastigheter. Marknaden för dessa fastighetstyper är i många avseende annorlunda jämfört med hyresfastighetsmarknaden och därför uteslutna ur analysen.

I analysen av den totala ägarfördelningen använder vi SCBs statistik. Där ingår hela hyresfastighetsbeståndet. I analysen över de enskilda hyresfastighetsägarna använder vi data från Byggstatistik AB som begränsar sig till att redovisa fastighetsägare med minst 100 miljoner kronor i taxerat fastighetsinnehav.

Av tids och resursbrist har inte en fullständig analys av förändringarna de senaste tio åren kunnat göras. Endast de enskilda ägarna har analyserats. Anledningen är att en utökning skulle innebära en specialutlistning från SCB vilket skulle kosta både tid och pengar, dessutom anser vi att en analys av de enskilda ägarna är mer intressant och speglar förändringarna tillfredsställande.

1.6 Läsargrupp

Denna uppsats är skriven för de studenter på Ekonomihögskolan och LTH samt andra intresserade av fastighetsmarknaden som vill fördjupa sig och bilda sig en uppfattning om fastighetsägande i Sverige.

1.7 Uppsatsens disposition

- Kapitel 1** I uppsatsens inledande kapitel ger vi en introduktion till vårt problemområde och presenterat syftet med denna uppsats.
- Kapitel 2** Kapitel 2 beskriver vårt tillvägagångssätt i uppsatsarbetet.
- Kapitel 3** För att skapa de nödvändiga bakgrundskunskaperna för förståelsen av uppsatsen går vi här in på allmänna finansiella teorier som ligger bakom fastighetsmarknadens struktur.
- Kapitel 4** I kapitel 4 behandlar vi den svenska fastighetsmarknaden med dess särdrag och risker. Vi väljer här att dela in de olika risker vi har definierat på fastighetsmarknaden i investerarrisk respektive företagsrisk. Kapitlet avslutas med en av författarna konstruerad modell över hyresfastighetsmarknadens olika funktioner.
- Kapitel 5** Kapitel 5 inleder den analytiska delen av uppsatsen och vi presenterar en indelning av olika ägarkategorier på hyresfastighetsmarknaden och ägarnas karakteristiska drag.
- Kapitel 6** I kapitel 6 genomförs en analys av hur ägarstrukturen, hos det som vi definierar som enskilda ägare, har förändrats sedan 1987.
- Kapitel 7** Kapitel 7 genomförs en diskussion om de olika ägargruppernas motiv till ägande utifrån nyckelorden risk, kontroll och information. Dessutom diskuteras värdepapperisering som en möjlig framtida ägarform.
- Kapitel 8** I Kapitel 8 presenterar vi en uppsummering av uppsatsen och våra slutsatser.

2 Metod

En genomgång av hur vi har gått tillväga för att skriva denna uppsats är nödvändig för att förstå de problem vi har mött och de avgränsningar vi har gjort. Kapitlets underlättar också för de läsare som vill göra en fortsatt fördjupning inom ämnesområdet.

Vi kommer nu att gå in på hur vi har gått tillväga för att skriva denna uppsats. Vissa praktiska problem har uppstått under arbetets gång eftersom uppsatsen är skriven för olika institutioner. Den största skillnaden består i att en magisteruppsats på Ekonomihögskolan omfattar 10 poäng medan ett examensarbete på Lunds Tekniska Högskola omfattar 20 poäng. Det ställs dessutom olika krav på till exempel metod och disposition. Vi löser problemet genom att gemensamt författa denna 10 poängsuppsats vilken gäller som magisteruppsats inom företagsekonomi och som den första 10 poängsdelen av ett examensarbete på lantmäterilinjen

Metodavsnittet är uppdelat i två huvuddelar. Först behandlar vi övergripande angreppssätt som beskriver vilken ställning och ansats man tar till problemet. Vi fortsätter med att behandla handgripligt angreppssätt som går in i mer detalj på insamlandet av data (Wiedersheim-Paul & Eriksson 1991, s.51). Vi avslutar därefter kapitlet med källkritik samt källhänvisningar.

2.1 Övergripande angreppssätt

2.1.1 Ämnesval och personlig referensram

Vi är två studenter som representerar olika delar av Lunds Universitet, ekonomlinjen och lantmäterilinjen och denna uppsats är alltså en kombination av två examensarbeten, magisteruppsats i företagsekonomi och examensarbete 10 poäng på lantmäterilinjen. Genom en sammanslagning av två olika examensarbeten har vi försökt kombinera de specialkunskaper vi besitter inom respektive utbildning och använda dessa för att konstruktivt skriva denna uppsats.

Under vår utbildning har vi gått en del gemensamma kurser inom nationalekonomi, framförallt inom det finansiella blocket, och på lantmäterilinjen, exempelvis inom delämnena fastighetsekonomi, fastighetsvärdering och fastighetsjuridik. Det ger oss delvis samma referensram. Vi ansåg dock att en fördjupad genomgång av fastighetsmarknadens funktionssätt och struktur inte har genomförts inom ramen för våra utbildningar och därför skulle en gemensam fördjupning inom detta ämnesområde vara värdefull. Våra utbildningar har dessutom i båda fallen kompletterats med fastighetsekonomiska studier utomlands, i Tyskland respektive i Kanada.

2.1.2 Perspektiv

Uppsatsen utgår från ett makroperspektiv för att undersöka den svenska hyresfastighetsmarknadens struktur och funktionssätt. (Halvorsen 1992 s.37f) Vår intention var att ta fram de huvuddrag som kan urskiljas genom att studera de övergripande faktorer

som påverkar denna marknad. Vi gick däremot inte in på enskilda aktörer mer än för att ge belysande exempel för vissa fenomen eller för att kontrollera vissa uppgifter.

2.1.3 Val av teorier

När vi började planera denna uppsats hade vi tre huvudteorier som vi ville försöka applicera på den svenska fastighetsmarknaden, nämligen:

- Portföljvalsteori, vilken kan förklara hur rationella investerare väljer tillgångar utifrån förväntad avkastning och risk,
- transaktionskostnadsteori, vilken förklarar varför företag och organisationer uppstår, samt
- *corporate governance*-teorier, som förklarar hur företag styrs och kontrolleras.

Vi anser att vi utifrån de tre huvudteorierna lyckats skapa en hållbar teoretisk referensram för denna uppsats. Några andra relevanta teorier för att uppnå våra syften har vi inte funnit.

2.1.4 Metodval

Vår uppsats är av deskriptiv och analytisk natur, det vill säga att vi gjorde en undersökning som i första hand syftade till att beskriva och analysera ett fenomen, i det här fallet fördelningen av hyresfastighetsägandet mellan olika ägarkategorier. Denna fördelning försökte vi sedan att på ett meningsfullt sätt förklara utifrån de teorier vi fann relevanta för detta syfte. (Lundahl & Skärvad 1992 s.107ff)

För att skapa oss de nödvändiga teoretiska bakgrundskunskaperna genomförde vi en omfattande litteraturstudie som vi kompletterade med aktuella artiklar skrivna inom problemområdet. För att få en tydligare bild av hur fastighetsägande ser ut i Sverige genomförde vi en statistisk analys i syfte att förtydliga och aktualisera våra resonemang. Genom att utgå från ett färdigt statistiskt material som publiceras i Byggstatistik ABs bok "Sveriges största fastighetsägare" lyckades vi undvika omfattande utlistningar från lantmäteriverkets obehandlade statistik. Däremot har en ytterligare granskning och bearbetning av detta i många fall ofullständiga material varit nödvändig.

Vi gjorde därför en del avgränsningar för att få fram huvuddragen i det svenska hyresfastighetsägandet. Vi valde att inte göra en deskriptiv surveyundersökning i form av enkäter eller intervjuer av den anledningen att omfattningen skulle bli för stor och urvalet av intervjuerpersoner skulle dessutom bli problematiskt. Ett stratifierat urval med representativt urval från de av oss definierade ägargrupperna skulle kunna vara en lösning. (Lundahl & Skärvad 1992 s.136ff) Vi ansåg dock att vi inte hade den tiden till förfogande för att kunna skapa oss en rättvisande bild av hela hyresfastighetsmarknaden genom denna metod. Däremot genomförde vi vissa kontrollintervjuer för att underlätta vår indelning av ägare i respektive grupp samt för att kontrollera vissa uppgifter.

2.2 Handgripligt angreppssätt

2.2.1 Sekundärdata

2.2.1.1 Litteraturstudien

Vid en genomgång av de läroböcker inom finansiell ekonomi och fastighetsekonomi som används vid Ekonomihögskolan och på lantmäterilinjens fann vi de grundläggande finansiella teorierna som ligger till grund för förståelsen av denna uppsats. Genom att använda oss av Lolita och Libris skapade vi oss en bild av den litteratur som finns skriven inom ämnet fastighetsekonomi i Sverige. Med hjälp av universitetsbiblioteken och olika fjärrlån gick vi sedan igenom den litteratur som vi ansåg verka vara relevant för uppsatsen. Omfattande litteratursökningar på Internet gav en del sammanfattningar av olika forskningsrön men inte tillgång till fullständigt material.

Med sökningar i samtliga databaser på ekonomiska biblioteket med sökord som *Real Estate Portfolio*, *Real Estate and Transaction Costs* och *Real Estate Owners* fann vi en rad artiklar som gick att ta ner i fulltext (ABI/inform with fulltext). Även på internet hittade vi en del artiklar, främst från Affärsdatas artikelbas (www.ad.se). Vi besökte även diverse hemsidor för att undersöka olika typer av tidskrifter och organisationer. En kontroll av samtliga kandidat och magisteruppsatser inom företags- och nationalekonomi med fastighetsanknytning gav ett par intressanta träffar liksom en kontroll av tillgängliga facktidskrifter i Lund, både på universitetsbiblioteken samt biblioteken på Lantmäterilinjens och Väg & Vatten-sektionen (LTH). Ett besök på Handelshögskolan i Stockholm möjliggjorde en genomsökning av vissa specialtidskrifter samt examensarbeten vilka gav oss nya uppslag och infallsvinklar. En stor del av den litteratur vi läst igenom har vi inte refererat till i uppsatsen den är därför inte med i litteraturlistan. Materialet har ändå utgjort en kunskapsbas som ökat vår förståelse för ämnet.

I Sverige är endast ett par relevanta böcker skrivna i ämnet. Ofta är det samma författare som återkommer i de olika böckerna. Vi har därför använt oss av litteratur och tidskriftsartiklar med nordamerikanskt ursprung beroende på att fastighetsmarknaden där är mer innovativ med nya fastighetsrelaterade finansinstrument. De nordamerikanska universiteten har ett försprång med omfattande kontinuerlig forskning inom ämnet.

Ett antal spontanintervjuer gjordes i början av uppsatsarbetet för att få en bild av vad som fanns skrivet och hur intresset var för vårt problemområde (se not 2). Dessa intervjuer med olika marknadsaktörer, intresseorganisationer och forskare har senare inte direkt utnyttjats i uppsatsen.

2.2.1.2 Statistisk data

Vår analys utgick alltså från det statistiska material vi samlat in om hyresfastighetsägandet i Sverige och från den teoretiska referensram vi har skaffat oss genom omfattande litteraturstudier.

Den indelning av fastighetsägare vi har gjort i uppsatsen bygger på uppgifter dels från statistiska centralbyrån (SCB) som har uppdaterats och presenterats av tidningen *Fastighetstid-*

ningen dels från Byggstatistik AB som redovisas i böckerna: Sveriges största fastighetsägare 1986-87, Sveriges största fastighetsägare 1992 och Sveriges största fastighetsägare 1997.

Problemet med dessa olika källor är att de har annorlunda angreppssätt. Statistiken som Fastighetstidningen presenterar omfattar alla hyresfastigheter och utgår från själva fastigheten och är således fastighetsbunden. Byggstatistik utgår i sin undersökning från ägarna och har därigenom ett ägarperspektiv, vilket passade vårt syfte bra.

Problemet var att SCB kan hantera alla fastigheter genom sina register medan Byggstatistik AB inte kan hantera alla fastighetsägare utan måste göra en avgränsning, de har valt att sätta en gräns på 100 Mkr³ i taxerat fastighetsinnehav. Därmed finns alltså inte de mindre fastighetsägarna representerade i Byggstatistik AB bok vars material omfattar cirka 550 privata och kommunala företag, stiftelser och bostadsrättsföreningar. Skillnaden beror på att det inte är möjligt att söka på enskilda ägare i fastighetstaxeringsstatistiken och därför är det ett större jobb att utgå från fastighetsägare. Byggstatistik AB har därför tvingats göra en avgränsning. De olika upplagorna från Byggstatistik AB skiljer sig dessutom när det gäller redovisningen av statistiken. De senare upplagorna är mer detaljerade och utförligare redovisade. Det blir därför en del problem vid en jämförelse.

I våra analyser valde vi alltså att använda taxeringsvärdet som referens värde, eftersom det beräknas av samma myndighet för alla fastigheter och är således inte beroende av olika värderingsmetoder eller värderingsinstitut. Vi var inte ute efter de exakta värdena på de enskilda fastighetsägarnas innehav, utan istället förhållandena mellan ägarkategorierna.

Alternativa mått till exempel yta eller antal lägenheter/lokaler är även det behäftat med mätproblem, bland annat bortses från läge, skick och ålder, något som är i hög grad väsentligt för den nytta en fastighet kan ge. En annan anledning var att det i Byggstatistik ABs material saknades kompletta uppgifter om lokal- och bostadsyta för vissa ägare.

2.2.2 Primärdata

Vi kontrollerade genom ett antal spontana telefonsamtal uppgifter som vi ställt oss frågande till. Härigenom kunde vi verifiera en del av våra antaganden och resonemang. Vi anser att vi har fått den information vi sökt och inte har påverkat intervjuoffren i någon högre grad med ledande frågor, avbrott etc.

2.3 Källkritik

Problemet med att använda offentlig statistik är att: ”befintliga data ofta samlats in för andra syften som gör att de inte utan vidare lämpar sig att belysa forskningsmässiga problemställningar” (Halvorsen 1992 s.76) I vårt fall är denna statistik baserad på taxeringsmotiv och är på så sätt fastighetsbunden och ej knuten till ägare. Syftet med den statistiska analys vi har gjort var att ge en övergripande bild av hur ägande ser ut i Sverige och inte att gå in på de enskilda ägarna och deras syn på sitt ägande.

³ Gäller för 1997 års upplaga, för de andra är begränsningen större då endast de 100 största fastighetsägarna redovisas.

Vi är här väl medvetna om de problem ett beroende av en sekundär statistisk källa kan medföra i form av fel och noggrannhet. Kontakter tagna med lantmäteriverket och statistiska centralbyrån gav en del goda råd men vi konstaterade att en specialutlistning ur registren var ekonomiskt omöjlig att genomföra.

Eftersom vi tycker vårt ämne är spännande och intressant så kan risken finnas att vi inte var helt objektiva. Vi har dessutom varit tvingade att förlita oss på de fåtal böcker skrivna inom problemområdet i Sverige. Författarna till dessa återkommer dessutom i tidskriftsartiklar och dylikt varför beroendet av ett fåtal källor ökar. Dessutom använde vi oss av en hel del litteratur och tidskriftsartiklar med amerikanska och kanadensiska författare vilka naturligtvis utgår från förhållandena som råder på fastighetsmarknaderna i Nordamerika. Vi är medvetna om att det här föreligger en risk att vi kan ha gjort fel med avseende på översättning eller tolkning.

2.4 Kritik mot arbetet

Kritik som kan riktas mot uppsatsen är att:

- Vi inte har genomfört någon fördjupande intervjuundersökning för att skapa oss en bild av hur marknadens aktörer verkligen agerar men på grund av marknadens storlek och de urvalsproblem som härigenom föreligger (vem kan sägas representera marknaden?) har vi inte ansett detta vara genomförbart.
- Resonemang och modeller bygger på våra egna idéer och slutsatser utifrån våra referensramar och den studie som ligger bakom denna uppsats. Giltigheten kan härigenom diskuteras men vi anser givetvis att våra slutsatser har koppling till de verkliga förhållandena på hyresfastighetsmarknaden.
- Uppdelningen av ägarkategorier och diskussionen utifrån dessa utgår ifrån ägandet av själva fastigheterna och inte det indirekta ägandet genom aktier och andelar. Aktiemarknaden ingår trots detta på olika sätt i våra diskussioner och vår avgränsning blir härigenom flytande. Läsaren bör alltså vara uppmärksam på att en del av aktörerna på hyresfastighetsmarknaden dessutom indirekt har stora fastighetsintressen i form av aktier i olika fastighetsbolag.

2.5 Källhänvisningar

Vi har genomgående använt oss av det så kallade *Harvard*-systemet när vi har refererat till andra källor med en parentes i texten innehållande författare, årtal och sida/sidor. Om parenteserna syftar tillbaka på en enskild mening placeras parentesen sist i meningen. Om parenteserna syftar tillbaka på det föregående stycket ligger parentesen utanför sista meningen. (Pettersson 1996 s.16ff)

Referenser till tidskriftsartiklar saknar genomgående sidhänvisningar i uppsatsen och har om författare saknas istället tidskriftsnamnet. Detta beror på att en stor del av dessa har hämtats ner från olika databaser och därmed saknas den ursprungliga sidnumreringen.

Fotnotor har vi använt för att förtydliga texten där så ansetts nödvändigt.

För utförlig förteckning över litteratur och källor hänvisar vi till litteratur och källor i slutet av uppsatsen.

3 Teorier för fastighetsmarknaden och dess finansiella struktur

För att kunna förstå bakgrunden till fastighetsmarknadens funktionssätt följer här en allmän genomgång av de olika finansiella teorier som kan förklara fastighetsmarknaden och dess finansiella struktur. Dessa kan för vissa läsare kännas elementära men för de som inte har fördjupat sig inom finansiell ekonomi kan detta vara en nyttig läsning.

Finansiella sektorn har bland annat till uppgift att hantera finansiella risker och överföra finansiellt kapital från aktörer med överskott till aktörer med behov av kapital. För att fullgöra dessa uppgifter krävs att aktörerna har information om var kapital behövs och under vilka förutsättningar. Aktörer måste alltså mötas för att kunna ingå finansiella avtal, dessutom krävs kontroll över att avtal följs. Det finns flera sätt att lösa informations- och kontrollproblemen och finansiella intermediärer fyller här en viktig funktion. Allokeringproblemet kan till exempel underlättas av att mäklare sammanför långivare och låntagare eller genom att uppföra en marknadsplats där aktörer kan mötas. Att ha en underliggande real tillgång som säkerhet för lån är ett annat sätt som förstärker informations- och kontrollfunktionerna mellan långivare och låntagare. Det är dock endast vissa typer av reala tillgångar som kan fungera som god säkerhet, fastigheter är en av dem. (Sjögren(red) 1993 s.45)

För att en investerare ska vara villig att ta finansiella risker krävs att han får en ersättning i form av avkastning på satsat kapital. Avkastningen för en finansiell tillgång kan uttryckas som summan av räntan för en riskfri tillgång plus en riskpremie. Riskpremien är i sin tur beroende av ränte-, kredit och likviditetsrisk. (Södersten(red) 1994 s.218)

Eftersom investeringar är mer eller mindre riskabla vet man inte hur stor avkastningen blir och därför beräknas istället den förväntade avkastningen. För det krävs information om påverkande faktorer och sannolikheter för olika utfall. För att minimera risker krävs kontroll över så många faktorer som möjligt.

Grundelementen i finansiella kontrakt blir alltså:

- Risk
- Kontroll
- Information

(Ståhl, föreläsning i fastighetsekonomi 970424)

Risker hanteras av de finansiella marknaderna. Genom framväxten av finansiella instrument kan risk fördelas på investerare och hanteras på olika marknader. Prissättningen underlättas av teorier om till exempel portföljval (CAPM, APT) och Miller-Modiglianis teorem, arbitrageprincipen och Black & Scholes⁴. För vår del är teorier om portföljval (framför allt

⁴ CAPM=Capital asset pricing model, är en teoretisk model att bestämma priser på tillgångar baserade på en tillgångs bidrag till portföljrisken, APT=Arbitrage Priceing Theory som är ett alternativ till CAPM. Arbitrage, samtidigt köp och försäljning på två olika marknader i syfte att riskfritt dra nytta av prisskillnader. Black & Scholes-formel används för att räkna ut priset på optioner.

Markowitz grunder om *mean-variance*) och Miller-Modiglianis teorier om kapitalstruktur intressantast eftersom vår analys av fastighetsmarknaden bland annat berör problemen med riskspridning och belåningsgrad.

Kontroll av avtal handlar om hur parterna kan vara säkra på att avtal följs. För det första måste aktörer med långsiktiga avsikter tänka på framtida affärer, ett dåligt rykte kan förstöra och försvåra möjligheter till förmånliga avtal i framtiden. För det andra kan en part begära någon form av säkerhet till exempel pant eller inteckning för att ingå avtal. För det tredje har regler växt fram och förankrats i rättsväsendet för att underlätta kontrollfunktionen genom möjligheten att använda domstolarnas exekutiva makt. Kontroll av avtal medför att transaktionskostnader uppstår. Teorier om *Corporate governance* handlar om hur kontrollen mellan investerare och företagsledning fungerar för att minimera dessa transaktionskostnader. För fastighetsmarknaden blir det intressant, eftersom ägandeformerna skiljer sig väsentligt med avseende på hur kontrollen utförs. (Ståhl föreläsning i fastighetsekonomi 970424)

För att ingå avtal krävs att parterna har information om dels motpartens beteende och bakgrund dels om hur olika omvärldsfaktorer påverkar avtalets utfall. Det kostar att samla in information därför ingås avtal ofta utan fullständig information. Assymetrisk information, det vill säga att parterna innehar olika typer av information, leder i sin tur till flera oönskade effekter som påverkar avtalets utfall. (Ricketts 1987 s.25ff) Teorin om effektiva marknader handlar om hur snabbt information sprids på olika marknader och fastighetsmarknaden har, enligt många, problem med tillgång till information (Jaffee 1994 s.80ff, Hägg 1990 s.37).

3.1 Risk

3.1.1 Miller-Modigliani

För att skaffa finansiellt kapital till ett företag kan man använda främmande eller eget kapital. Med främmande kapital menas lån, som kräver förutbestämda betalningar av företaget vad gäller storlek och tid. Det egna kapitalet är tillskjutet av ägarna och disponeras på obestämd tid av företaget. Avkastningen består av den residual som uppstår efter det att andra kostnader är betalda. Det egna kapitalet är också det som ersätts sist vid en konkurs, det vill säga står för den största risken.

Att använda främmande kapital för att öka avkastningen på det egna kapitalet kallas i amerikansk litteratur för *financial leverage* vilket kan översättas med finansiell hävstång. Detta är ett grundläggande begrepp vid fastighetsinvesteringar och kan skapa avsevärda vinster men även stora risker genom att ränte- och amorteringsvillkoren för det främmande kapitalet samt fastighetens marknadsvärde påverkar det egna kapitalets förräntning. Det främmande kapitalet fungerar som en hävstång och ju längre hävstång (större andel lån) desto kraftigare blir påverkan på det egna kapitalets förräntning. (Bejrums & Lundström 1995 s.114)

Merton Miller och Franco Modigliani publicerade i en artikel teorier om att ett företags värde alltid är detsamma oberoende av företagets kapitalstruktur och alltså kan inte ett företag öka sitt värde genom att ändra förhållandet mellan eget kapital och främmande kapital. Rationella investerare kan istället själva köpa aktier i obelånade företag och belåna dem i önskad grad, istället för att köpa aktier i högt belånade företag, och på så vis själv välja hävstångens längd. Tanken är att investerare inte går att lura! Men Miller-Modigliani förutsätter att inga skatte-

effekter finns och att investeraren kan låna till samma ränta och villkor som företaget vilket i praktiken inte är möjligt. (Ross et al. 1993 s.432)

Miller-Modigliani hävdade även att den förväntade avkastningen på eget kapital är positivt relaterad till hävstångseffekten eftersom risken i det egna kapitalet ökar med hävstången. Ett företags totala kostnad för kapital är dess vägda genomsnittliga kostnad för främmande kapital och för eget kapital (se formel 3.1). Eftersom avkastningskravet är större på det egna kapitalet skulle en högre skuldkvot medföra lägre kostnader för det totala kapitalet. Men en ökad skuldsättning medför ökad risk för det egna kapitalet och därmed ännu högre avkastningskrav. De två effekterna kommer därför att ta ut varandra. Förutsättningen är att inga skatter finns som ger andra effekter och att förhållandet mellan aktieägare och långgivare är stabilt och rättvist. Teoretiskt skulle detta alltså betyda att en ökad belåning inte medför några ökade marginalkostnader för det främmande kapitalet, det vill säga att långgivaren kräver ingen ökad riskpremie för ökad belåningsgrad. Empiriska undersökningar har dock visat att detta fungerar dåligt i verkligheten. (Ross et al. 1993 s.432ff)

$$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} \times r_B + \frac{S}{B+S} \times r_S \quad (3.1)$$

r_{WACC} = Företagets genomsnittliga kapitalkostnad

r_B = Låneränta

r_S = Förväntad avkastning på eget kapital

B = Främmande kapital

S = Eget kapital

Två ogynnsamma konsekvenser följer alltså vid ökad belåning. Företaget ökar sin riskexponering för förändringar i ränteläget och kostnaderna för det främmande kapitalet ökar. När skuldsättningen ökar kommer långivarna att känna sig mer utsatta för risk och de kommer därför att kräva ökad riskkompensation i form av högre ränta. Detta leder alltså till högre marginalkostnader för det främmande kapitalet.

I praktiken innebär belåningen att det kan finnas en optimal skuldsättningsgrad med hänsyn till eventuella skatteeffekter och ökande marginalkostnad för lånat kapital. För fastigheter uppnås neutral skuldsättning när låneräntan är lika med fastighetens direktavkastning⁵ plus den procentuella värdestegringen. Denna så kallade jämviktsräntan är alltså den ränta där hävstångseffekten varken är fördelaktig eller ofördelaktig. Låneräntan kan dock vara högre än direktavkastningen vilket ger likviditetsproblem. Vid inflation och lånefinansiering ligger vanligen en stor andel av fastighetens förräntning i den nominella värdestegringen. (för utförligare beskrivning se Greer & Farrell 1992 s.131f och Brueggeman & Fisher 1993 s. 398f).

⁵ Direktavkastning är ett nyckeltal som ställer driftnettot, d.v.s. löpande inbetalningar minskade med utbetalningar för drift och underhåll, i förhållande till fastighetens värde. Beroende på om troligt marknadsvärdet eller om bokfört värde används blir direktavkastningen olika.

3.1.2 Portföljval

Portföljvalsteori handlar om att beräkna förhållandet mellan risk och avkastning för enskilda tillgångar och sammansatta portföljer. Det intressanta blir att beräkna hur de enskilda tillgångarna samvarierar, dels med varandra och dels med olika portföljer. Idén bygger på att den förväntade avkastningen för en portfölj som är sammansatt av flera tillgångar, är lika med summan av ett viktat medelvärde av tillgångarnas förväntade avkastningar (se formel 3.2). (Ross et al. 1993 s.277ff)

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n x_i E(r_i) \quad (3.2)$$

$E(r_p)$ = Förväntad avkastning för portföljen
 $E(r_i)$ = Förväntad avkastning för tillgången i
 n = Antalet tillgångar i portföljen
 x_i = Procentuella vikten för tillgången i

Den sammanlagda risken (beräknad som standardavvikelsen från marknadsportföljen) för portföljen är beroende av dels de enskilda tillgångarnas risk och dels kovarianserna mellan dem. Resultatet blir att en portfölj av tillgångar kommer att ha lägre risk i förhållande till den förväntade avkastningen än de enskilda tillgångarna, ju lägre kovarians mellan tillgångarna desto lägre blir portföljens risk. Formeln nedan visar hur portföljens risk (här i form av portföljens varians, variansen är lika med kvadraten av standardavvikelsen) beror på de enskilda tillgångarnas risk och kovariansen mellan dem (formel 3.3). Av formeln följer att ju mindre kovarians mellan tillgångarna desto mindre risk har portföljen. (Elton & Gruber 1995 s.46ff)

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^n x_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n x_j x_k \sigma_{jk} \quad (3.3)$$

σ_p = Standardavvikelse för portföljen
 σ_j = Standardavvikelsen för tillgång j
 σ_{jk} = Kovariansen mellan tillgång j och k
 x_j = Procentuella vikten av tillgång j
 x_k = Procentuella vikten av tillgång k
 n = Antalet tillgångar i portföljen

En indelning av risker kan göras i unik risk och marknads risk. Den unika risken hör samman med det enskilda objektet, till exempel aktien eller fastigheten, medan marknads risk är den sammanlagda risk som en portfölj av alla marknads tillgångar bär. En investerare kan undvika unik risk genom en diversifierad portfölj. Marknadsrisken är däremot alltid närvarande. Diversifiering blir alltså ledstjärnan för investerare som vill minska risker. Målet blir då att hitta placeringar som har så liten inbördes kovarians som möjligt. (Ross et al. 1993 s.294f) Vi är medvetna om att detta är en mycket kortfattad genomgång av sambanden men vi betonar här tankesättet bakom portföljvalsteorin, att diversifiering medför lägre totalrisk.

För investeringar på fastighetsmarknaden blir diversifiering aktuell på olika nivåer. Dels kan diversifiering ske mellan olika tillgångar där fastigheter är en tillgångstyp och aktier och obligationer är andra. Dels kan en fastighetsportfölj diversifieras med avseende på risk och avkastning för de enskilda fastigheterna. Olika undersökningar har visat att en långsiktig

blandad portfölj bör bestå av 10-20 % reala tillgångar, d.v.s. fastigheter, för att uppnå en riktig avvägning mellan avkastning och risk (Wettergren 1994, Smith 1992).

3.2 Kontroll

3.2.1 Transaktionskostnader

Ronald Coase är mest känd för sina teorier om prisbildning. Framför allt är det förklaringen om att det är transaktionskostnader som styr bildandet av företag. De olika transaktionskostnaderna kan sammanfattas i tre K: kontakt, kontrakt och kvalitet (Ståhl 1993 s.4f). Alla marknadstransaktioner kräver att aktörerna får information om att man vill handla, det vill säga kontakt mellan köpare och säljare måste ske och information om priser och kvalitet skall utbytas. Dessutom krävs att kontrakt upprättas om vilka villkor som gäller som parterna kan acceptera och fullfölja. Slutligen måste parterna kunna kontrollera att åtgärderna utförs med rätt kvalitet enligt kontraktet. Åtgärder kräver resurser det vill säga de kostar pengar. Vinstmaximerande företag organiseras därför för att minimera dessa kostnader. (Skogh & Lane 1993 s.57ff, Coase 1992 s.13f)

Alternativet till att organisera en transaktion inom företaget är att den utförs på marknaden. Gränsen för hur stort företaget blir går alltså där kostnaden för att organisera transaktionen inom företaget är lika med kostnaden för transaktionen på marknaden. (Coase 1992 s.14)

Transaktionskostnaderna kan alltså ses som en friktion som uppstår genom olika aktörers ageranden. Marknader är enligt denna teori institutioner som finns till för att minska dessa kostnader. Det finns många typer av marknader, allt från enkel bytesmarknad och marknader med mäklare till organiserade börser. I en ekonomi där transaktionskostnader inte existerar finns inget behov av marknader. Institutioner som ofta används som exempel på effektiva minimerare av transaktionskostnader är varubörser och aktiebörser. På dessa börser är aktörer ute efter att köpa och sälja, och kontaktkostnaderna är små. Kontrakt upprättas ofta i standardiserad form som båda parter känner väl. Kvaliteten på varan garanteras genom att regler ställts upp av börserna, till exempel vad gäller företagens krav på redovisning på en aktiebörs eller den fysiska kvaliteten på en råvarubörs. (Coase 1992 s.16ff)

En ytterligare indelning av transaktionskostnader kan göras med avseende på kvantifierbarhet. Kostnader som är förknippade med direkta utbetalningar som courtage, mäklararvoden, arbetskostnader för direkt kontroll med mera, är förhållandevis lätta att beräkna. Andra kostnader, som nyttan av att ha kontroll över en viss aktivitet eller tillgängligheten till hjälp och information, formellt eller informellt, är svårare att mäta och sätta i relation till alternativa ageranden. Kanske är det dessa former av svårt kvantifierbara transaktionskostnader som är förklaringen till fastighetsmarknadens snedvridningar. (Bengtsson 1995, s.29)

3.2.2 Corporate governance

På en perfekt marknad skulle i teorin företag inte behöva organiseras. En aktör skulle kunna hyra in alla produktionsmedel på en spotmarknad där betalning sker direkt mellan säljare och köpare. Det finns knappast någon marknad som fungerar på det viset och allra minst fastighetsmarknaden (förf. anm.). Istället organiseras företag för att genomföra investeringar i human och realkapital, till exempel fastigheter. Det krävs då att företag får tillgång till kapital

och för att någon skall vara villig att placera i företaget krävs mekanismer som garanterar att investeraren får avkastning på sitt kapital. Det är dessa försäkringar, ekonomiska och rättsliga, som är *corporate governance* mekanismer. (Shleifer & Vishny 1997)

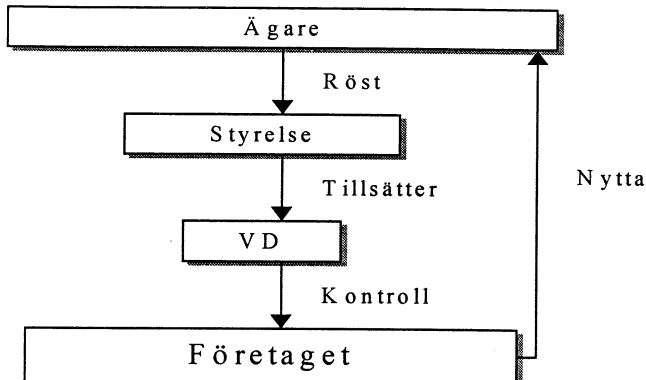
Klassisk *corporate governance* teori menar att företaget är grundat på filosofin att man kan lita på en människa, att ledningen kan förväntas agera i företaget och därmed i aktieägarnas intresse. Den så kallade agentteorin (*Principal-Agent theory*) hävdar istället att människan är egoistisk och självisk och inte alltid kan förväntas agera i andras intresse. Agentteorin menar att företagets styrning baseras på ett kontrakt mellan ledningspersonen (*agent*) och ägarna (*principals*). Detta förutsätter att båda parterna är nyttomaximerare och att visst beslutsfattande delegeras till agenten. Härigenom uppkommer transaktionskostnader för att på olika sätt kontrollera och balansera agentens handlande. (Tricker 1994)

Genom olika intressekonflikter löper investeraren risken att ledningen (agenten) använder medel för att nå personliga mål vilka är oförenliga med värdemaximering för hela företaget. Men samtidigt har ledningen gjort en icke-diversifierad investering av sitt humankapital i företaget och därför kan deras investeringsbeslut innebära en högre grad av riskaversion (undvikande av risk) än vad som är optimalt för ägarna. Exempel på detta kan vara diversifieringsstrategier inom ett företag vilket kan tänkas säkra ledningens anställning, men där investerare mer effektivt kan uppnå samma resultat genom diversifiering på aktiemarknaden. Det går inte att lösa problemet med ledningens agerande med hjälp av kontrakt på grund av omöjligheten att förutse alla framtida händelser och dessutom skriva in dessa i ett kontrakt som är giltigt även för en tredje part. På grund av transaktionskostnaderna för att skapa detta optimala kontrakt kommer parterna att skriva icke kompletta kontrakt. (Molin 1996, s.5ff)

Ett annat problem gäller beroendeförhållandena inom ledningen för ett företag. Även om det formellt är aktieägarna som tillsätter styrelseledamöter föreslås dessa oftast av ledningen, speciellt i små och medelstora företag och det skapar lojalitetsband och sammanhållning. Önskan om att bli omvald gör att obekväma åsikter hålls tillbaka. Tidsbrist i och med andra styrelse- eller ledningsuppdrag och en avsaknad av eget finansiellt intresse i företaget i form av aktieäggande begränsar ytterligare engagemanget. (ibid s. 12f)

Ett koncentrerat ägande är fördelaktigt då incitament finns att ta en aktiv roll i företagets utveckling genom att kontrollera ledningens handlingar och eventuellt stoppa dessa. Nackdelen här är att de små ägarna blir förtryckta och marknaden för företagets aktier blir illikvida och begränsar riskspridningen. (ibid s. 16f.)

Schematiskt kan man förklara teorin i en modell:



Figur 1 Ägarmodell. Relationer mellan ägare, styrelse, VD och företag. Egen konstruktion.

Modellen utgår från hur vi ser på förhållandena mellan ägare, styrelse, verkställande direktör och företag.

Ägarna röstar fram en styrelse som tillsätter en verkställande direktör. VD har därefter kontroll och ansvar över att företagets resurser används på det mest effektiva sättet så att ägarnas nytta därigenom maximeras.

Enligt *corporate governance* består problemen av att få företagets ledning, VD, att arbeta mot samma mål som ägarna.

3.3 Information

3.3.1 Effektiva marknader

En effektiv marknad innebär att priset på varan som handlas är det som alla aktörer anser vara det rätta. För det krävs att all relevant information kommer aktörerna till del samtidigt, att alla aktörer är vinstmaximerare, det vill säga önskar hög avkastning på sina investeringar, och att alla aktörer kommer att tolka informationen på samma sätt. Effektiviteten förutsätter också att inga transaktionskostnader existerar. Av detta följer att alla fattar samma rationella beslut utifrån önskad risknivå och att det inte går att göra övervinster. En indelning i effektivitetsgrad kan göras efter hur snabbt marknaden anpassar sig till ny information. Exempel på marknader högt upp på effektivitetslistan torde vara olika former av börser för handel med råvaror eller finansiella tillgångar. (Ross et al. 1993, s.365f)

För effektiv prissättning på aktier och obligationer har andrahandsmarknader växt fram. Förutsättningarna för att de skall fungera är dels att de fysiska transaktionskostnaderna är låga dels att varan som handlas är lätt att värdera. Den första förutsättningen om låga fysiska transaktionskostnaderna klaras av genom teknisk utveckling där handel sker med datasystem.

Detta var som tidigare nämnts en förutsättning för den finansiella expansionen. Värderingsmöjligheterna har underlättats genom att standardisera tillgångar: Efter standardiseringen kan de rangordnas på av marknaden upprättade noteringslistor med lika krav på genomlysning. En variant är att låta ett externt ratingföretag indela objekten i klasser efter bestämda regler (*due diligence*). Hög volym på handel är också en förutsättning för att prissättningen skall var effektiv. (Viotti & Wissén 1991 s.18)

4 Fastighetsmarknaden

I detta kapitel går vi igenom de speciella särdrag som karakteriserar fastighetsmarknaden i allmänhet och hyresfastighetsmarknaden i synnerhet. Kapitlet avslutas med en av författarna konstruerad modell över hyresfastighetsmarknadens funktioner.

4.1 Bakgrund

Förutsättningarna för de finansiella marknaderna har förändrats kraftigt under de senaste decennierna. Kopplingen mellan fastighetsinvesteringar och finansiella marknader har gjort att förutsättningarna för fastighetsinvesteringar också har genomgått förändringar. Orsakerna är många och här kommer en diskussion om de starkaste faktorerna som påverkat utvecklingen för finansiella marknader i allmänhet och fastighetsmarknaden i synnerhet.

Anthony Downs tar i sin bok *The revolution in real estate finance* (1985) upp fem punkter som har förändrat den amerikanska fastighetsmarknaden under 1970 och 1980-talen.

1. Inflationsförväntningarna har förändrats, från hög till låg inflation.
2. Avreglering av finansiella marknader i allmänhet och bostadsmarknaden i synnerhet.
3. Globalisering av finansiella marknader.
4. Förändring av penning- och finanspolitik.
5. Teknologisk revolution.

Den teknologiska revolutionen med snabb och billig tillgång till information är den grundläggande faktorn som underlättade kapitalflöden mellan länder och gjorde marknaden global. Globaliseringen tvingade i sin tur fram avregleringar på den inhemska marknaden, enligt författaren. Även om analysen gällde den amerikanska marknaden kan ett liknande utvecklingsresonemang användas i Sverige. Här följer ett närmre resonemang om hur regleringar, inflation samt penning- och finanspolitik har förändrats och hur det har påverkat den svenska fastighetsmarknaden.

4.1.1 Regleringar

Fastighetsbranschen har sedan andra världskriget varit en av de mest reglerade i Sverige. Anledning är bland annat att bostadsmarknaden, som är en stor delmarknad, har varit föremål för ingripanden av socialpolitisk karaktär i samband med uppbyggandet av välfärdsstaten. Dessa regler var från början till för att skapa kontroll över en marknad där nyproduktion av bostäder varit låg på grund av kriget. Produktionsresurserna användes till annat än att bygga bostäder. Det allmänna prisläget var högt och för att dämpa effekterna av det höga prisläget på bostadsmarknaden ingrep staten med begränsningar i hyressättningen. (Ståhl & Wickman 1992 s.7)

En annan anledning till att fastighetsmarknaden är reglerad är den starka anknytningen till obligationsmarknaden, som efter andra världskriget och fram till slutet av 1980-talet varit starkt reglerad. I boken *Obligationsmarknaden* (Sjögren(red) 1993 s.90f) refereras till

Andersson & Ek (1983) och Hörngren et al. (1987) som i korthet presenterar regleringarna som:

Emissionskontroll	Riksbanken bestämde vem som fick låna, samt till vilka villkor det skulle ske.
Likviditetskvoter	Riksbanken kanaliserade bankernas medel till placeringar i prioriterade obligationer (stats- och bostadsobligationer).
Placeringsplikter	AP-fonders och försäkringsbolagens medel styrdes till köp av prioriterade obligationer. Regleringen berörde även banker.
Ränteregleringar	Riksbanken hade rätt att fastställa lägsta inlåningsräntan liksom högsta utlåningsräntan.
Utlåningsregleringar	Riksbanken bestämde vad som skulle räknas som utlåning.

Under den senare delen av 1980-talet genomfördes åtskilliga avregleringar som fick effekter på fastighetsmarknaden. Bland annat avskaffades likviditetskvoterna och lånetaken, och det blev nu marknaden som fick avgöra var kapital skulle placeras och till vilken ränta. En annan viktig förändring var avskaffandet av valutaregleringarna vilket gjorde det möjligt för investerare att göra utlandsplaceringar bland annat i fastigheter. (Södersten (red) 1994 s.211)

Efter avregleringarna fortsatte ingreppen genom räntesubventioner, bostadsbidrag och skatte-subventioner. I början av 1990-talet uppgick de direkta subventionerna (räntesubventioner och bostadsbidrag) till sammanlagt cirka 27 miljarder, skattesubventionerna är svårare att beräkna men har uppskattats till 15 miljarder. (Södersten (red)1994 s.211)

4.1.2 Realräntechocken

I slutet av 1980-talet var inflationen hög jämfört med idag, och marknaden hade förväntningar på att det skulle förbli så. Det ledde till att nominella räntan också var hög men i kombination med en generös rätt till skatteavdrag för låneräntor kom den reala räntan efter skatt att bli mycket låg och till och med negativ. Ståhl & Wickman (1992 s.15) illustrerar i ett exempel hur situationen var innan skattereformen. En villaägare kunde låna till 12% ränta när inflationen är 8% och hade rätt till skattereduktion med 50% av låneräntan. Resultatet blev en negativ realränta på 2%. Även om exemplet inte gäller för hela fastighetsbranschen speglar det ändå hur kreditklimatet var under denna period och på vilken grund fastighetsvärderingarna gjordes. Sedan dess har en del väsentliga förändringar skett.

Reformen inom skattesystemet som genomfördes 1991 har minskat den generella avdragsrätten för låneräntor för privatpersoner till 30% av räntekostnaderna (med vissa undantag bland annat för stora lån). Möjligheterna till skatteplanering för kapitalinkomster har också minskat. (Ståhl & Wickman 1992 s.16)

Ett närmande till Europeiska Unionen krävde en inflationstakt som var mer samstämmig med den på kontinenten vilken var lägre än den i Sverige. Enligt Ståhl & Wickman (1992 s.17) kan man säga att Sverige i praktiken var ansluten till EU våren 1991 vad gäller ett antal viktiga

makroekonomiska storheter. Dessa storheter som har influenser på fastighetsmarknaden är, räntesatser, skattesatser och inflationstakt.

4.1.3 Krisen

Med över fyrtio år av regleringar tappades kompetens och incitament till finansiellt risktagande bort. När avregleringarna startade expanderade de finansiella marknaderna. Efterfrågan på krediter ökade ytterligare med gynnsamma möjligheter till skatteavdrag. En redan stor tilltro till fastigheter som investering fortsatte tack vare statliga subventioner och lånegarantier. Förutsättningarna förändrades med skattereformen 1990-91 som bidrog till realräntechocken. Följden blev höga kostnader för lånat kapital och många högt belånade fastighetsbolag fick problem med räntebetalningarna. Den höga belåningen i kombination med fallande fastighetsvärden drog med kreditinstituten ner i en finansiell kris. (Södersten (red) 1994 s. 210)

4.1.4 Utgångsläge idag

Situationen på fastighetsmarknaden efter krisen kännetecknas av problem som delvis beror på vilken typ av hyresfastigheter som avses, lokaler eller bostäder. Vi listar förutsättningarna genom en sammanställning av Vinells (1996 s.79f) och Lundströms (i SOU 1996:156 s.38f) resonemang.

- Låg andel eget kapital
- Låg marknadslikviditet
- Ofrivilliga fastighetsägare
- Odelbar investering
- Hyresregleringar och subventioner

Låg andel eget kapital. Fastighetsföretagen har en låg andel eget kapital, vilket verkar beslutsförlamande eftersom låneinstituten kräver mer insyn i företagen. Argumentet gäller särskilt kommunala bostadsföretag, enligt Stellan Lundström, som menar att statliga och kommunala garantier i kombination med inflation har lett till att de kommunala bostadsföretagen inte har haft ett behov av att bygga upp ett eget kapital via avskrivningar och vinstfondering. Detta kan jämföras med ett vanligt aktiebolag där kreditgivarna kräver ett eget kapital som agerar buffert i risktagandet. Privata fastighetsbolag har också en låg andel eget kapital men inte så mycket beroende av offentliga garantier som av ett gynnsamt låneklimat. En allmän uppfattning har varit att fastighetsinvesteringar har varit inflationsskyddade, det vill säga med liten risk för prisfall. Ett system med hög inflation och höga avdragsmöjligheter gynnar finansiering med lån jämfört med eget kapital.

Låg marknadslikviditet. Låg likviditet i fastighetsmarknaden ger upphov till en högre riskpremie, vilket traditionellt inte varit kännetecknande för branschen. Riskpremien höjs även av att aktörerna blivit "skotträdda" efter krisen. Prissättningen blir därför inte effektiv och resultatet blir att inga affärer kommer till stånd. En nödvändig omstruktureringen av marknaden fördröjs därmed.

Ofrivilliga fastighetsägare. Ofrivilliga fastighetsägare följde i fastighetskrisens spår i form av organisationer som övertagit pantfastigheter. Ett exempel på fenomenet är till exempel

Anders Persson & Pär Sjöstrand 1998

bankernas fastighetsbolag. Fastighets- och försäkringsbolag kom dessutom att omvärdera sina strategiska fastighetsinnehav. Om man därutöver tar hänsyn till den svåra ekonomiska ställning hos många kommuner, som kan ge ett incitament att sälja ut delar av deras stora fastighetsinnehav, blir resultatet att ett stort behov av omstruktureringar i ägandet finns. Enligt Vinells approximativa beräkningar kom summan att överstiga 200 miljarder kronor under sommaren 1995. Läget är delvis annorlunda idag, exempelvis har bankernas ofrivilliga ägande minskat då SE-bankens Dilligentia, Sparbankens Tornet och Handelsbankens Närkebro delades ut till respektive banks aktieägare och börsnoterades under 1996. Dock kvarstår omstruktureringar av bestånden som ofta är spridda både geografiskt och med avseende på fastighetstyp.

Odelbarhet. Fastigheter är odelbara, det vill säga att man som investerare måste köpa allt eller inget av en fastighet. Det utesluter investerare som inte har de resurser som krävs för att skapa en diversifierad fastighetsportfölj. Fastighetsmarknaden är dessutom behäftad med transaktionskostnader som skatter och informationskostnader vilket leder till en illikvid marknad med stor osäkerhet om prisbildningen. Givetvis kan en mindre investerare köpa aktier i ett börsnoterat fastighetsbolag men detta medför en rad andra oönskade effekter på grund av företagets skuldsättning.

Hysesregleringar och subventioner. Hysesregleringar gäller fortfarande på stora delar av marknaden och subventionerna är inte helt avvecklade. Det medför snedvridande effekter som gör att prismekanismerna för fastigheter med bostäder inte fungerar tillfredsställande.

Det faktum att eget kapital dubbelbeskattas i aktiebolagsform bidrog också till att belåningsgraden var hög hos fastighetsföretag. Detta leder idag till problem i dessa företag då kommunala borgensåtaganden ifrågasätts och staten ser över sitt garanti- och subventions-system, vilket leder till att det inte finns något handlingsutrymme. För att driva långsiktigt fastighetsföretag, där fastighetsägaren ensam skall vara riskbärare, bör det långsiktigt krävas minst 30% eget kapital mätt mot marknadsvärdet på fastigheterna.

4.2 Särdrag

Fastigheter och fastighetsmarknaden har många särdrag som gör dem unika. Dels har objektet, alltså fastigheten, egenskaper som skiljer det från andra varor och investeringsobjekt, dels har marknaden för fastigheter speciella drag som skiljer den från andra marknader. Fastigheter är heterogena produkter, det vill säga att varje fastighet är unik till läge och egenskap. I litteraturen kan man finna flera olika definitioner på särdrag. Vi har valt att systematisera dem i två nivåer nämligen marknads- och objektsnivå. Här följer ett resonemang om dessa.

4.2.1 Marknadens särdrag

Den nationella fastighetsmarknaden är starkt knuten till landets ekonomi och demografi. Eftersom fastigheter är omöjliga att flytta när ekonomiska och demografiska mönster skiftar mellan regioner krävs det att fastighetsinvesteringar är väl genomtänkta. Olika fastighets-kategorier kan variera i risk och avkastning beroende på läge och dessa skillnader gäller inte bara mellan olika regioner utan även inom olika delområden. Till exempel kan marknaden för mindre bostäder i ett samhälle utan högskola antas vara sämre än i en universitetsstad.

Skillnaderna kan också gälla läget inom en ort där marknaden för bostäder bredvid en smutsig industri kan antas vara sämre än bostäder med havsutsikt på samma ort. De viktigaste parametrarna är alltså fastighetens läge och typ. (Murphy 1994)

Fastigheter utgör vid sidan av aktier och andra värdepapper en alternativ kapitalplacering (Malmström 1995 s.14). Det är därför relevant att jämföra marknaden för fastigheter med marknaden för aktier. En sammanställning av skillnaderna som vi funnit i litteraturen kan sammanfattas i fyra punkter:

- Odelbara
- Höga transaktionskostnader
- Ingen kontinuerlig marknad
- Låg likviditet i marknaden

En del punkter känns igen från utgångsläget på fastighetsmarknaden i avsnitt 4.1.4., till exempel har fastigheters odelbarhet tidigare kommenterats.

Transaktionskostnaderna är höga för fastigheter. Kostnaderna uppkommer vid handel i form av stämpelavgifter och mäklararvoden, och vid ekonomisk genomlysning och informationsinhämtning. Det är svårt för köpare och säljare att få information om och överblick över fastighetsmarknaden som består av ett stort antal lokala marknader och är omgärdad av komplex lagstiftning. Det saknas en organiserad marknad där priser kontinuerligt sätts vilket resulterar i ett dåligt informationsflöde (Malmström, 1995, s.13).

De tre första punkterna får konsekvensen att få transaktioner sker. Likviditeten på marknaden är alltså låg och detta skapar osäkerhet om vilket marknadsvärde som är det rätta.

Skillnaderna gör att marknaden inte kan bli effektiv. Därför saknas möjligheterna att utveckla standardiserade derivat som kräver tillfredsställande prisbildning på de underliggande tillgångarna. Riskerna i en fastighetsportfölj kan alltså inte säljas av (*hedging*) i form av till exempel säljoptioner på fastighetsprisindex eller försäljning av hyresinkomster på termin. (Vinell 1996, s.49ff, Malmström 1995, Hudson-Wilson & Guenther 1995)

4.2.2 Objektens särdrag

De enskilda fastigheterna är som investeringsobjekt förknippade med komplicerade faktorer som tillsammans med en ineffektiv marknad ger vissa särdrag i förhållande till andra investeringar. Vi har funnit fyra huvudkategorier av särdrag som kan hänföras till de enskilda objekten. De två första är mest intressanta ur ett ägarperspektiv och är föremål för en djupare diskussion. (Larsson 1995 s.159, Kühne-Büning & Heuer 1994 s.6f, Jaffe & Sirmans 1989 s.25)

- Tid
- Avkastning
- Läge
- Juridik

Tid. En byggnad hör till de mest bestående varor producerade av människor. Med en rätt utförd grundkonstruktion och ett regelbundet underhåll kan livslängden beräknas till över 100 år. Det är inte bara livstiden som är lång utan också produktionstiden för nya byggnader. Från investeringsbeslut till färdigställande kan tiden ofta räknas i år. Den långa livslängden och produktionstiden medför att en minskning eller utökning av ett totalt bestånd tar lång tid. Det är alltså svårt att anpassa utbudet efter snabba efterfrågeförändringar. Fastighetsmarknaden karaktäriseras av att handel till stor del sker med det befintliga beståndet (så kallad stockmarknad).

Avkastning. Avkastningen på en fastighet kan delas upp i två komponenter: driftnetto och värdeförändring. Driftnettot är det samma som fastighetens löpande avkastning, det vill säga intäkter minus kostnader. Värdeförändringen hör samman med de förändringar i förutsättningarna som påverkar förväntningarna om framtida driftnetto. Avkastningen och investersmotiven för fastighetsinnehav kan variera starkt mellan olika företag.

Läge. Fastigheter är ofta unika genom läget och konstruktion, till exempel närheten till bra kommunikationer och möjligheten att bygga om fastigheten för ändrade behov. Omgivningen och miljön i övrigt kan också vara en viktig prisbildningsfaktor.

Juridik. Fastigheter är utsatta för offentlig maktutövning via plansystem som reglerar hur och i vilken omfattning bebyggelse får ske. Formella juridiska krav vad gäller handel och registrering av fastigheter gör att staten kan garantera vissa kvalitéer på fastigheten, till exempel angående ägarförhållande, fastighetsgränser och vilka rättigheter och skyldigheter som hör till fastigheten i form av panter och servitut. Det sänker kostnaderna för att söka information eftersom det är svårt att dra sig undan rättvisan med en fastighet. Kvalitetsgarantin gör att fastigheter fungerar bra som kreditsäkerhet. De juridiska särdragen medför hinder till exempel i form av transaktionskostnader och ökad komplexitet som kräver specialkunskaper.

En lång utnyttjandetid och en komplicerad byggnadsprocess leder till trögrörlighet när det gäller anpassning till efterfrågan. Den gällande byggnadslagstiftningen och kommunernas planering medverkar troligtvis också till tröghet.

4.2.3 Tiden

Tack vare sin beständighet kan fastigheter utnyttjas av ett flertal olika hyresgäster efter varandra. På samma sätt kan fastigheten under en lång tid utbudas på marknaden d.v.s. den kan byta ägare och hyras ut under hela sin livslängd. Det leder fram till ett resonemang om livscyklar.

För att förstå den långsiktiga investeringsprocess som är förknippat med hyresfastigheter tar Bejrums & Lundström (1995 s.26) upp två olika typer av livscyklar förknippade med fastighetsinnehav:

- byggnadens livscykel (objektsbunden)
- ägarens livscykel (subjektsbunden)

Den objektsbundna livscykeln avser tidsperioden från uppförandet av byggnaden till rivningen, alternativt renovering eller ombyggnad, medan den subjektbundna livscykelperspektivet anknyter till ägaren.

Innehavare har varierande kompetens och motiv för sitt ägande och de går därför in som ägare i olika stadier av byggnadens livscykel. Genom dessa olika kombinationer av byggnaders och ägares livscykler uppstår olika investeringsmönster under byggnadens livscykel. Tiden mellan två ägarskiften kallas för innehavsbunden livscykel. (Bejrums & Lundström 1995 s.26)

Då en investerare innehar en fastighet skall hänsyn tas till flera faktorer för att säkerställa investeringens kortsiktiga och långsiktiga avkastning. Beslut grundade på dessa faktorer i fastighetsförvaltningen och på fastighetsmarknaden fattas:

- i ett samspel mellan människa och fastighet
- i en marknadsmiljö
- i ett framtidsperspektiv
- under osäkerhet

Dessa olika beslut påverkas av företagets policy, konjunktursvängningar och av ändrade institutionella förutsättningar exempelvis skattelättnader för renoveringar och reparationer. (Bejrums & Lundström 1995 s.26)

Beslut vid en fastighets bebyggande kommer att för mycket lång tid att påverka dess värde. Så kan t.ex. beslut om billigare produktionsätt, exempelvis vad gäller takkonstruktioner, leda till dyra reparationer inom 10-20 år. Bristande marknadsundersökningar kan leda till att en fastighet anpassas till ett speciellt ändamål, vilket leder till svårigheter med uthyrningen till exempel av hotellfastigheter. Det löpande underhållet, både vad gäller regelbundet underhåll och reparationer eller lokalvård blir även det en avgörande faktor för en fastighets framtida värde. (ibid s.27)

En fastighets framtida värde beror alltså i hög grad på den ursprungliga ägarens kunnande, ekonomiska styrka och beslut vid fastighetens bebyggande, men en välbyggd fastighet klarar sig ändå inte utan underhåll och reparationer. Här kan kortsiktiga fastighetsägare bidra till stora skador på en fastighet. Bristfälliga, tillfälliga reparationer ackumulerar det faktiska reparationsbehovet och döljer fastighetens verkliga skick ofta för att kunna ge en ägare en större snabb realisationsvinst. (ibid)

Ägarskiften är framförallt vanliga när privatpersoner är ägare till hyresfastigheter. De har en innehavsperiod som är mer kopplad till den egna livscykeln än byggnadens. Allmännyttiga bostadsföretag, bostadsrättsföreningar och privata institutionella ägare har däremot ett ägande som är mer kopplat till byggnadens livscykel- och därmed ofta ett längre tidsperspektiv för innehav och beslut. (ibid)

4.2.4 Hyresfastighetens avkastning

En marknad där en hyresfastighets tjänster bjuds ut kallas hyresmarknaden och kan beskrivas som efterfrågan och utbud på utrymme med service och där kunden disponerar utrymmet med hyresrätt. I hyresavtalet köper sig en fysisk eller juridisk person rätten att disponera detta

utrymme genom att betala hyra. Marknadens utbud av utrymme kan beskrivas genom att uppskatta storleken på befintligt bestånd och pågående produktion av bostäder och lokaler med hänsyn taget till rivningar och ombyggnad. På samma sätt kan efterfrågan beskrivas genom att uppskatta rådande och framtida behov av utrymme med hänsyn taget till befolkningsutveckling, inkomster och sysselsättning. Det råder en fri hyressättning på kommersiella lokaler i Sverige, men hyresmarknaden för bostäder är däremot reglerad och hyran baseras på den så kallade bruksvärdesprincipen, vilket innebär att de allmännyttiga bostadsföretagens kostnader ska vara vägledande för hyressättningen även för de privata fastighetsägarna. (Malmström, 1995, s.11f)

Avkastningen från fastigheten fördelas mellan ägaren, kreditgivaren och samhället via institutionellt bestämda regler för hyressättning, finansiering och beskattning. Samhället tar del av den löpande avkastningen och värdeökningen genom beskattningssystemet, och har även möjligheten att tvångsinlösa och exproprierar fastigheter. Ägarens andel av avkastningen är en restpost efter det att kreditgivaren har fått sin bestämda del. Ägaren står för risken och får i bästa fall en hygglig vinst. Fördelningen av avkastningen mellan de olika intressenterna över tiden påverkas i hög grad av inflationen. (Bejrums & Lundström 1995 s.24)

Ett speciellt fall av avkastningsfördelning uppstår då marknadsimperfectioner på hyresmarknaden gör att delar av avkastningen tillfaller en hyresgäst. Så sker vid andrahandsuthyrning och försäljning av förstahandskontrakt på bostäder i attraktiva lägen. På samma sätt betalas ett bostadsrättskontrakt till ett högre belopp än den ursprungliga insatsen eftersom avgifterna till föreningen är kostnads- och inte marknadsbestämda. Det medför att en gammal förening med låga avgifter ger innehavaren en fördel som kan utnyttjas vid försäljning eller vid andrahandsuthyrning. Överskottet kan samhället eventuellt ta del av genom skattesystemet. (ibid)

En fastighetsinvestering anses vara ett bra skydd mot inflation. Detta beror på olika faktorer. I ett inflationsklimat kan ökade underhållskostnader kompenseras med indexreglerade hyror. Även om hyrorna inte är indexreglerade kommer värdet på fastigheten att öka på grund av förväntningar om högre inkomster när det är tid att omförhandla avtalen. Värdet på fastigheter ökar också vid inflation enligt många studier (Brueggerman & Fisher 1993 s.404, Jaffe & Sirmans 1989 s.26, Raendi & Zuo 1997).

4.2.5 Är fastighetsmarknaden effektiv?

I avsnittet om marknadens särdrag pekade vi på ett antal faktorer som samverkar och bidrar till att fastighetsmarknaden fungerar dåligt och lider av en rad brister. För att uppnå en mer effektiv fastighetsmarknad krävs alltså flera förändringar. Vad gäller fastighetsmarknaden kan den enligt Hägg (1990 s.35ff, gäller hela 4.2.5) betraktas som effektiv om:

- Ny information samtidigt når alla som agerar på fastighetsmarknaden
- Alla agerande på fastighetsmarknaden är lika skickliga bedömare
- Alla agerande på fastighetsmarknaden ständigt följer med prisutvecklingen för olika fastigheter och anpassar sitt fastighetsinnehav därefter
- Transaktionskostnaderna är lika med noll

Om dessa förutsättningar är uppfyllda kommer jämviktspriset att vara nuvärdet av de diskonterade kassaflödena. Förändringar i priserna kommer att ske när information om förändrade framtida kassaflöden når marknaden. Eftersom informationen är ny kan den inte förutses, prisutvecklingen kommer alltså att innehålla en slumpvariabel. En tillväxttrend kan också förekomma, om företaget har tillväxtpotentialer.

Information. Hägg konstaterar att fastighetsmarknaden är indelad i flera olika delmarknader. Skillnad görs mellan kommersiella fastigheter som omfattar kontors- och affärsfastigheter, och övriga fastigheter som avser flerbostadshus, villor, lantbruk etc. Han konstaterar att aktörerna på marknaden för kommersiella fastigheter ofta ser till att snabbt blir informerade om nyheter, eftersom den ingår i deras yrkesuppgifter till skillnad mot övriga fastighetsmarknaden. I vår analys hänför vi även flerbostadshus till kommersiella fastigheter, eftersom synen på denna delmarknad förändrats under de senaste åren.

Aktörernas skicklighet. Om alla bedömare är lika skickliga, betyder det att skillnaden mellan olika personers fastighetsinvesteringar kommer att bero främst på att de har olika önskemål när det gäller risk och förväntad fastighetsavkastning. När det gäller kommersiella fastigheter är detta troligen fallet, konstaterar Hägg. Fastighetsföretagen har olika profil vad gäller risk och avkastning för att attrahera olika investerarkategorier.

Prisanpassning Hägg pekar även här på skillnaderna mellan delmarknaderna. Handel med kommersiella fastigheter styrs sannolikt i högre grad av utbud, efterfrågan och marknadens risnivå än övriga delmarknader.

Transaktionskostnader. Skatter och andra transaktionskostnader kan också medföra att köpen och försäljningarna sker senare än vad som annars skulle vara fallet.

En optimal marknad bör alltså bestå av aktörer som besitter samma information vid samma tidpunkt och som drabbas lika av marknadens transaktionskostnader.

4.3 Skatter och subventioner

Vi har tidigare diskuterat fastigheters avkastning. Den kan delas in i driftnetto och värdeförändring. Båda faktorerna påverkas av statliga regler, till exempel beskattning. Värdetillväxten är ofta kopplad till rådande inflationspolitik. Här presenteras två faktorer som direkt påverkar avkastningen och hur fastigheter ägs och finansieras, nämligen skatter och subventioner. En djupare diskussion om effekterna av skatter och subventioner faller utanför denna uppsats. Här kommer endast huvuddragen att beröras, i form av transaktionsskatter, avkastningsskatter, ägandeskatter och räntesubventioner.

Transaktionsskatten består av stämpelskatt som erläggs i samband med att lagfartsbevis utfärdas. Det sker vid köp eller byte av fastighet och utgår med 1,5% av värdet för privatpersoner och 3% för juridiska personer med vissa undantag. (Institutet för värdering av fastigheter 1995 s.76)

Avkastningsskattens utformning skiljer sig åt mellan de olika ägandeformerna. Inkomst från hyresfastigheter för privata ägare beskattas som näringsverksamhet. Företag beskattas med 28% på vinsten innan utdelning och utdelningen beskattas dessutom som inkomst av kapital

hos privata aktieägare. Bostadsrättsföreningar betalar skatt på en schablonintäkt som beräknas på taxeringsvärdet. Därefter görs tillägg för finansiella intäkter och avdrag för finansiella kostnader. Kommunala bostadsbolag betalar skatt som vanliga företag men kommuner som är ägare är skattebefriade. (ibid s.130ff)

Ägandeskatter består av fastighetsskatt och förmögenhetsskatt. Fastighetsskatt betalas av de flesta ägare till hyresfastigheter. För fastigheter avsedda för lokaler är fastighetsskatten för närvarande 1% av taxeringsvärdet. För fastigheter avsedda för bostäder är skatten 1,7% av taxeringsvärdet med vissa undantag för nyproducerade fastigheter. Förmögenhetsskatt betalas av fysiska personer med 1,5% av förmögenhet som överstiger 900 000 kronor, direktägda fastigheter tas upp till taxeringsvärdet vilket skall motsvarar 75% av marknadsvärdet, medan aktier i fastighetsbolag behandlas olika beroende på om bolaget är börsnoterat och i så fall på vilken lista (A resp. OTC). (ibid s.139f samt uppdatering via lokala skattekontoret) Fastighetsskatten kan idag sägas vara diskonterad i fastighetspriserna och en förändring av denna skatt slår direkt igenom på prisnivåerna.

Nuvarande subventionssystem som riktar sig direkt till fastighetsägare består av räntesubventioner som ges till nybyggnad och vissa om- och tillbyggnader av bostadsfastigheter avsedda för permanent bruk och självständigt boende. Ett bidragsunderlag räknas ut genom schablonmässiga byggkostnader. Bidraget består av en andel av räntekostnaderna för bidragsunderlaget och denna andel trappas ner successivt över tiden. (Institutet för värdering av fastigheter 1995 s.93f)

4.4 Problem

Problemen på fastighetsmarknaden hänger i stora stycken samman med dess särdrag och risker. Odelbarheten och de höga transaktionskostnaderna vid handeln med fastigheter gör att marknaden får dålig likviditet. Låg likviditet gör att informationsflödet blir lågt då det inte finns någon marknad där all information samlas vilket i sin tur medför att prissättningen blir osäker. (Jaffee 1994 s.80) Likviditeten på fastighetsmarknaden tenderar också att vara minst på de marknader där behovet av likviditet är som störst. (Riddiough 1995)

De begränsade möjligheter, som finns på den svenska marknaden, att investera i fastigheter gör att investeringen behäftas med risker och kontrollansvar, som aktören varken kan eller vill ha. För ett effektivt direktägande krävs till exempel kompetens att driva fastighetsföretag och kunskap om den lokala marknaden, medan vid köp av fastighetsaktier är kontrollen över belåningsgraden liten. Det blir en skevhet i riskfördelningen som inte passar alla aktörer.

För att få en effektiv fastighetsmarknad med de förutsättningar och särdrag som vi gått igenom behövs en distinktare skillnad mellan aktörerna. Den indelning vi gjort i investerarrisk och företagsrisk (som presenteras i avsnitt 4.6.1) bygger på att risker hanteras av den aktör på marknaden som har lägst kostnad för att finna information och utöva kontroll.

Många utredningar har kommit till slutsatsen att någon ny form av värdepapperisering på fastighetsmarknaden borde genomföras, till exempel som fastighetsinvesteringsbolag vilket Vinell föreslår (Vinell 1996, Jaffee 1994, Fastighetstidningen nr.4 1995, Hägg & Scheutz 1996, Persson 1996). Dessa nya typer av fastighetsföretag bör vara noterade på någon form av börs för att skapa en organiserad handel med dess andelar. Fastighetsföretagen skulle i detta

sammanhang fokusera på att hantera de problem och risker som vi kallar företagsrisker, det vill säga de som är knutna till fastigheten och den lokala marknaden. På börsen hanteras däremot de risker som vi förknippar med investeraren till exempel vad gäller belåningsgrad, geografisk fördelning och fastighetstyp, genom att investeraren själv kan välja vilken typ av företag han vill investera i.

Hindret i Sverige är idag lagstiftningen, som måste ändras för att värdepapperiseringen skall vara möjlig. Därefter krävs att de finansiella marknaderna kommer att använda instrumentet. Utvecklingen på finansiella marknader drivs enligt Neave (1997 avsnitt 4-1ff) fram antingen av att utbudet eller efterfrågan förändras. Förändringar i utbudet kan ofta härledas från att finansiella intermediärer tar till sig ny teknologi, och förändringar i efterfrågan kan härledas från att klienter får behov av nya former av finansiering eller riskhantering. Teknologiska innovationer kan snabbt komma till användning och utbudsförändringar får därigenom fort genomslag. Finansiella intermediärer är däremot mer försiktiga med att svara på förändringar i efterfrågan, eftersom de först måste analysera de nya instrumenten vad gäller risk och avkastning. Neave påpekar också vikten av att ha ett fungerande regelverk. Förändringar av regler kan också få stora konsekvenser för hur marknaden fungerar.

För den svenska fastighetsmarknaden krävs alltså att investerare efterfrågar det nya instrumentet, det vill säga att det har de karaktäristiska drag som motsvarar investerarnas behov. Investerarna i detta fallet är inte bara den grupp som vi kallar för placerare utan även andra som har behov av fastighetsplaceringar, men ingen möjlighet att göra direktinvesteringar i fastigheter, till exempel småsparare och utländska investerare.

De största investerarna som svarar för efterfrågan på fastighetsinvesteringar har möjlighet att lösa diversifierings- och belåningsgradsproblematiken genom direktägande. Därför är kanske inte efterfrågebehovet så stort att det driver fram förändringen. På utbudssidan återfinns till största delen dagens fastighetsbolag som antagligen inte har några incitament att förändra ägarsituationen.

I nästa kapitel kommer vi att analysera de olika ägarkategorierna som vi definierat. Avsikten är att teoretiskt se vilken typ av parametrar som hanteras bäst av ägarna.

4.5 Värdepapperisering

Värdepapperisering har, enligt Vävare (1994), definierats av Peter Fredell (Fredell & Co Structured Finance AB) som ”att förpacka tillgångar i välanalyserade och riskavvägda enheter och finansiera dessa enheter genom utgivning av noterade värdepapper. Antingen genom lån eller aktier”. För fastighetsmarknaden kan både det egna och det främmande kapitalet värdepapperiseras. Utvecklingen har kommit längst i den anglosaxiska världen, i USA finns till exempel *Real estate investment trusts* (REIT) för det egna kapitalet och *Mortgage backed securities* (MBS) för det främmande kapitalet.

Värdepapperisering av främmande kapital kan schematiskt förklaras genom att man belånar flera fastigheter gemensamt. Istället för att belåna varje fastighet med ett bottenlån och ett topplån, kan man slå samman alla bottenlån och alla topplån till två lån med alla fastigheterna som säkerhet. Lånen kan finansieras genom att sälja obligationer med två risk klasser, och varje klass kan bestå av flera obligationer. De enskilda obligationernas nominella värde behöver inte stämma överens med värdet på de enskilda fastigheterna. Resultatet är alltså ett

värdepapper med definierad risk och ett standardiserat nominellt värde som lättare kan hanteras av aktörerna. (Modig, et al s66)

För vår del är det mest intressant med värdepapperisering av det egna kapitalet. Det enklaste exemplet är ett vanligt aktiebolag. Målet med att värdepapperisera fastigheter är att få ett instrument som kan jämföras med att direktäga fastigheter främst med avseende på skatter och kapitalstruktur. Aktiebolag har inte de egenskaper som krävs bland annat på grund av dubbelbeskattning som uppstår för privata ägare till fastighetsbolag. Ett antal varianter av fastighetsvärdepapperisering har vuxit fram runt om i världen, allt från passiva fonder som investerar i fastigheter men låter någon annan ta hand om förvaltningen, till aktiva fastighetsbolag som äger och förvaltar fastigheterna. Det gemensamma för dem och det som skiljer dem från vanliga aktiebolag är skatteförmånerna.. För att uppnå den fördelaktiga beskattningen kan lagstiftarna ställa upp krav som man anser behövs på företagsformen för att få en bättre fungerande fastighetsmarknad. Vanliga krav som ställs upp rör ägandespridning, soliditet, utdelningspolitik, diversifiering av investeringar och organisationsform. (Bryggerman & Fisher s.696 ff, Vinell, 1996 s.49ff)

En huvudanledning till att använda speciella regler för fastigheter är att få prissättningen och handeln att fungera. En direktinvestering i fastigheter är ofta ett stort projekt för en enskild investerare. Värdepapperisering är ett sätt att bryta ner investeringen i mindre och mer lätt hanterade enheter, som i ett fastighetsbolag noterat på börsen. Eftersom det indirekta ägandet, det vill säga köpet av aktier i ett fastighetsbolag, beskattas hårdare än att direkt köpa fastigheten, är det mer fördelaktigt att köpa fastigheter direkt. För att få en tillfredsställande riskspridning i sin direkt ägda fastighetsportfölj krävs att man äger flera fastigheter. Det är endast stora aktörer som har resurser att hantera den typen av fastighetsportföljer. Följden blir att ett litet antal fastigheter bjuds ut på marknaden via fastighetsbolag, till ett stort antal investerare, med en hårdare form av beskattning. Det ger minskad handel, försämrar prissättningen och försvårar kapitalallokeringen i en marknad som består av en väsentlig del av ett lands förmögenhetsmassa.

4.5.1 Fastighetsinvesteringsbolag FIB

Ett svenskt förslag till värdepapperiseringsform har arbetats fram av professor Lars Vinell. Enligt förslaget skall en ny typ av företag bildas, ett fastighetsinvesteringsbolag (FIB)⁶. FIB:en skall vara ett bolag som så gott som uteslutande skall syssla med att äga och förvalta fastigheter och fungera som en skattefri mellanhand för alla investerare. Särreglerna för FIB skall i huvudsak gälla ägarspridning, utdelning och soliditet. Eftersom det förutsätts att FIB kommer att noteras på börsen kommer Stockholms Fondbörs regler att gälla även för denna företagsform till exempel vad gäller ägarspridning och genomlysning. Andra krav är att 80% av hyresinkomsterna inklusive räntenettet, med avdrag för driftskostnaderna, skall delas ut till ägarna och att soliditeten inte får understiga 50%. (Vinell 1996 s.93f)

⁶ Fortsättningsvis använder vi benämningen FIB för fastighetsinvesteringsbolag.

Fastighetsinvesteringsbolag är till för att lösa en del av problemen på den svenska fastighetsmarknaden. Vi har, efter Vinells bok, sammanställt dessa i fem punkter enligt följande:

- Soliditeten i företagen
- Likviditeten i marknaden
- Ofrivilliga fastighetsägare
- Brist på fokusering
- Odelbarhet

Soliditeten i företagen. Fastigheter är med sina egenskaper som tidigare påpekats lämpliga som säkerhet för lån. Många fastighetsprojekt, till exempel börsnoterade fastighetsbolag och kommunala bostadsbolag, är därför högt belånade. Det försvårar dels för investerare som vill komma åt fastighetens karaktäristiska avkastning och risk men som inte vill investera i ett så räntekänsligt instrument som ett börsnoterat fastighetsbolag ofta är, dels dras långivare in i mer riskabla projekt än vad de önskar.

Likviditeten i marknaden. Den svaga likviditeten i marknaden gör att priserna inte är de effektiva informationsbärarna om marknads förväntade avkastning som är önskvärdt. Omstruktureringar försenas eftersom aktörerna är osäkra på vilket som är det rätta marknadspriset.

Ofrivilliga fastighetsägare. I fastighetskrisens spår har framförallt banker och låneinstitut blivit fastighetsägare ofrivilligt till följd av övertagande av pantsatta fastigheter. Dessutom finns ett behov av omstrukturering i fastighetsbeståndet hos flera ägare, bland annat försäkringsbolag och kommuner.

Brist på fokusering. Många stora fastighetsbolag har saknat en tillräcklig fokusering vad gäller geografi och fastighetstyp. Det har gjort dem ointressanta för placerare att investera i eftersom placerare själva vill diversifiera dessa parametrar.

Odelbarhet. Slutligen är det faktum att fastigheter är en odelbar investering ett hinder för många investerare, särskilt små, att göra långsiktiga placeringar i fastigheter. Ett köp av fastighetsaktier innebär dubbel beskattning och hög räntexponering. En direktinvestering innebär å andra sidan problem med diversifiering och omviktning av portföljen.

4.6 Risk

Inom ekonomin kan få framtida händelser betraktas som säkra. Det innebär att beslut måste fattas under osäkerhet och risk. Skillnaden mellan risk och osäkerhet är att risk har ett definierat utfallsrum och sannolikheten för utfallen är kända. Risk är alltså en beräkningsbar osäkerhet. I litteraturen används begreppen på olika sätt men för våra resonemang spelar skillnaden mellan risk och osäkerhet ingen roll. Vi är endast intresserade av de bakomliggande faktorer som framkallar risken eller osäkerheten. Därför benämner vi båda händelserna som risk.

En fastighet är behäftad med vissa risker som ofta är kopplade till särdragen som tidigare behandlats. En fastighetsinvestering är beroende av läge, varaktighet, juridiska regler med

mera. Utöver det kommer ofta en risk förknippad med belåning att ytterligare späda på den totala risken.

Bejrums & Lundström (1995 s.31) menar att risk förknippad med ett innehav av en hyresfastighet kan sägas bestå av två delar, affärsrisk och finansiell risk. Affärsrisk omfattar de faktorer som påverkar hyra, drift och underhåll samt fastighetens marknadspris. Den finansiella risken beror på hur finansieringen av lånat kapital ser ut. Alla fastigheter är alltså utsatta för affärsrisk medan den finansiella risken främst drabbar den belånade fastigheten.

Greer & Farrell (1992 s.283ff) gör också en indelning i finansiell risk och affärsrisk men har ytterligare en riskklass som de kallar för försäkringsbar risk. Denna typ av risk är den som går att försäkra bort exempelvis brand och vattenskada vilket vi inte kommer att gå in på i vår uppsats.

Brueggerman & Fisher (1993 s.330f) identifierar åtta olika typer av risker i samband med investeringar i fastigheter. De är:

- Affärsrisk, risk för vakanser p.g.a. konjunktursvängningar, demografiska förändringar, förändringar i efterfråga etc. En fastighet med olika typer av hyresgäster minskar denna risk.
- Finansiell risk, som beror på andelen lånat kapital och dess lånestruktur. Finansiell risk ökar med skuldsättningen. (ibid s.403)
- Likviditetsrisk, när marknaden saknar köpare och säljare och få transaktioner sker vilket kan ge ett ofördelaktigt pris vid en tvingad snabb försäljning.
- Inflationsrisk, oväntad inflation kan påverka avkastningen på en investering och därigenom förändra fastighetens reala värde.
- Ledningsrisk, fastighetens avkastning är i hög grad beroende av ledningens kompetens och vilja, speciellt om det handlar om unika fastigheter med ett litet antal möjliga nyttjare.
- Ränterisk, beroende på uppdelning mellan lång och kortfristig upplåning kan denna risk slå olika hårt, dessutom ökar avkastningskravet om räntan ökar.
- Juridisk risk, planändringar, skattelagändringar eller miljölagstiftningar kan avsevärt förändra en fastighetsinvesteringens lönsamhetsförutsättningar på mycket kort tid.
- Miljörisk, dolda fel, miljöfarliga material i byggnad eller förorenad mark kan skapa stora kostnader för sanering eller helt göra en fastighet ointressant som investeringsobjekt.

Dessa risker kan grovt indelas i tre riskgrupper: finansiella risker, affärs- och ledningsrisker samt juridiska och miljömässiga risker.

4.6.1 Riskindelning

4.6.1.1 Nivåer

För våra ändamål passar en indelning av risker i makro- och mikroperspektiv bättre. Till makroperspektivet hör till faktorer som påverkar hela fastighetsmarknaden och landets ekonomi. Medan vi med mikroperspektivet menar faktorer som berör den enskilda fastighetsföretaget och den enskilda fastigheten.

En indelning i de två nivåerna makro och mikro gör vi för att hänföra riskfaktorerna till marknadsaktörernas roller. En roll är att allokera kapital till de mest effektiva investeringar det vill säga de investeringar som ger högst avkastning. Det är investerarens roll. Investeraren är således bäst på att hantera risker på makronivå. Den andra rollen är att använda och förvalta kapitalet på ett effektivt sätt, det vill säga hantera mikroriskerna mest effektivt. Det gör fastighetsföretagaren.

Huvud idén med ovanstående resonemang är att utkristallisera två nivåer att hantera risker på. Vi kallar dem investerare- och företagnivå. Denna indelning av riskerna utgår från vilka aktörer som har bäst förmåga och information för att hantera riskerna. Riskerna kan hanteras antingen genom att få kontroll över källan eller genom att sprida den i en portfölj sammansatt av flera tillgångar. Investerare- och företagsrisker kan härledas från en rad riskfaktorer. Vi har valt att göra en huvudindelningen i konjunkturell, geografisk, finansiell, politisk, affärs och fysisk riskfaktor. Riskfaktorerna kan i sin tur härledas från preferens- och teknikförändringar i samhället i stort.

4.6.1.2 Faktorer

Konjunktur. Med konjunkturrisken menar vi den risk som har att göra med hur fastigheter som investering uppför sig i förhållande till andra investeringar. Denna risk hanteras genom att vikta en portfölj av olika tillgångar där fastigheter är en typ av tillgång och aktier och obligationer är exempel på andra. Aktörer med bäst information om de allmänna konjunkturen och med möjlighet att diversifiera tillgångsportföljen, alltså investeraren, bör därför hantera denna risk. Det går att sprida risken men inte att kontrollera den.

Politiska. Den politiska risken består både av allmänna juridiska regler vad gäller fastigheter och fastighetsfinansiering, samt specifika lokala regler för fastigheter. De allmänna reglerna är till exempel beskattningsregler, ränte-, bidrags- och subventionsregler och bör falla in under de risker som investeraren hanterar. De specifika regler som berör individuella fastigheter är till exempel infrastrukturella förändringar eller förändrade planförhållanden som begränsar möjligheterna att använda fastigheten på det vis som är mest ekonomiskt lönsamt. Information om dessa lokala förhållanden fås bäst på företagsnivån. Det går i viss mån att kontrollera genom att medverka i den fysiska planeringen och påverka politiska beslut. Stora aktörer har också möjlighet att sprida vissa risker, till exempel effekten av en ändrad detaljplan. Andra risker drabbar hela fastighetsmarknaden, till exempel förändrade skatteregler.

Geografiska. Den geografiska lokaliseringen är den allra viktigaste faktorn som påverkar avkastningen på fastigheten. Demografiska förändringar och folkomflyttningar, samt förändrade hushållsmönster påverkar efterfrågan på både bostäder och lokaler. Ändrade lokalbehov i och med ny teknik och distansarbete, samt nya konsumtionsmönster påverkar också behovet av kommersiella lokaler. Den geografiska risken kan delas in i en regional och en ortsnivå. Med regional nivå menar vi förändringar mellan den eller de orter som har en demografisk och ekonomisk utveckling som hänger samman. Denna hanteras bäst på investerarnivån, eftersom de har bäst information och möjlighet att flytta kapital från en region till en annan. På ortsnivån handlar riskerna om var på orten som en fastighet är belägen. Bästa kunskap om det bör finnas hos den lokala agenten, det vill säga företagaren på orten.

Finansiella. Finansiella risker har bland annat att göra med hur kapitalstrukturen ser ut, alltså hur stor del eget och främmande kapital som används, och därmed hur känsligt investeringen är för inflation och ränteförändringar. Likviditeten i marknaden är också en del av den finansiella risken. För investeraren är det väsentligt att veta vilken belåning företaget har, eftersom karaktären på investeringen förändras avsevärt beroende på skuldsättningen. Möjligheten att handla med fastigheten har också stor betydelse för avkastningen. Likviditeten är alltså viktig, både för investerare som vill ha möjlighet att om vika sin fastighetsportfölj och på företagsnivå eftersom förändringar på orten kan framkalla behov av att förändra det egna fastighetsinnehavet. En utveckling av belåningsrisken följer i 4.3.2. Finansiell risk kan till viss del kontrolleras om aktören har möjlighet att bestämma belåningsgrad och villkor för eventuella lån.

Affärs. Till affärsrisk hör, enligt vår indelning, de faktorer som påverkas av vilken branschriktning fastigheten har, till exempel bostäder, kontor eller hotell. Investeraren bör, enligt våra resonemang vara den som har bäst möjlighet att välja vilken bransch som har bäst förutsättningar att ge hög avkastning. De har också förmåga att balansera riskerna mellan de olika branscherna genom vikter i fastighetsportföljen. På företagsnivå kan affärsrisken liknas med den risk som uppstår vid kontraktsupprättande med hyresgästerna, till exempel hyresbortfall på grund av att hyresgästen kommer på obestånd. För investeraren tillkommer dessutom en risk med att bedöma ledningens kompetens och vilja att bedriva effektivt fastighetsföretagande.

Fysiska. Slutligen kommer de fysiska riskerna som är bundna till den enskilda fastighetens standard, skötsel och underhåll. Information och kontroll över dessa förutsättningar hör utan större tvekan hemma på företagsnivån. Investerare har dock förmåga att sprida den fysiska risken i en stor fastighetsportfölj.

För att effektivisera marknaden bör riskerna och kontrollen som är kopplad till de olika riskfaktorer hanteras av den aktör som har bäst information och kontrollmöjlighet till lägst kostnad. Antagandena förstärks av det faktum att fastighetsbolag som renodlar sin verksamhet och har en tydlig strategi har värderats upp på aktiemarknaden den senaste tiden (Hebb 1997).

4.7 Hyresfastighetens kontraktspartners

Det finns många grupper som på olika sätt har ett intresse av hyresfastigheten och härigenom har upprättat kontrakt som är relaterade till fastigheten. Bejrum & Lundström (1995 s.20f) gör en indelning enligt följande:

- Ägare
- Förvaltare
- Entreprenörer
- Förvaltningsanställda
- Nyttjare
- Kreditgivare
- Samhället

Ägare. Bejrums/Lundströms delar in ägarna med avseende på deras motiv för att äga en fastighet, motiv som kan variera från sociala och bostadspolitiska till renodlat monetära. Ägarnas intresse är det viktigaste eftersom dessa är de primära beslutsfattarna i förvaltningen. Indelningen av ägare sker vidare i följande grupper: allmännyttiga bostadsföretag, egenutnyttjare, kapitalplacering, byggare/förnyare och spekulatörer.

Förvaltare och entreprenörer är företag som bedriver förvaltnings- och entreprenadverksamhet med vinstmotiv. Med förvaltning avses här den tekniska förvaltningen.

Förvaltningsanställda är de anställda vars kunskaper och kompetens har stor betydelse för fastighetens ekonomiska resultat.

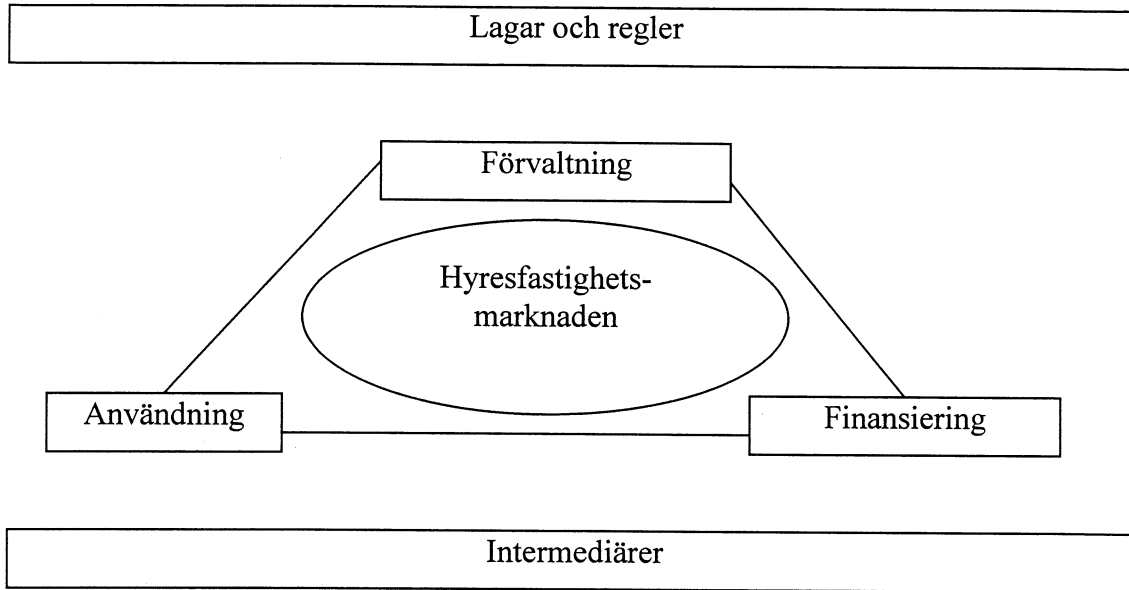
Kreditgivarna omfattar de institutioner som förräntar pengar som sparas i samhället och som lånar ut dessa pengar till investeringar i fastigheter. Dessa pengar kan komma ifrån pensionsfonder, försäkringsbolag eller banksparande.

Nyttjarna har ett intresse av låg hyra/avgift för ett väldisponerat utrymme med god service. En lokalhyresgäst är ofta beroende av ett speciellt läge eftersom en flyttning av verksamheten blir kostsam. En indelning i två grupper kan göras, lokal- och bostadsnyttjare. De juridiska reglerna är olika för dessa båda grupper och innebär en starkare juridisk ställning för bostadsnyttjarna.

Samhället har intresse av att styra och kontrollera fastighetsmarknaden, till exempel genom planmonopol, hyresregleringar och beskattningar. Dessutom finns ett direkt ägandintresse genom allmännyttiga bostadsbolag och statliga fastighetsbolag.

4.8 Funktionsmodellen

Med avseende på de olika intressenternas avsikter med hyresfastigheten bygger vi upp en modell som utgår från tre huvudfunktioner som vi har urskiljt på hyresfastighetsmarknaden: användning, förvaltning och finansiering.



Figur 2 Hyresfastighetsmarknaden. Egen konstruktion

<i>Användning</i>	som innebär att fysiskt använda fastigheten för sin verksamhet eller för sitt boende. Denna funktion innehas av både privatpersoner, företag och organisationer.
<i>Förvaltning</i>	som innebär att konkret förädla fastigheter eller ombesörja drift, underhåll och skötsel av fastigheten.
<i>Finansiering</i>	som innebär att förse fastigheten med nödvändigt kapital i form av främmande och eget kapital. Beroende på risknivå kommer den förväntade avkastningen att variera. På fastighetsmarknaden hanteras stora reala tillgångar, därför är en viktig funktion att förse marknaden med finansiellt kapital.

Aktörerna hanterar funktioner på olika sätt. En aktör kan hantera alla funktionerna i sin egna organisation eller endast delar av dem och anlita andra att lösa de övriga. I relationerna mellan huvudfunktioner uppstår transaktionskostnader. Några av de lättast kvantifierbara transaktionskostnaderna som påverkar fastighetsmarknaden och därför gör det motiverat att inlemma i modellen är olika typer av regler och lagar samt kostnader för olika intermediärer. Vi kan alltså, utöver dessa tre huvudfunktioner på fastighetsmarknaden ovan, identifiera andra faktorer som har stor betydelse för marknads funktioner. Dessa faktorer, som vi har

benämnt lagar och regler samt intermediärer kommer vi här nedan att presentera mer djupgående.

Marknadens tre huvudfunktioner, användning, förvaltning och finansiering, kommer senare att ligga till grund för vår analys av de olika aktörerna på hyresfastighetsmarknaden.

4.8.1 Lagar och regler

Statliga regler i form av lagar, skatter och subventioner förändrar agerandet och organisationen av fastighetsägandet. De påverkar också det allmänna efterfrågeläget och därmed efterfrågan för lokaler och bostäder. Det finns två olika synsätt vad gäller statlig inblandning, *public choice-teori* och välfärdsstatsteori. *Public choice* kan närmast beskrivas som att använda den ekonomiska politiken för att vinna röster och därmed spela på marginalväljargruppernas åsikter. Här koncentrerar vi oss främst på tanken att staten är till för att skydda sina medborgare, socialt och legalt.

Staten har intresse av att den sociala välfärden säkras. Politiska mål om billiga bostäder med hög standard har varit kända i flera västländer under 1900-talet. Medlen kan variera från pris- och hyresregleringar, subventioner och bidrag till kreditregleringar och kapitalstyrningar. Statens lånepotential har använts för att lyfta över risk från den enskilde till staten och har därmed sänkt låneräntan.

Det offentliga har makt att styra användandet av marken genom kommunernas planmonopol. Det innebär att de lokala myndigheterna har stort inflytande över hur fastigheter kan och skall utnyttjas. Makten medför möjlighet att påverka värdet på fastigheterna. En liknande makt följer med infrastrukturplaneringen som är starkt knuten till myndigheterna.

I Sverige har staten också en uppgift i att garantera de rättsliga förhållandena för fastigheten. En intressent kan alltid kontrollera fakta om fastigheten till exempel vad gäller ägare, gränser, vilken typ av taxeringsobjekt och vilket taxeringsvärde fastigheten har. Dessutom dokumenteras vilka rättigheter och belastningar som är kopplade till fastigheten, till exempel gällande servitut och pantbrev.

Staten har också ett annat intresse i fastigheter. Eftersom de är geografiskt låsta och väl dokumenterade fungerar fastigheter bra som skatteobjekt. Skatteflykt är här av naturliga skäl svårt att genomföra.

4.8.2 Intermediärer

Eftersom fastighetsmarknaden är kapitalkrävande får kostnaderna för olika finansieringsalternativ stort inflytande på hur marknadsstrukturen ser ut. Bankerna fungerar som intermediär på fastighetskreditmarknaden och skapar kontakten mellan låntagare och långivare. Bankens roll är också att syna låntagarens förmåga att fullfölja sina betalningsåtaganden. Det är en uppgift som blir viktigare ju högre upp i pantbrevshierarkin lånen ligger eftersom kreditrisken ökar. Andra roller som bankerna har på fastighetsmarknaden är att placera i hypoteksbolagens obligationer och att ge byggnadskreditiv till nya projekt. (SOU 1996:156 s.276f)

Bostadsinstituterna är en annan typ av aktör som fungerar som intermediär inom den finansiella sektorn. De lånar ut till hushåll för köp av småhus och till företags köp av bostads- och kontorsfastigheter. Information om låntagarnas förmåga att infria sina skuldförbindelser och bedömning av fastighetens säkerhetsvärde krävs för att lån skall beviljas. Bostadsinstituterna löser dessa informationsproblem genom att kräva pantbrev med hög säkerhet och har tack vare sin stora länestock också möjlighet att sprida riskerna. (Sjögren(red) 1993 s.45f)

För finansiering av bostadsinstitutens verksamhet är obligationer genom sin långa löptid ett lämpligt instrument. Säkerhet i form av botteninteckningar och en diversifierad länestock gör kreditrisken låg. Om bostadsinstituterna vill emittera bostadsobligationer till allmänhet och företag är likviditetsaspekten viktig. Genom att standardisera obligationers löptid och kuponger och genom att en fungerande andrahandsmarknad, till exempel obligationsbörs, existerar kan obligationerna göras likvida. (ibid)

Trenden är idag att bostadsinstituterna återgår till basverksamheten genom koncentration av kreditgivningen till säkra bottenkrediter. Den mer riskfyllda byggnadskreditgivningen samt finansiering av affärs- och kontorshus har flyttats över till bankerna. Genom en begränsning av kreditrisker och andra risker kan instituterna öka sin kreditvärdighet och sänka upplåningsräntan. Bostadsinstituterna har som huvuduppgift att tillhandahålla långfristigt kapital med låg risk för i huvudsak bottenfinansiering till fast ränta. Genom masshantering av standardiserade krediter kan stordriftsfördelar utnyttjas. Bostadsinstitutens upplåning sker främst genom att ge ut obligationer till institutionella och utländska placerare. Räntorna för dessa bostadsobligationer noteras på Stockholm fondbörs. Även privatobligationer har introducerats på marknaden. (SOU 1996:156 s.275ff)

Andra intressenter som har sin utkomst från fastighetsmarknaden är intermediärer som förmedlar kontakter och information till köpare, säljare och andra aktörer. Deras uppgift är alltså att minimera transaktionskostnaderna för de andra som agerar på marknaden. Som exempel kan nämnas fastighetsvärderare, mäklare och ratingföretag.

4.8.3 Modellens verklighetsanknytning

För att se om vår modell fungerar i verkligheten kommer vi nu att jämföra olika kombinationer av funktioner (användning, förvaltning och finansiering) i verkliga organisationer. En ytterlighet är att alla tre funktionerna ingår i samma organisation. Exempel på det är egenutnyttjande fastighetsägare som äger förvaltar och använder fastigheten själv, som stora affärskedjor.

Den andra extremen är att endast en funktion ingår i organisationen. Till exempel en hyresgäst som kan vara personer, företag och organisationer som bara svarar för användarfunktionen. Gemensamt för dem är att de saknar finansiella intressen i fastigheten i sig utan istället är det nyttan av de tjänster fastigheten producerar som är det relevanta.

En del företag har som affärsidé att endast tillhandahålla förvaltning av fastigheter utan att själva äga dem. Exempel på sådana förvaltningsföretag är Serco, Catella och Arsenalen. Utvecklingen mot specialiserade företag som bara har hand om fastighets förvaltning växer starkt inte minst internationellt (Vinell 1996 s.84).

Aktörer som enbart är intresserade av att satsa eller låna ut kapital och få avkastning är aktieägare eller banker och låneinstitut.

En organisation som kombinerar finansiering och förvaltning är vanliga fastighetsbolag som äger fastigheter och förvaltar dessa men hyr ut till en annan organisation eller individ.

Kombinationen av finansiering och användning kan uppnås av organisationer som äger sina fastigheter och använder dem själva men upphandlar förvaltningen på entreprenad.

Exempel på den sista kombinationen, mellan användning och förvaltning, är *sale and lease-back* kontrakt. Det innebär att användaren säljer fastigheten till ett leasing-bolag men fortsätter att använda den genom att hyra den.

Som vi sett finns det aktörer på marknaden som täcker in alla kombinationer av funktioner i modellen. Vi anser därför att den är realistisk och tänker utgå från den för att förklara de olika analyser vi gör i uppsats. Genom att utgå från modellen kan vi lokalisera var transaktionskostnaderna uppstår och på så sätt förklara olika ägandeformer på den svenska fastighetsmarknaden.

5 Ägarkategorier

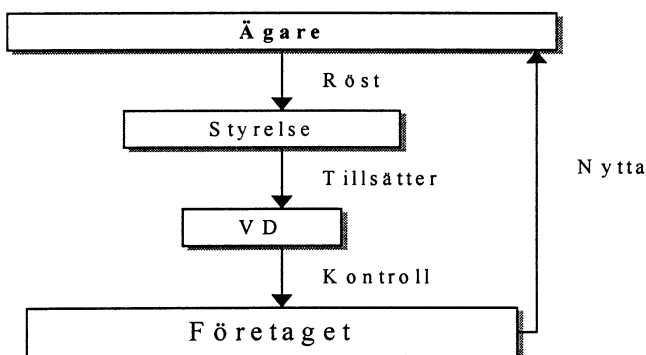
I detta kapitel följer en genomgång av de olika ägargrupperna till hyresfastigheter i Sverige. Kapitlet kommer att uppfylla det första syftet, att utreda vem som äger hyresfastigheter. Avslutningsvis följer en diskussion om de problem som existerar på hyresfastighetsmarknaden idag.

I slutet av kapitel 3 presenterade vi en modell för ägandestrukturen i ett organisation. Vi kommer här att använda ägarmodellen för att göra en indelning av kategorier av ägare till hyresfastigheter med avseende på vilken nytta som ägaran får av sitt innehav.

I kapitel 4 tog vi upp flera olika aktörer på fastighetsmarknaden. I detta kapitel kommer vi att fokusera oss på ägarna till hyresfastigheter. De kan inneha olika delar av de funktioner som vi använder i funktionsmodellen. Som vi kom fram till i kapitel 4 kan de samtidigt vara användare, fastighetsföretagare och ha kontroll över finansieringen, till exempel företag som äger, använder och förvaltar sina fastigheter. En annan variant är att begränsa sig till att vara fysisk intermediär och ägare, till exempel fastighetsbolag som hyr ut till användare. Extremformen är att begränsa sig till att endast vara ägare och anlita externa förvaltningsföretag som fysiska intermediärer och därefter hyra ut till en nyttjare. Funktionsmodellen är underlag för vår andra indelning.

5.1 Indelning

Den första indelningen av fastighetsägare som vi gör har alltså att göra med vilken nytta som ägarna får av sitt innehav. För detta ändamål är det lämpligt att återknyta till ägarmodellen som presenterades i kapitel 3.



Figur 3 Ägarmodell. Relationer mellan ägare, styrelse, VD och företag. Egen konstruktion.

Som tidigare nämnts röstar ägarna fram en styrelse som tillsätter en verkställande direktör. VD har därefter kontroll och ansvar över att företagets resurser används på det effektivaste sättet så att ägarnas nytta därigenom maximeras.

Vår schematiska ägarmodell utgår från att företag bildas för att maximera ägarnas nytta genom att minimera transaktionskostnaderna. Ägarnas nytta kan variera mellan olika ägar-

former och olika ägare, till exempel kan nytta för en medlem i en bostadsrättsförening vara att ha en bra och billig bostad medan aktieägarens nytta är att få hög avkastning på sin investering.

Ägarnas rättigheter består av rösträtt till styrelsen och rätt till vinsten. För att uppnå effektivitet bör ägarna ha möjlighet att avyttra sina rättigheter och kapitalisera de vinster som uppnåtts genom VD:ns arbete. Ett sådant system kommer att främja en effektiv allokering av kapital.

En förutsättning för ägarmodellen är också att rätt incitament ges till styrelse och VD så att de arbetar för att maximera ägarnas nytta. I en bostadsrättsförening finns inte VD-funktionen och föreningen styrs av en ordförande som inte agerar på samma premisser som en heltidsanställd, professionell VD.

Vi är medvetna om att denna modell är en förenkling som inte direkt passar alla organisationer men tankesättet om hur ägare kontrollerar sin organisation och få nytta från denna kan ändå användas i vårt syfte. Till dessa organisationer hör bland annat olika typer av stiftelser som saknar vinstintresse från ägare, konkreta exempel är studentbostadsstiftelser. Totalt omfattar dessa stiftelser cirka 2 miljarder vilket är knappt en halv procent av det totala hyresfastighetsbeståndet (Byggstatistik AB, 1997, egen uträkning).

5.2 Kategorier

För att dela in fastighetsägarna i olika kategorier använder vi SCBs statistik över det totala hyresfastighetsbeståndet. Det baseras på taxeringsvärdet för fastigheterna och har uppdateras genom allmänna fastighetstaxeringen för hyreshus vart 6:e år. Från och med 1996 sker en omräkning av taxeringsvärdet varje år (Institutet för värdering av fastigheter s.128). Det material vi har utgått ifrån kommer från en uppdaterad undersökning som Fastighetstidningen gjorde i nr. 4, 1997, den redovisas i tabell 1.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Enskilda näringsidkare	68	9 %
Handels-/kommanditbolag	55	7 %
Aktiebolag	165	22 %
Statliga institutioner	26	3 %
Privata institutioner	41	5 %
Övriga privata	20	2 %
Kommunala bostadsföretag	185	25 %
Bostadsrättsföreningar	156	21 %
Övriga	25	3 %
Totalt	741	100 %

Tabell 1 SCBs statistik över ägare till hyresfastigheter. Siffrorna avser taxeringsvärdet och anges i miljarder kronor. Statistiken är uppdaterad av Fastighetstidningen 1997.

Ett förtydligande av SCBs siffror som är relevant för vår fortsatta analys bör göras vad gäller statliga och privata institutioner. Till de statliga institutionerna räknas fastigheter som ägs av

statliga organisationer, till exempel Posten och Apoteksbolaget. Gruppen privata institutioner inkluderar försäkringsbolag och pensionsfonder, därför kommer Allmänna Pensionsfondernas fastighetsinnehav att räknas som privat institution och inte som statlig.

Här uppstår ett problem med att använda taxeringsvärdet som grund för indelningen. Det är särskilt hyresfastigheter med övervägande bostäder som är problematiska eftersom bruksvärdesprincipen dämpar bostadshyrorna och påverkar fastigheternas värde vilket i sin tur förvränger taxeringsvärdet. Vi tror därför att bostadsrättsföreningarnas och de kommunala bostadsföretagens bestånd är lågt värderade i förhållande till de övriga grupperna.

Vi gör alltså en indelning med avseende på vilken nytta som ägarna vill maximera. Kategorierna som kommer att analyseras är: bostadsrättsföreningar, kommunala bostadsföretag och privata ägare. Det finns två skillnaderna mellan SCBs indelning och den indelning vi har gjort. För det första att i vår kategori privata ägare, ingår aktie-, handels- och kommanditbolag, privata institutioner, enskilda näringsidkare samt övriga privata. För det andra att i vår kategori övriga tillkommer förutom SCBs kategori övriga även statliga institutioner. Anledningen är att de statliga institutionerna inte passar in i någon av våra tre huvudkategorier. De är inte bostadsföretag och kan därför inte räknas som bostadsrättsföreningar eller kommunala bostadsföretag och de drivs inte i privat regi och går därför inte in under kategorin privata ägare. Det är dessutom en förhållandevis liten grupp.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Bostadsrättsföreningar	156	21 %
Kommunala bostadsbolag	185	25 %
Enskilda ägare	349	47 %
Övriga	51	7 %
Totalt	741	100 %

Tabell 2 Vår indelning i ägarkategorier, siffrorna avser taxeringsvärde och anges i miljarder kronor.

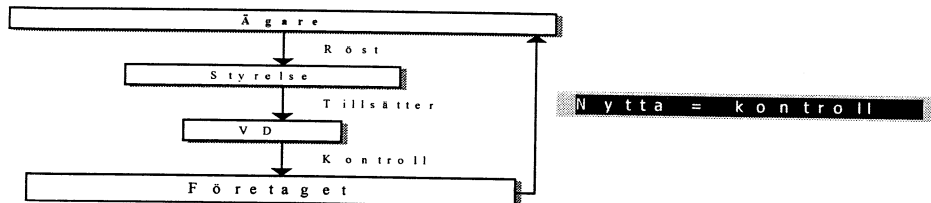
I tabell 2 kan vi se att de tre huvudgrupperna omfattar nästan 95% av det totala hyresfastighetsbeståndet. De enskilda ägarna står för knappt hälften och bostadsrättsföreningar och kommunala bostadsbolag står för cirka en femtedel var.

För alla kategorier utgår vi från grundtanken att de är organiserade för att uppnå maximal effektivitet och därmed maximera ägarnas nytta. Skillnaden är vad ägarna definierar som nytta. En bostadsrättsföreningar är en ekonomisk förening, har som mål att maximera ägarnas nytta i form av det fysiska användandet. Kommunala bostadsbolag har sociala, fördelningspolitiska mål förutom de ekonomiska avkastningskraven. De privata ägarna har olika former av ekonomiska vinstintressen associerade med sitt fastighetsinnehav.

Det bör påpekas att för både bostadsrättsföreningar och kommunala bostadsbolag är andelen bostäder uppemot 90% av deras totala innehav medan samma andel för de privata ägarna är 40%. Resterande andel består av kommersiella lokaler. (egna uträkningar med SCB siffror)

Här följer en presentation av de olika kategorierna enligt vår ägaruppdelning. Kategorin övriga ingår inte i denna genomgång.

5.1.1 Bostadsrättsförening



Bostadsrättsföreningen som institution växte fram i början av 1900-talet för att ge en växande stadsbefolkning kontroll över sitt boende och inte vara utsatt för hyresvärdens makt. Idén är att fastigheten ägs av en ekonomisk förening som styrs kooperativt av de. Vanligtvis har föreningen in-teckningslån i fastigheten. (SOU 1996:156 s.184ff)

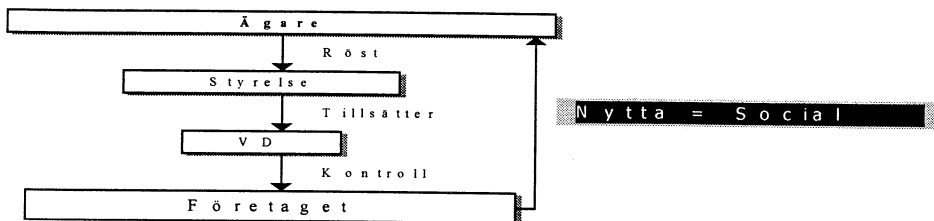
Den enskilde köper en bostadsrätt i föreningen och får på så sätt rätt att rösta på föreningens stämma. Som namnet antyder ger ägandet till en bostadsrätt en rättighet att bo i en del av föreningens fastighet mot att erlægga årsavgift och att följa föreningens stadgar. Ägaren har rätt att bo i föreningens lägenhet så länge denne följer föreningens stadgar, men ingen skyldighet att stanna. Denna skillnaden blir märkbar om föreningen kommer på obestånd, fordringsägaren har då rätt att kräva föreningen på betalning, inte den enskilde som kan återlämna bostadsrätten till föreningen och med den också skyldigheten att betala avgifter till föreningen.(ibid)

Det primära syftet med en bostadsrättsförening är alltså att upplåta bostad åt medlemmarna. Några avkastningskrav till ägarna i monetära termer saknas. Nyttomaximeringen sker alltså genom att erbjuda rationaliseringsfördelar i fastighetsförvaltningen. (ibid)

Som organisation står medlemmarna för alla de tre funktioner som vi har arbetat fram i vår funktionsmodell. Medlemmarna är finansiärer i och med att de köper andelen i föreningen. De står för förvaltningen som organiseras genom föreningen och de använder själva fastigheten för sitt boende.

Det svenska systemet med bostadsrättsföreningar saknar likheter utomlands. Till exempel har det i Danmark och Tyskland vuxit fram en annan form av bostadsägande. De går under begreppet ägandelägenheter: *Ejerlejlighed* och *Wohnungseigentum*. Innehavaren äger själv lägenheten medan det yttre skalet ägs gemensamt som en form av gemensamhetsanläggning. Gränsdragningarna mellan vad som ingår i privat respektive gemensamt ägande kan skapa tvistemål. Fördelen med denna ägandeform är att den enskilde är fast vid sina förpliktelser mot gemensamhetsanläggningen till dess han sålt sin lägenhet. På så sätt skapas en stabilare ägandeform. En annan fördel är att lägenhetsinnehavaren själv bestämmer den totala belåningsgraden på sin investering, utan att vara beroende av någon förening. (SOU 1996:156 s.184ff)

5.1.2 Kommunala bostadsbolag



Kommunerna är stora ägare av hyresfastigheter och huvudsakligen är det flerbostadsfastigheter som ingår i de kommunala företagens innehav. Företagen grundades under första halvan av seklet med syfte att upprätthålla en hög produktion av bostäder, tillhandahålla bostäder med god standard till rimlig kostnad, försvåra spekulation och få en stabil förvaltning. De kommunala bostadsföretagen bildade 1950 en intresseorganisation, Sveriges allmännyttiga bostadsföretag SABO, som fått ge namn åt hela företagstypen. Kommunerna är inte de enda men de i särklass största ägarna av SABO-företag och utgjorde 1993 87% av medlemmarna. De övriga är bland annat Stockholms kooperativa bostadsförening (SKB), student- och pensionsstiftelser. (Månsson 1995 s.7, s.34)

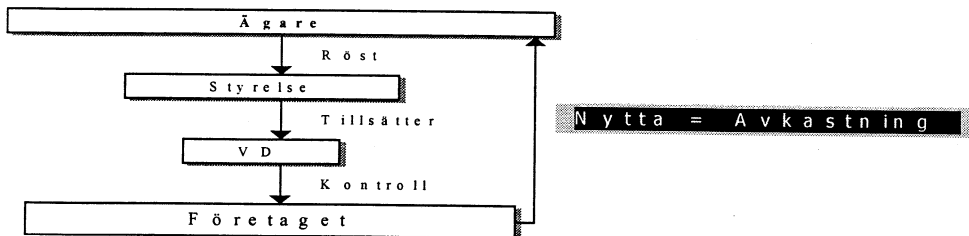
I fortsättningen behandlar vi endast de kommunala bostadsbolagen under denna grupp och de övriga SABO-företagen sorterar under andra ägarkategorier.

Förutsättningarna för de allmännyttiga företagen var att inga vinster togs ut. Något eget kapital fanns därför inte utan hela finansieringen skedde med lån. Det hela underlättades genom att staten gav lån med förmånlig ränta som lades ovanpå de vanliga lånen från kredit- och hypoteksinstituten. Staten tog på det sättet hela risken från de underliggande låneninstituten som därmed kunde hålla låg ränta. Kommunen ställde dessutom ofta upp med borgen. Avsikten var att kommunala bostadsföretag skulle utföra projekt där finansiella förutsättningar för privata initiativ saknades. (Månsson 1995 s.34 ff)

Företagen har huvudsakligen organiserats som stiftelser eller aktiebolag. Trenden för de kommunala bostadsföretagen är att de ombildas till aktiebolag. Anledningen är bland annat en marknadsanpassning och en friare ställning från kommunerna. Företagen har sedan 1994 varit undantagna från självkostnadsprincipen som innebär att kommuner inte får ta ut högre avgifter än att de täcker kostnaderna. Bostadsbolagen är alltså idag berättigade till att generera vinst. (Månsson 1995 s.23, 48) Många av dessa bolag har idag stora problem med att hitta hyresgäster till sina lägenheter, beroende på att ortens attraktivitet har minskat.

Kommunala bostadsbolag står för två av funktionerna i vår funktionsmodell. För det först förvaltningsfunktionen som aktivt fastighetsbolag. För det andra finansieringsfunktionen eftersom de har kontroll över kapitalstrukturen. Den tredje funktionen, att använda, faller på de boende i lägenheterna.

5.1.3 Enskilda



De enskilda ägarna är en betydligt mer heterogen grupp än bostadsrättsföreningar och kommunala bostadsbolag. En andra indelning i undergrupper är därför relevant för enskilda ägare. Ett antagande vi gör för alla grupper är att de har ekonomiskt vinstintresse och äger fastigheter för att maximera dessa vinster. För att anknyta till ägarmodellen, där ägarna erhåller nytta av sitt fastighetsinnehav, består nyttan i detta fallet av den ekonomiska vinsten. Om man dessutom kopplar ägandet till funktionsmodellen kan man urskilja tre syften med ägandet beroende på vilka funktioner som ägaren är ute efter, att använda, förvalta eller förse med kapital.

Vi utgår från Byggstatistik ABs data som redovisas i boken "Sveriges största fastighetsägare". En begränsning är, som tidigare nämnts i metodkapitlet, att det endast är ägare med ett taxerat innehav på över hundra miljoner kronor som är redovisade. Genom den avgränsningen tappar vi ungefär 28 % av alla enskilda hyresfastighetsägare. Det kan innebära en snedvridning av statistiken som vi inte har kunnat ta hänsyn till.

Byggstatistik ABs angreppssätt gör att en del överlappningar av data uppstår, till exempel kommer många av de statliga företagens fastighetsbestånd att redovisas som fastighetsbolag, handelsbolag etcetera. De största posterna är Vasakronan, Castellum och AP-fonderna som vi räknar till fastighetsbolag respektive försäkringsbolag.

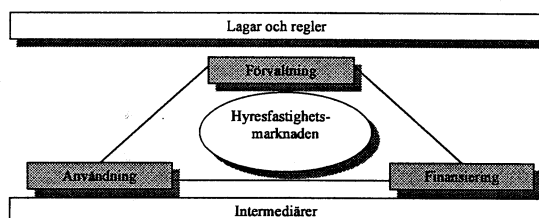
Här dyker ett annat problem upp med uppgifterna från Byggstatistik AB. De redovisar totala fastighetsinnehavet i koncerner och oftast uppstår inga problem eftersom koncernens dotterbolag hamnar i samma ägarkategori som moderbolaget, till exempel Skanskas ägande av Drott och JM-bygg. I andra fall kommer däremot dotterbolagen att redovisas i en annan ägarkategori än moderbolaget, till exempel ägs fastighetsbolaget Hufvudstaden till över 50% av Custos som är ett investmentbolag och redovisas av oss som placerare. Vi har inte tagit hänsyn till effekterna av den typen av missar.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Banker	17	7 %
Byggentreprenör	27	11 %
Fastighetsbolag	117	47 %
Finansbolag och bostadsinstitut	10	4 %
Försäkringsbolag	44	18 %
Handelsföretag	13	4 %
Investmentbolag	10	4 %
Rederier	1	1 %
Tjänsteföretag	9	3 %
Övriga	2	1 %
Totalt	250	100 %

Tabell 3 Byggstatistikens indelning av fastighetsägare. Källa: Egen uppställning efter uppgifter från Byggstatistik 1997. Taxeringsvärde i miljarder kronor.

I vår indelning har vi valt att utgå från vår funktionsmodell. Indelningen avspeglar vilka olika funktioner (användning, förvaltning och finansiering) som ägandet innebär. Indelningen gör vi i de tre grupperna: egenutnyttjare, uthyrare och placerare.

Egenutnyttjare

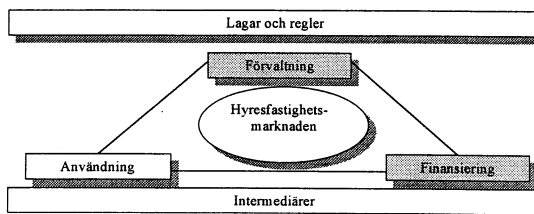


Egenutnyttjare är de fastighetsägare som har alla egenskaperna i modellen. De äger fastigheterna, står för kontrollen över kapitalstrukturen och hanterar de risker som det för med sig. Fastigheterna förvaltas för att användas av egenutnyttjaren. Till denna gruppen räknar vi

handels- och tjänsteföretag. Exempel på handelsföretag är Catena, ICA, KF och IKEA. De använder sina fastigheter för eget bruk även om en del utrymme hyrs ut till externa hyresgäster. Till exempel kan 16% av ICAs hyresintäkter härledas från externa hyresgäster (ICAs årsredovisning 1996). Som egenutnyttjande tjänsteföretagen räknar vi organisationer som inte förvaltar och hyr ut sina fastigheter eller använder dem som placering. Exempel på tjänsteföretagen som kommer med i denna gruppen är Svenska mässan, Landstingsförbundet och J&W. (Bolagsfakta 1997, Byggstatistik AB 1997)

Enligt Bejrums & Lundströms kan egenutnyttjarnas fastighetsinnehav karakteriseras av ett behov av bostad, lokaler, eller möjligheter till sysselsättning med förvaltning. "Den vanligaste köpkategori på marknaden är fysiska personer som förvärvar små hyreshus för att tillfredsställa det egna bostadsbehovet." (1995 s.147) Återigen spelar våra avgränsningar in vilket gör att denna delgrupp inte syns i vårt statistiska material.

Uthyrare

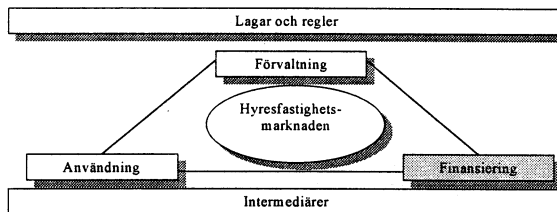


Till gruppen uthyrare räknar vi företag som har fastighetsföretagande som sin affärsidé. De besitter två av de tre funktionerna, nämligen finansieringsfunktionen i och med ägandet och förvaltningsfunktionen eftersom fastighetsföretagande är deras affärsidé. Till gruppen räknar vi förutom rena fastighetsbolag

även byggbolag och de tjänsteföretag som har uthyrning som del av sin huvudsysselsättning, till exempel FFNS och VBB som båda bedriver uthyrningsverksamhet (Bolagsfakta 1997).

Bland de fastighetsägande företagen kan en principiell skillnad göras mellan kombinerade bygg- och fastighetsföretag och rena fastighetsföretag som kan köpa in bygg och renoveringstjänster från fristående förvaltningsföretag. På marknaden finns ett par större familjeägda/privatägda bolag vilka ofta är avknoppade från en byggmästarrörelse men annars är de stora aktörerna främst aktiebolag med uppgift att förvalta aktieägarnas kapital. Belåningsgraden varierar mellan bolagen men dessa företag tar oftast högre risker än de övriga aktörerna. Fastigheterna behandlas skattemässigt som antingen anläggningstillgångar eller omsättningstillgångar vilket ger olika kalkylförutsättningar. (Bejrums & Lundström 1995 s.148)

Placerare



Som placerare räknar vi aktörer vars affärsidé är att förvalta kapital. Hit räknas därför försäkringsbolag och pensionsfonder, men också en del av de organisationer som räknas som tjänsteföretag i Byggstatistik AB:s uppdelning, nämligen olika intresseorganisationer, samt fackliga organisationer som förvaltar

medlemmarnas strejkkassor. Vi gjorde här en liten stickprovskontroll per telefon för att skapa oss en bild av ägarmotiven inom gruppen. Till exempel så visade det sig då att Industrijänstemannaförbundet och Lärarförbundet återfinns i denna grupp eftersom de endast till en mindre del använder sina fastigheter själva och istället har dessa som en långsiktig kapitalplacering (Eriksson 970923, Lövgren 970924)

SAF har under det senaste året ändrat policy och sålt ca. 50 % av sitt långsiktiga fastighetsinnehav för att istället placera i mer likvida tillgångar (Karlberg 970923). LRF innehar sina fastigheter som en långsiktig placering men har även de börjat förändra sitt innehav, i detta fall mot inriktning mot skogsfastigheter (Hagner 970924). LOs motiv till fastighetsinnehav har den senaste tiden förändrats från att ha haft inslag av placeringskaraktär till att endast vara av egenutnyttjande karaktär (Nykvist 970917).

Övriga

Slutligen återstår en restgrupp dit vi förutom Byggstatistikens grupp övriga också räknar de ägare som inte har någon direkt urskiljbar avsikt med sitt innehav. Den största kategorin i

denna grupp är banker och finansbolag som blivit fastighetsägare till följd av utlåning med fastigheter som säkerhet där låntagaren inte kunnat fullgöra sina betalningar och fastigheten övergått i bankens ägo.

Tabell 4 visar hur fördelningen blir med avseende på taxeringsvärdet.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Egenutnyttjare	19	8 %
Uthyrare	145	57 %
Placerare	69	28 %
Övriga	17	7 %
Totalt	250	100 %

Tabell 4 Vår indelning av enskilda fastighetsägare Taxeringsvärde i miljarder kronor.

En majoritet av de enskilt ägda fastigheterna tillhör alltså kategorin uthyrare vars affärsidé är att förvalta och hyra ut fastigheter. Anledningen till att gruppen övriga är så stor beror på att vi räknar bankernas pantfastigheter till denna grupp.

5.1.4 Summering av statistiken

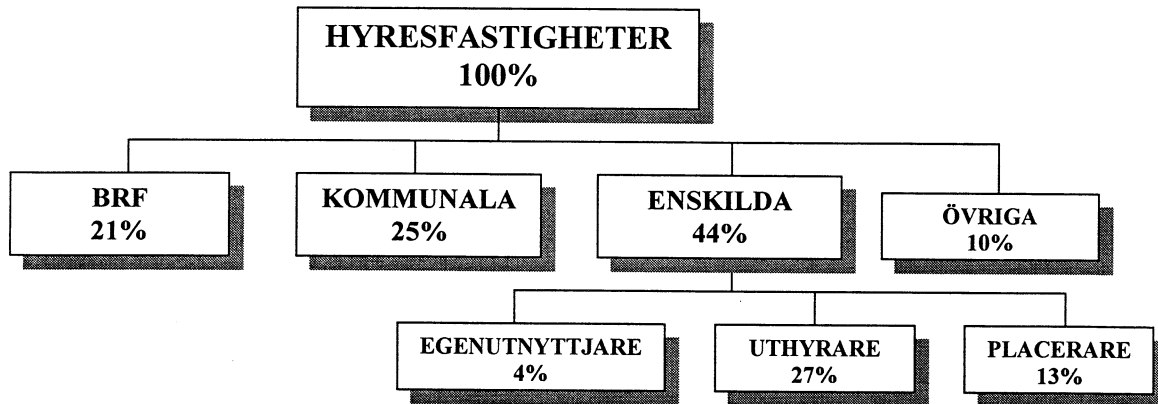
Om våra indelningar sammanställs kommer resultatet att bli enligt tabell 5. Eftersom en stor del av kategorin enskilda ägare saknas i vår statistik har vi fått anta att den saknade gruppen fördelar sig på samma sätt som fastigheterna som är med i vår statistik. Detta är en grov approximation som läsaren bör vara medvetna om. Approximationen gäller för egenutnyttjare, uthyrare och placerare.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Bostadsrättsföreningar	156	21 %
Kommunala bostadsbolag	185	25 %
Enskilda Egenutnyttjare	27	4 %
Uthyrare	200	27 %
Placerare	98	13 %
Övriga	76	10 %
Totalt	741	100 %

Tabell 5 Totala fördelningen av ägandet av hyresfastigheter. Egen uträkning.

Tabellen visar storleksfördelningen mellan de olika kategorierna. Tre nästan lika stora grupper kan identifieras: bostadsrättsföreningar, kommunala bostadsbolag och uthyrare. Att egenutnyttjarna är en så liten grupp kan bero på att hyresfastigheter enkelt kan hyras på marknaden och behoven är inte så starkt att ha ägandekontroll över fastigheten. De mindre egenutnyttjarnas andel är här en osäkerhetsfaktor.

För att få en bättre bild av strukturen på vår indelning redovisar vi resultatet även i figur 4:



Figur 4 Schematisk skiss över vår indelning av ägarna av hyresfastigheter.

Figuren visar hur vi utgått från det totala hyresfastighetsbeståndet som vi först delat in i bostadsrättsföreningar, kommunala bostadsbolag och enskilda ägare. Därefter har de enskilda delats in i undergrupperna egenutnyttjare, uthyrare och placerare. Den observante läsaren märker att summan för enskilda inte stämmer med siffran som redovisades tidigare i kapitlet (tabell 1 sidan 38) Det beror på att en del av de enskilda redovisas i gruppen övriga. I gruppen övriga ingår förutom banker och låneinstitutens pantfastigheter även av SCB redovisade fastigheter som tillhör statliga institutioner och fastigheter vars ägarförhållande är outrett.

6 Förändring av ägandestrukturen

I detta kapitel kommer en analys av hur det privata ägandet har förändrats de senaste tio åren. De år som är aktuella är 1987, 1992 och 1997. Kapitlet motsvarar det andra syftet med uppsatsen: förändringar som skett i ägandestrukturen.

Analysen av förändringen av det privata hyresfastighetsägandet börjar med år 1987 då Sverige var mitt i en fastighetsboom som startade 1982 med att försäkringsbolaget Trygghansa köpte fastighetsföretaget Diligentia (Malmström 1995 s.15f). Det hade varit intressant att göra en jämförelse från 1982, men på grund av svårigheter att skaffa statistiskt underlag börjar jämförelsen fem år senare. Det andra året är 1992 då kraschen som började 1990 fått genomslag (Jaffee 1994 s.13). Sista året är 1997 och representerar de mest aktuella uppgifterna som varit möjliga att analysera.

Liksom i kapitel fem är det också här problem att jämföra data från olika källor. Även om all data i detta kapitel kommer från Byggstatistik AB redovisas de delvis olika. Den största skillnaden är att det i 1987 och 1992 års statistik endast redovisas de 100 största privata fastighetsägarna medan det i statistiken från 1997 redovisas alla fastighetsägare med ett större taxerat innehav än 100 miljoner. Skillnaden medför en viss skevhet som man bör vara medveten om. Man kan förmoda att storleken på fastighetsinnehavet i viss mån är korrelerad med vilken kategori som aktören tillhör.

För att belysa problemet kan man till exempel anta att enstaka aktörer, som äger fastigheter för egen användning, inte kommer över gränsen 100 miljoner i taxerat fastighetsinnehav lika ofta som övriga kategorier. Man kan därför förmoda att små egenutnyttjare är överrepresenterade bland fastighetsägare som inte är medräknade i vår statistik. Problemet blir störst vid jämförelsen mellan å ena sidan åren 1987 och 1992 som båda redovisar de 100 största ägarna och å andra sidan år 1997 där över 300 ägare redovisas. Tyvärr kan vi inte ta hänsyn till sådana effekter.

Eftersom statistiken är upp till tio år gammal är det svårare att kontrollera vilka motiv enskilda aktörer hade för sina fastighetsinnehav. Indelningar i ägarkategorier saknas i Byggstatistikens uppgifter för årgångarna 1987 och 1992. Aktörer som fortfarande finns har vi delat in i samma kategori som de tillhör idag (så vida inget annat framkommit under kontrollsamtalet). För att indela övriga har vi i tveksamma fall tagit hjälp från handledare och utomstående.

Omvägen, att dela in ägarna enligt Byggstatistikens kategorier i 1997 års upplaga och därefter göra en egen indelning, istället för att direkt dela in ägarna i våra kategorier, kan dels motiveras med att det var lättare för utomstående att hjälpa oss att bestämma kategorin enligt byggstatistik. Dels blev det enklare för oss att laborera med statistiken i våra analyser.

Någon analys av Byggstatistikens indelning kommer inte att göras. Den redovisas endast som underlag för vår indelning och förklaring till hur vi gått tillväga i vårt arbete.

6.1 Statistik för år 1987

Med Byggstatistik ABs kategorier blev indelning av Sveriges största fastighetsägare 1987 enligt tabell 6. Kategorierna är i stort sett samma som de senare åren, men en skillnad som syns vid en direkt jämförelse är att kategorin rederier saknas. Det beror på att inget rederi ägde fastigheter med totalt taxeringsvärde på över 100 miljoner kronor år 1987. Som synes är kategorin övriga försvinnande liten. Den enda aktören som ingick i övriga var Nobelstiftelsen som hade ett taxerat innehav på 112 miljoner kronor. Med våra avrundningar kommer därför kategorin att redovisas som noll.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Banker	2	5%
Byggentreprenörer	8	21%
Fastighetsbolag	10	26%
Finansbolag och bostadsinstitut	0	1%
Försäkringsbolag	9	23%
Handelsbolag	3	9%
Investmentbolag	5	12%
Tjänsteföretag	1	3%
Övriga	0	0%
Totalt	39	100%

Tabell 6 Byggstatistikens indelning av enskilda ägare av hyresfastigheter 1987. Källa: egen uppställning efter uppgifter från Byggstatistik 1987. Taxeringsvärde i miljarder kronor.

I vår indelning kommer dock Nobelstiftelsen att falla under kategorin placerare, eftersom deras syfte med innehavet är att förränta kapital. Uppdelningen följer annars samma strategi som redovisades i kapitel fem.:

- Egenutnyttjare** i kategorin ingår ägare vars avsikt med innehavet i först hand är att använda fastigheterna för egen räkning, alltså i byggstatistikens tjänste- och handelsföretag. Som redovisades i kapitel fem faller en del tjänsteföretag utanför kategorin egenutnyttjare, därför hänförs SAF och LO till kategorin investerare och VBB till kategorin uthyrare.
- Uthyrare** här ingår organisationer som har som affärsidé att hantera fastigheter (förädla eller hyra ut). Hit räknas byggentreprenörer, fastighetsbolag och ovan nämnda tjänsteföretag.
- Placerare** har som huvudsyfte med sina fastighetsinnehav att diversifiera en tillgångsportfölj där fastigheter är ett tillgångsslag. Hit räknas finansbolag, försäkringsbolag, investmentbolag och tidigare nämnda fackföreningar, Nobelstiftelsen.
- Övriga** aktörer som inte har något uttalat syfte med sitt innehav. I 1987 års statistik består kategorin till utslutande del av banker.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Egenutnyttjare	4	10%
Uthyrare	19	47%
Placerare	15	38%
Övriga	2	5%
Totalt	39	100%

Tabell 7 Vår indelning av privata fastighetsägare 1987. Taxeringsvärde i miljarder kronor.

I tabell 7 kan man utläsa att knappt hälften av hyresfastigheterna ägdes av organisationer med affärsidé relaterad till fastigheter, det vill säga uthyrare. Den näst största gruppen är placerare med nästan fyrtio procent. Vi ser också att egenutnyttjarna är dubbelt så stora som kategorin övriga.

6.2 Statistik för år 1992

Statistiken från Byggstatistik 1992 redovisas på liknande sätt som för 1987. Några kommentarer bör dock göras. Av okänd anledning saknas Nobelstiftelsen i Byggstatistikens uppgifter och i kategorin övriga finns istället Ericsson och Marieberg.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Banker	6	6%
Byggentreprenörer	18	18%
Fastighetsbolag	40	39%
Finansbolag och bostadsinstitut	1	1%
Försäkringsbolag	23	22%
Handelsbolag	5	5%
Investmentbolag	4	4%
Tjänsteföretag	3	3%
Övriga	2	2%
Totalt	101	100%

Tabell 8 Byggstatistikens indelning av enskilda ägare av hyresfastigheter 1992. Källa: egen uppställning efter uppgifter från Byggstatistik 1987. Taxeringsvärde i miljarder kronor.

Några större förändringar i hanteringen av statistiken har inte gjorts i vår redovisning av 1992 års siffror. Egenutnyttjarna är fortfarande i huvudsak handels- och tjänsteföretag. Tillägg har gjorts för Ericsson och Marieberg som äger fastigheter för eget bruk. Från kategorin tjänsteföretag har dragits fackföreningarnas innehav eftersom de i huvudsak äger fastigheterna för placeringsändamål., och konsultföretag som till exempel VBB som hyrut en stor del av sina fastigheter.

Till uthyrare räknas byggentreprenörer, fastighetsbolag och företag som VBB.

Placerare är fortfarande försäkringsbolag, investmentbolag och fackföreningar.

Även detta år består kategorin övriga endast av banker.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Egenutnyttjare	7	7%
Uthyrare	58	58%
Placerare	29	29%
Övriga	6	6%
Totalt	101	100%

Tabell 9 Vår indelning av privata fastighetsägare 1992. Taxeringsvärde i miljarder kronor.

Som synes har kategorin uthyrare ökat till nästan sextio procent. Kategorin placerare är hälften så stora som uthyrare medan de båda minsta kategorierna egenutnyttjare och övriga i det närmaste är lika stora.

6.3 Statistik för år 1997

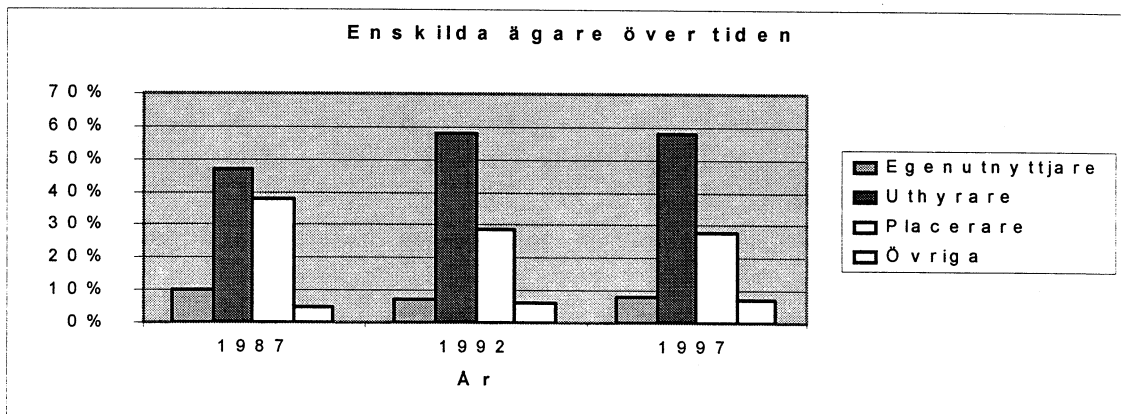
För att underlätta för läsaren att göra jämförelser redovisas nedan tabell över vår indelning av 1997 års fastighetsägare som tidigare visats i kapitel fem.

Kategori	Taxeringsvärde	Procent av totala
Egenutnyttjare	19	8 %
Uthyrare	145	57 %
Placerare	69	28 %
Övriga	17	7 %
Totalt	250	100 %

Tabell 10 Vår indelning av privata fastighetsägare 1997. Taxeringsvärde i miljarder kronor.

6.4 Sammanställning

En jämförelse av hur det privata ägandet av hyresfastigheter har utvecklats över en tio års period redovisas i tabell 11.



Tabell 11 Sammanställning av vår indelning av fastighetsägare under åren 1987, 1992 och 1997.

Kategori	1987	1992	1997
Egenutnyttjare	10%	7%	8%
Uthyrare	47%	58%	58%
Placerare	38%	29%	28%
Övriga	5%	6%	7%

Vad som kan utläsas ur statistiken är att förvånande lite har hänt i ägarstrukturen de senaste fem åren. Fördelningen mellan kategorierna för åren 1992 och 1997 är i det närmaste identiska. Skillnaderna ligger inom en procentenhet, trots att många stora bankernas fastighetsbolag delats ut till bankernas aktieägare: Tornet från Sparbanken i maj 1996, Närkebro från Handelsbanken i juni 1996 och Diligentia från SE-banken i september samma år (Byggstatistik 1997 s.13). I och med utdelningarna bytt över 15 miljarder motsvarande 5% av hyresfastigheterna ägarkategori från övriga till uthyrare (egen uträkning).

Största skillnaderna visar sig mellan 1987 och 1992. Kategorin egenutnyttjare var något större 1987. En förklaring kan vara att företag under 80-talets ekonomiska boom inte hade samma behov av effektiv kassaförvaltning utan hade ekonomiska möjligheter att ha kapital bundet i fastigheter. Antagandet förstärks av att andelen uthyrare var väsentligt lägre 1987 än under de senare åren, vilket kan tyda på att man hellre valde att hantera sina fastighetsbehov inom den egna organisationen istället för att hyra av specialister.

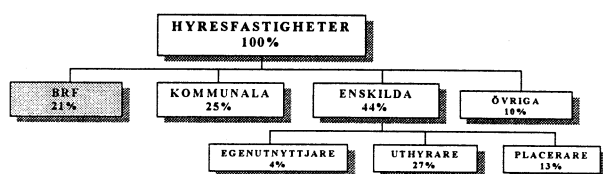
Kategorin placerare står tillsammans med uthyrare för de största förändringarna. Det talar för att även placerare förändrat synen på sitt ägande av fastigheter. Placerarna tycks under den tidigaste undersökningen haft en stark tro att fastighetsföretagande bedrivs mest effektivt inom den egna organisationen. Den senaste undersökningen tyder på att placerarna istället valt att i högre grad koncentrera sig på sin kärnverksamhet, att förvalta finansiellt kapital. Placerare har därför gått från direktägande av fastigheter till indirektägande i fastighetsbolag. Framväxten av nischade fastighetsbolag på börsen och diskussioner om fastighetsfonder, REITs och FIB pekar i samma riktning. Vi har dock inte kunnat göra någon statistisk undersökning av placerarnas fastighetsstrategier.

7 Varför ägs hyresfastigheter

Skälen till att äga hyresfastigheter är skiftande och vi analyserar i detta kapitel de för- och nackdelar som de olika ägarformerna innebär utifrån de ägarkategorier som vi definierat i kapitel 5. Avsikten är att se hur de två riskgrupperna, företagarrisk respektive investerarrisk, hanteras och vilka ägarincitament som karaktäriserar de olika kategorierna. En teoretisk analys av om förutsättningar finns att omorganisera ägandet till fastighetsinvesteringsbolag kommer också att göras utifrån de problem som FIB är tänkta att lösa.

Vår ansats är i detta kapitel att analysera hur risker hanteras i varje ägarkategori och vilka möjligheter ägarna har till kontroll av dessa risker. Utgångspunkten är vilken information aktörerna besitter i de olika ägarformerna och hur denna information sprids.

7.1 Bostadsrättsföreningar



Anledningen till att investera i en bostadsrätt torde främst vara att komma åt en bostad. Det handlar alltså inte i första hand om en finansiell placering. En investering i en bostadsrätt ger ingen direkt monetär avkastning, men kan ge en

kostnadsbesparing mot alternativet att bo i hyreslägenhet eller i småhus. Det kan dessutom uppstå en värdestegringseffekt på bostadsrätten.

7.1.1 Risk

I en bostadsrättsförening omfattas alla funktioner, användning, förvaltning och finansiering, av samma organisation. Ägandeformen ger en stark koppling mellan investerare och användare. Kontrollen över den fysiska förvaltningen är hög och incitamenten för att vårda fastigheten blir starka eftersom investeraren direkt kan se de ekonomiska effekterna av sitt handlande. Detta borde alltså minska den fysiska risken.

Riskspridningen i de övriga parametrarna är låg med avseende på både investerare- och företagsrisk. Geografiska faktorer, det vill säga var bostadsrättsföreningens fastighet är belägen, är av stor betydelse för föreningen och dess medlemmar. Marknadslikviditeten för bostadsrätter är beroende av konjunkturen och på ortens attraktivitet. Här kan vakanser uppstå eftersom medlemmarna kan lämna tillbaka sin bostadsrätt till föreningen om det är omöjligt att sälja den på andrahandsmarknaden. Dessa vakanser drabbar i så fall de kvarvarande medlemmarna som får stå för föreningens kostnader. Problemen övergår då på de övriga i föreningen som nu har större betalningsbörda per medlem. Å andra sidan kan en ökad attraktivitet för föreningens lägenheter medföra högre priser på bostadsrätterna. Denna värdestegring tillfaller då helt och hållet ägaren av bostadsrätten.

En förening med ett bra geografiskt läge på rätt ort minskar alltså risken att medlemmar flyttar ut och vakanser uppstår eftersom medlemmen har goda möjligheter att sälja sin bostadsrätt. Den geografiska riskexponeringen är alltså hög eftersom den är bunden till föreningens fastighet eller fastighetsbestånd som genomgående är i samma skick och ålder och som oftast ligger i samma stadsdel.

Risken för förändringar av yttre faktorer som inte går att påverka är också hög, till exempel vad gäller ränte- och beskattningsförändringar samt demografiska förändringar på investerarsnivå och planmässiga förändringar av infrastruktur på företagsnivå. Dessa risker kan bostadsrättsföreningen inte diversifiera bort.

Finansiella risker varierar stort mellan olika föreningar främst på grund av föreningens skuldsättning och den personliga belåningsgraden. Den egna belåningen har dock en investerare, det vill säga en föreningsmedlem, kontroll över medan föreningens belåning endast kan påverkas med investerarens rösträtt. Hävstångseffekten är alltså sammansatt av två lånestrukturer och därför svår att kvantifiera.

Om bostadsrätten är den största tillgången som den enskilde medlemmen har i sin totala förmögenhet och den dessutom är belånad blir riskexponeringen mycket hög. Inte nog med att ägarnas portföljen till största delen består av en andel i bostadsrättsföreningens belånade fastigheter, utan fastigheterna är dessutom belånade i en viss stad i ett visst kvarter och är avsedda för ett ändamål, att ge medlemmarna ett bra boende. Riskspridningen i ett portföljvalsperspektiv är mycket liten.

7.1.2 Kontroll

Den enskilde investeraren har ansvar för skötseln av lägenheten. Han har alltså stora möjligheter att påverka utformningen av boendemiljön och underhållet av fastigheten. För att minska kostnaderna kan han utföra mycket arbete på egen hand eller till och med anlita svart arbetskraft. Spörren att sköta lägenheten effektivt är, förutom att trivas med miljön också möjligheten att kunna kapitalisera sina investeringar genom att sälja lägenheten och få ett bättre pris om den är välskött och renoverad.

Kontrollen för bostadsrättsinnehavaren över den gemensamma fastighetsskötseln består av rösträtt till styrelsen som ser till att förvaltningen sköts. Styrkan är de informella kontakter som blir möjliga tack vare att det ofta handlar om små organisationer. Kontrollfunktionen är alltså inte knuten till det satsade kapitalet utan till medlemskapet i föreningen. En bostadsrättsinnehavare mister samtidigt en del kontroll eftersom kollektiva beslut fattade av föreningen måste följas.

Styrelsens förmåga att förvalta effektivt hämmas dels av att den består av medlemmar i föreningen som inte nödvändigtvis är professionella fastighetsförvaltare dels av att kompensationsen för väl genomfört arbete, som förutom avsaknaden av direkt ersättning, begränsas av 1/n-problemet. Det innebär att nyttan av en åtgärd utförd av styrelsen delas med n-styckan medlemmar och ju större förening, desto mindre andel tillfaller den enskilde (Skogh & Lane 1993 s.37f). Det kan minska incitamenten att engagera sig i föreningens förvaltning. Incitamentet till att få en effektiv förvaltning är således kopplat till de direkta fördelar med låga avgifter som medlemmarna vinner. En förening med god ekonomi förbättrar också chanserna

för medlemmarna att få ett högt pris vid försäljning av bostadsrätterna. Vissa incitament för effektiv förvaltning finns men några kraftiga *corporate governance* verktyg saknas.

Det ligger här närmare att jämföra småhus och hyresmarknaden som alternativ för en investerare i en bostadsrätt, men detta ligger utanför vår uppsats ämnesområde.

7.1.3 Information

Prisinformationen är effektiv eftersom handeln med bostadsrätter ofta är högre än med vanliga fastigheter. Marknaden fungerar därigenom bättre. Många intermediärer som jobbar med att förmedla kontakt mellan köpare och säljare finns på marknaden vilket ytterligare förbättrar marknads effektivitet. Dock är transaktionskostnaderna i form av mäklararvoden med mera höga. Bostadsrättsmarknaden är trots det förmodligen den bästa indikatorn på marknadspriset på en hyresfastighet för bostäder.

7.1.4 Ombildning till FIB

Kan en ombildning av bostadsrättsföreningar till fastighetsinvesteringsbolag vara ett alternativ för ägarna? För att svara på den frågan måste vi repetera vilka problem som FIB var tänkt att lösa: soliditeten i företaget, likviditeten på marknaden, ofrivilligt fastighetsäggande, fokusering och odelbarhet.

Soliditetsproblemet är mycket varierande mellan olika föreningar. Det kompliceras av att medlemmarna också har möjlighet att låna för att finansiera sin andel. FIB förenklar beräkningen av belåningsrisken eftersom det medför en belåningsgräns som inte får överskridas.

Bostadsrättsföreningarnas hyresfastigheter omsätts mycket sällan och fastigheter som köps för att ombildas till bostadsrättsföreningar kan sägas lämna marknaden för gott (Widell 1997). Likviditeten på själva fastigheterna är alltså låg men handeln med andelarna är hög. I det avseendet har en ombildning till FIB små fördelar. Det är oftast lätt att lämna en placering genom att sälja andelen även om priset kan bli lågt vid en snabb affär.

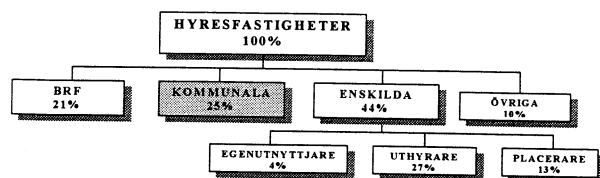
Man kan tänka sig att det på en del bostadsmarknader där köerna till hyreslägenheter är långa, delvis på grund av hyresregleringar, blir bostadsrätten ett substitut. Innehavaren tvingas då på ett ägande med finansiella risker som han inte vill ha. En ombildning till FIB för detta ändamål är ingen lösning eftersom köp av andelar i en FIB inte berättigar till boende i FIB:ens fastigheter.

Som tidigare nämnts är bostadsrättsföreningen redan starkt fokuserad på ett viss geografiskt läge och typ. Vad en FIB skulle kunna lösa är istället problemet med den oprofessionella förvaltningen.

Vad gäller problemet med odelbarheten så är andelarna i bostadsrättsföreningen redan en form av del av fastighet, alltså skulle en FIB inte tillföra mycket i det avseendet.

Några större fördelar med att göra om bostadsrättsföreningar till FIB finns alltså inte. Anledningen till att många köper en andel är förmodligen att de vill få kontroll över sitt boende och inte att genomföra en kapitalplacering.

7.2 Kommunala bostadsbolag



De kommunala bostadsföretagen har som tidigare nämnts inte haft något vinstsyfte. Hyresnivån sattes därför efter den så kallade bruksvärdesprincipen. Hyresnivåer blev också ledande för övriga aktörer på

bostadsmarknaden som inte fick överskrida den så kallade allmännyttans hyror. Systemet med bruksvärdeshyror råder fortfarande med små variationer men förändringar är nog att vänta på många orter där bostadshyror kommer att avspegla bostadskvalitet, läge och fastighetsvärdens servicenivå (Affärsvärlden nr.34 1997). Från att ha varit socialt inriktade övergår dessa företag idag mer mot lönsamhetsdriven verksamhet.

Som tidigare nämnts har de kommunala bostadsbolagen inte enbart kommersiella mål, utan också sociala. Coase tar upp detta som en av fyra nackdelar för företaget som ägs av det offentliga och styrs av politiker. Andra nackdelen är att politiker i första hand väljs för andra syften än att intervensera i industriell verksamhet. Den tredje nackdelen är att styrandet av företaget kommer att utsättas för oönskad press från väljarna. Beslut kan alltså fattas som inte gynnar företaget utan syftar till att vinna popularitet bland väljarkåren. Den sista nackdelen med offentligt ägda företag är att deras medlemskap ständigt fluktuerar. (Coase 1992 s.30)

Med facit i hand misstänker vi att det har funnits inslag av kommunal stolthet inblandad i företagens verksamhet vilket kan ha medverkat till icke rationella investeringar i form av den överdrivna nybyggnation som har skett i en del kommuner. Enligt Gert-Håkan Eriksson, VD för Båstadhem är det troligt att statliga åtgärder för att gynna sysselsättningen i byggindustrin kan ha inverkat på vissa kommunala bostadsbolags investeringsbeslut. Detta har drabbade de kommunala bostadsföretagen hårt då de statliga stöden förändrades och de optimistiska framtidsprognoserna som gjorts upp inte visade sig vara hållbara. (Telefonsamtal 970924)

Många förändringar i lagar och regler har gjorts för att marknadsanpassa verksamheten i företagen. Som nämnts ändrades finansieringssystemet som tidigare gynnade de kommunala bostadsföretagen. Andra exempel är hyresförlustlån, underhållslån och förlusttäckningsbidrag från staten, vilka slopades under 1980-talet. Efter skattereformen 1990/91 ändrades också subventionssystemet och marknaden för de kommunala bostadsföretagen har därmed förändrats kraftigt. Målet för lagstiftarna har varit att ha ett system som är konkurrensneutralt vad gäller skatter och bidrag. (Månsson 1995 s.43f)

7.2.1 Risk

Figur 5 visar schematiskt hur finansiell- och företagsrisk har förskjutits i de kommunala bostadsbolagen.

	Före 1991	1991/1992	Efter 1992	Framtiden
Finansiell risk	Staten	Kommunen/staten	Företaget/kommunen	Företaget
Företagsrisk	Kommunen	Kommunen/företaget	Företaget/kommunen	Företaget

Figur 5 Schematisk skiss över riskförskjutningen till SABO-företagen. Källa: Månsson (1995 s 45).

Förskjutningen av det finansiella och affärsmässiga risktagandet har alltså skett från staten till först kommunen och därefter i viss mån till mer eller mindre fristående bostadsföretag.

Det kommunala bostadsföretaget fungerar som ett fastighetsbolag och har förutsättningar att hantera en del av de företagsrisker vi har definierat. Fastighetsbolagen med koncentration till en kommun har möjlighet att sprida de geografiska företagsriskerna i sin stora fastighetsportfölj.

De kommunala bostadsföretagen är utsatta för affärsrisk i form av vakanser vid befolkningsförändringar. Bruksvärdesprincipen, som ger företagen starkt inflytande på hyressättningen, ger dock möjligheten att behålla höga hyresnivåer trots att vakanserna ökar och detta förhindrar en marknadsmässig hyressättning på orten.

Traditionellt har de kommunala bostadsföretagen en mycket hög belåning vilket medför en hög finansiell risk. Den genomsnittliga soliditeten ligger på endast 10% (Byggstatistik AB 1997 s.69). Grundtanken med de kommunala bostadsföretagen var befriat från renodlade vinstmotiv och därför har denna höga belåning genomförts. Vid finansiella problem drabbas skattebetalarna och inte någon enskild investerare. Konkursrisken är alltså liten vilket minskar pressen från ägarna och därmed företagsledningens incitament till effektivisering och marknadsanpassning. Det kan dessutom tänkas leda till att företagen genomför projekt som saknar ekonomisk bärighet och som ger en ökad riskexponering och snedvridning av konkurrensen. Någon hävstångseffekt kan knappast beräknas eftersom överskott inte tillfaller det egna kapitalet i vanlig mening.

Politiska risker, exempelvis planändringar drabbar dessa företag i mindre utsträckning än andra fastighetsföretag. Kommunen är ägare och kommunen har dessutom planmonopol vilket medför att beslut om nya detaljplaner etcetera kan tas med hänsyn till det kommunala bostadsföretagets behov och önsknings.

De kommunala bostadsbolagen har varit stora byggherrar och avsikten har oftast varit att själva förvalta och hyra ut fastigheter vilket ger dem stark kontroll över de fysiska riskerna. Företagen agerar byggherre och har ett långt tidsperspektiv på sina fastigheter det vill säga att både byggnadens livscykel och ägarens livscykel sammanfaller. Fastigheterna har byggts upp, förvaltats och rivits av samma företag.

Synen på företagsformen börjar idag att förändras. Innehavsperioden behöver inte längre var den samma som fastighetens livstid och försäljningen av de kommunala bostadsbolagens fastigheter tyder på det. (Gustavsson 1996)

7.2.2 Kontroll

Med en analys genom ägarmodellen framkommer att kommuninvånarna är indirekta ägare till de kommunala bostadsföretagen. Deras ägar rättigheter består av att rösta i kommunalvalen vart fjärde år. I valen röstas en kommunfullmäktige fram vars huvuduppgift inte är att driva fastighets bolag utan att styra en kommun. Det är sedan kommunfullmäktige som tillsätter styrelsen för företaget som i sin tur tillsätter VD. Avståndet mellan ägare och styrande blir mycket stort. Förmodligen är kommuninvånarna inte helt insatta i sin ägarroll som inte är begränsad till kapitalinsatsen, utan består av ett medlemskap i kommunen. Detta gör att fastighetsägandet blir av ofrivillig natur. Möjligheten att dra nytta av ett välskött fastighetsföretag är liten, eftersom kommuninvånaren inte har möjlighet att kapitalisera sitt innehav. Enda möjligheten att ändra sin "fastighetsportfölj" är att byta kommun. Det är främst de som bor i företagens lägenheter som kan dra nytta av företagets tjänster, och det är alltså den del av ägarna som använder lägenheterna som har de starkaste incitamenten att påverka företagets utveckling.

Frågorna om fördelning av vinster och förluster blir komplicerade. Om företaget ger vinst vem har rätt till den? Ägarna, det vill säga kommuninvånarna, eller företagets hyresgäster? Om det kommer ägarna tillgodo kan detta ses som en extra skatt på de boende för att minska skatten för övriga. Nyttan för kommuninvånaren blir mindre än förlusten för den boende. Om vinsten kommer de boende tillgodo blir följden att kommuninvånarna subventionerar lägenhetshyran för de boende. Liknande resonemang kan föras om förluster.

Styrelsens roll är att tillsätta kontrollfunktionen, VD:n, som skall styra företaget så att nyttan maximeras enligt styrelsens direktiv. Nyttan i det här fallet behöver inte enbart vara kommersiella utan andra, ofta sociala, aspekter vägs in. Eftersom styrelsen är politiskt tillsatt kan dess agerande också styras av ideologiska motiv istället för företagsekonomiska motiv. Styrelsen riskerar att bytas ut vid valen vart fjärde år. Det kan skada kontinuiteten i styrelsens direktiv till företagsledningen och styrelsens erfarenhet kan variera kraftigt. *Corporate governance* strukturen är alltså även här komplicerad och svår att få grepp om.

Med en gradvis övergång till mer marknadsinriktade bostadsföretag och med ett eventuellt framtida avreglerat hyressättningsystem kan de kommunala bostadsföretagen välja att sälja ut sina fastigheter. Detta har redan hänt i ett par fall, till exempel i Åstorp, men nuvarande hyresregleringar kan antas hämma intresset för bostadsfastigheter som investeringsobjekt. En övergång till marknadshyror kan öka investerarens intresse för de kommunala bostadsbolagen som har ett samlat bestånd i gott skick med låga vakanser. Utförsäljningar av kommunala bostäder kan dock vara politiskt kontroversiellt varför delutförsäljningar eller mindre aktieutförsäljningar kanske är troligare.

Utvecklingen pekar på att kommunala bostadsföretag kommer att anpassas till övriga marknaden för fastigheter. Det tyder inte minst förhållandena i Malmö på, där det kommunala bostadsbolaget MKB tappat statusen som allmännyttigt bostadsföretag. Samma sak inträffade i Halmstad 1997. (Sydsvenska Dagbladet 980113)

7.2.3 Information

Kontakter med ansvariga politiker, till exempel inom myndigheter för planering, näringslivs- och befolkningsutveckling, gör att företaget snabbt kan få information om förändringar i kommunen och snabbt kan justera sina prognoser till rådande förhållande. Försprång ger en överlägsen kunskap om det egna geografiska områdets särdrag och ekonomiska potential, vilket skapar ett stort informationsövertag gentemot andra investerare, något som trots allt inte alltid leder till rationella prognoser och beslut.

7.2.4 Ombildning till FIB

Den stora bristen på eget kapital skulle kunna få sin lösning genom en ombildning till en FIB som öppnar upp för utomstående investerare och sätter lagstadgade gränser för belåningsgraden. En förutsättning är att någon aktör är villig att tillföra det ökade egna kapitalet som skulle krävas.

En FIB-konstruktion skulle också förbättra likviditeten för hela fastighetsmarknaden genom att fristående företag som aktivt kan handla med fastigheter bildas.

Delbarhet ger möjlighet för småsparare och mindre placerare, till exempel kommuninvånarna, att investera vilket kan tänkas underlätta för politiska beslut om privatisering/ombildning. FIB ger ju en möjlighet för investerare att gå in på en ny delmarknad utan att vara tvingad till att investera i en diversifierad direktägd fastighetsportfölj.

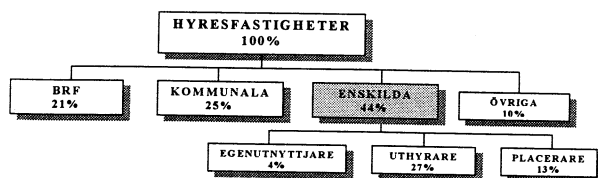
Vad gäller fokusering och inriktning, är bolagen redan fokuserade på ort och fastighetstyp. Det gör dem lämpliga för ombildning då möjligheten finns att dela in beståndet i mindre eller större företag vad gäller centrala kontra perifera fastigheter eller med avseende på ålder med mera.

Nya ägare ger tydligare betoning på kommersiell inriktning och avkastning vilket ger ett större tryck på företagsledningen.

Prisinformationen blir mer effektivt genom en marknadsnotering och den ökade likviditeten vilket ger ett direkt marknadsmässigt pris på beståndet. Det underlättar för aktörerna att värdera fastigheterna.

Vår bedömning är att de kommunala bostadsbolagen passar bra att omvandla till fastighetsinvesteringsbolag enligt Vinells förslag.

7.3 Enskilda

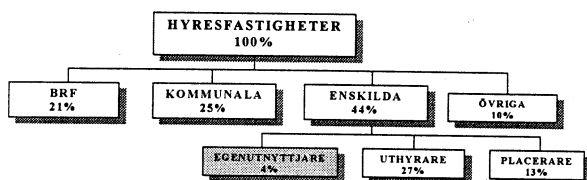


Gruppen av enskilda ägare till hyresfastigheter är som tidigare nämnts mycket heterogen och innefattar så olika ägare som pensionsfonder, handels- och tjänsteföretag samt fastighetsbolag. Genom en indelning i färre grupper har vi i kapitel 5

utkristalliserat tre huvudgrupper: användare, uthyrare och placerare.

Vi antar att alla enskilda ägare av fastigheter har ekonomisk avkastning som övergripande mål. Även i de fall där huvudverksamheten inte är att driva fastighetsföretag kommer avkastningskrav att prägla ägandet av fastigheterna. Vidare antar vi att dessa företag styrs enligt vår ägarmodell i kapitel 5. Det innebär att en investerare har möjlighet att köpa och sälja sina aktier eller andelar och att styrelse utses av ägarna.

7.3.1 Egenutnyttjare



Gruppen egenutnyttjare som omfattar alla funktioner i sin organisation, består av de fastighetsägare som själva utnyttjar sina fastigheter. Gruppen kan även hyra ut till externa användare men detta är inte huvudsyftet med ägandet.

7.3.1.1 Risk, kontroll och information

Investerarrisken är hög särskilt i form av konjunkturell och geografisk risk, eftersom verksamheten är bunden till fastighetens läge. Även om en fastighet med rätt läge kan vara en uppenbar konkurrensfördel kan detta innebära en sämre flexibilitet för företagets verksamhet. Låsnigen till fastigheterna medför att användarna är utsatta för risken att vid branschnedgång sitta fast med stora kostnadskrävande ytor. Det kan dessutom leda till nya problem om kompetens för fastighetsuthyrning saknas.

Egenutnyttjarna binder stora mängder kapital i fastigheter. De ingår inte in i kärnverksamheten och leder därför till ett onödigt anspråkstagande av resurser, både finansiella och ledningsmässiga. Det krävs kompetens för att förvalta fastigheter effektivt och även om möjlighet finns att hyra in förvaltningstjänster utifrån måste en viss övervakning ske. Det krävs i så fall kunskaper om upphandling av olika typer av fastighetstjänster.

Fördelen med att själv äga sina lokaler kan vara att affärsrisken minskar genom att man inte är utsatt för hyreshöjningar från hyresvärd.

Eget fastighetsägande ger alltså kontroll över kostnader och möjliggör en flexibel lokalanvändning och en stark kontroll över den fysiska utformningen. Man uppnår även ett självbestämmande över den finansiella risken, exempelvis belåningsgrad och belånings sätt vilket kan integreras med den övriga verksamhetens finansiering. Intäkter och kostnader i de olika verksamhetsgrenarna blir gemensam och kontrollen och styrningen över de anställdas beteende förenklas (Skogh & Lane 1993 s.114).

Ägandeformen innebär hög exponering för investerarrisk och svårighet att ha spetskompetens i förvaltningen av fastigheterna, eftersom ledningen primärt har andra mål än att driva fastighetsverksamhet. Fördelarna är den fysiska kontrollen och möjligheten att utnyttja fastigheterna som säkerhet för den övriga verksamhetens finansiering.

7.3.1.2 Ombildning till FIB

FIB skulle lösa problemen med låg soliditet. Detta problemet är inte relevant eftersom företaget redan har kontroll över belåningen på sina egna fastigheter och inte äger dem för avkastningens skull. Fastigheterna är inte noterade för handel och därför är ingen utomstående berörd av belåningsgraden.

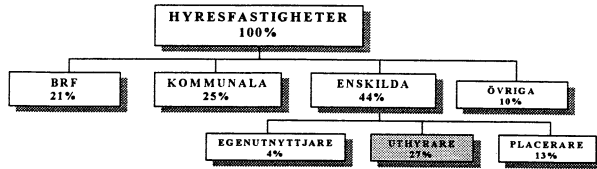
Man kan använda samma argument som för de kommunala fastighetsbolagen när det gäller fastighetsmarknadens likviditetsproblem. En ombildning skulle ge fler aktiva aktörer med behov av omstrukturering av sina fastighetsportföljer.

En FIB:s andelar underlättar för balanseringen av användarens tillgångar då det är möjligt att sälja ut andelar för att balansera detta med det aktuella lokalutnyttjandet. Det indirekta ägandet som en FIB-konstruktion innebär kommer däremot att leda till en viss förlust av den fysiska kontrollen. Det skulle också, liksom för de kommunala bostadsföretagen, skapa en möjlighet för investerare att gå in på en ny marknad utan att vara tvungen att investera i en diversifierad direktägd fastighetsportfölj.

FIB:en kan fokusera på sin uppgift och kan även förvalta andra fastigheter än användarens vilket leder till stordriftsfördelar och mer professionell förvaltning. Konstruktionen förbättrar utbudet för andra investerare genom att tillföra marknaden en avgränsad typ av fastigheter, till exempel varuhus eller butikslokaler med specifika lägen.

Om denna grupp är lämplig för ombildning beror förmodligen på hur specialiserade fastigheterna är, det vill säga om det finns en alternativ användning för fastigheten. En stark specialisering ger en tunn marknad och skapar beroende mellan hyresvärd och hyresgäst. En bilateral relation uppstår som kan ge stora kontrakts- och kontrollkostnader (Skogh & Lane 1993 s.114). Om hyresvärden, i detta fall FIB:en, inte har några alternativa hyresgäster kommer en högre hyra antagligen att debiteras eftersom det är svårt att hitta en ny hyresgäst till de specialiserade lokalerna om den gamla försvinner. En återanpassning av lokalerna till normal standard blir också det kostsamt.

7.3.2 Uthyrare



Till denna grupp räknas de fastighetsföretag vars affärsidé är att tillhandahålla bostäder, lokaler och tillhörande service. De äger sina fastigheter för att kommersiellt hyra ut dem. Två av funktionerna ingår i organisationen; förvaltning och finansiering. Betoningen

ligger på förvaltningen. Gruppen uthyrare omfattar fastighetsbolag och kombinerade bygg- och fastighetsbolag.

Claes Hägg kommer fram till slutsatsen att anledningen till att fastighetsföretag existerar är för att ett fastighetsföretag har större finansiella resurser och lättare kan skaffa diversifierade fastighetsportföljer med lägre risk än andra aktörer på marknaden. Fastighetsföretag har ofta ett historiskt ursprung i byggnadsrörelser som sedan har knoppat av fastighetsägandet i eget bolag. Fördelen med ett renodlat fastighetsbolag är att en investerare inte samtidigt behöver bli ägare i en byggnadsrörelse som han/hon inte har ett intresse av. Renodlingen gör också att företaget blir mer lättanalyserat. Nackdelen kan vara att naturliga synergieffekter mellan bygg och fastighetsrörelsen går förlorade, som till exempel nybyggnad och reparationer. Synergieffekterna kan ge en höjd lönsamhetsnivå och en minskad risk genom att rörelserna kompen-serar varandra vid olika lönsamhetsnivåer. (Hägg 1990 s.70f)

Trenden är trots fördelarna med diversifiering en renodling, inte enbart på fastigheter i sig utan också på delmarknader (Hebb 1997). Fastighetsbolagen börjar idag fokusera på regioner och fastighetstyper, till exempel Hufvudstaden och Wihlborgs som koncentrerar sig på Stockholm respektive Öresundsregionen, och Pandox som specialiserat sig på hotell. Det senaste exemplet är förmodligen *Security Capital Industri Trust* (SCI en amerikansk REIT) som nyligen köpt Frigoscandia, med dess stora innehav av fryshus, och på så sätt koncentrerar sig på en smal nisch av fastighetsmarknaden (Affärsvärlden nr1 1998).

7.3.2.1 Risk, kontroll och information

Uthyrarna har koncentrerat sig på fastighetsföretagande och specialiseringen gör att företagen blir exponerade för investerarrisk. De blir beroende av de regioner eller branscher som de fokuserat på. Samtidigt ger fokuseringen en ökad professionalitet på den valda strategin och en bättre förmåga att hantera företagsriskerna. Med en etablerad förvaltningsorganisation på de platser där man äger fastigheter får företagen kunskap om de lokala förhållandena och vet var olika typ av fastighet efterfrågas och vilka hyror som är möjliga att ta ut. Om företagen har flera fastigheter kan riskerna för den enskilda fastigheten spridas över det totala beståndet.

Som fastighetsägare har denna grupp kontroll över fastigheternas finansiering. Den påverkas som tidigare nämnts av skatteregler, men också av företagets ägares vilja att ta risk. Det har visat sig att fastighetsbolag ofta har haft en hög risknivå jämfört med andra fastighetsägare (Bejrums & Lundström 1995 s.21). Anledningen kan vara att uthyrarna är mest intresserade av fastighetsföretagande och har begränsade mängder eget kapital. Därför vill de belåna tillgångarna för att kunna expandera men samtidigt behålla kontrollen över verksamheten.

Gruppen har förmodligen bäst förutsättningar att utföra kontrollen över de fysiska förhållandena. De har dels fackkunskapen som krävs för förvaltningen och möjlighet att diversifiera fastighetsportföljen i ålder och standard, dels kraven från ägarna att förvalta fastigheterna effektivt och ge ägarna avkastning, eftersom det är just det som företaget är till för.

Företagen i denna grupp har alltså stor kontroll över vem som är hyresgäst, fastigheternas belåningsgrad och de fysiska förhållandena. Ledningen har press på sig och incitament att effektivisera eftersom ägarna kräver avkastning på satsat kapital och har möjlighet att avsätta ledningen. Skillnaden mot de övriga enskilda ägarna är att avkastningskravet är direkt kopplat till fastighetsföretagandet, vilket sporrar till att effektivisera förvaltningen.

Huvuddelen av de börsnoterade fastighetsbolagen kan räknas till uthyrarna. Av det totala taxeringsvärdet på hyresfastigheter i Sverige utgör dessa börsnoterade bolags fastighetsinnehav cirka 5% (egen uträkning). Möjligheten att handla med fastigheter indirekt via börsen är således relativt liten.

7.3.2.2 Ombildning till FIB

Att ombilda dessa företag till fastighetsinvesteringsbolag skulle lösa en del av problemen på fastighetsmarknaden. Företagen har all tänkbar information och kompetens på företagarnivå. FIB:ens soliditetskrav ställer nya krav på belåningen och att minska risktagandet för en investerare jämfört med de vanliga fastighetsbolagen.

Likviditeten på själva fastighetsmarknaden påverkas troligtvis inte direkt vid en ombildning av fastighetsbolag till FIB eftersom de flesta större företagen redan är organiserade i aktiebolagsform.

Delbarheten förändras inte i någon högre grad eftersom aktier ersätts av FIB-andelar. En introduktion på börsen skulle dock öka tillgängligheten på fastighetsrelaterade instrument och underlätta prissättningen på fastigheter. En säkrare prissättning skulle i sin tur göra att fastighetsaffärer blir lättare att genomföra och att likviditeten på fastighetsmarknaden ökar.

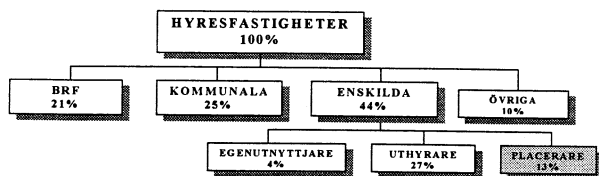
En strategiändring mot fokusering och målinriktning har, som nämnts, redan påbörjats inom ägargruppen. FIB skulle kunna öka tempot på denna omstrukturering. Eftersom en introduktion av FIB kräver lagändringar kommer antagligen omstruktureringen redan att vara gjord om och när dessa lagändringarna genomförts.

De största vinsterna blir de skattemässiga fördelar som dagens placerare i fastighetsbolag kan få vid en ombildning. Investeringen blir mindre riskabel och kan locka till sig fler investerare. Belåningsgraden kan varieras av investeraren men problemen blir trots Miller-Modiglianis teori att den riskbenägne investeraren inte alltid har möjlighet att låna till samma förmånliga villkor som ett fastighetsbolag.

Vår bedömning är att en ombildning från fastighetsbolag till FIB är intressant för dagens fastighetsbolag, inte minst de börsnoterade. Fördelarna är underlättad värdering av fastighe-

terna och de skatteeffekter som kan locka till kapital från nya placerare. Nackdelen för de nuvarande företagsägarna är att makten över fastigheterna sprids ut över fler ägare.

7.3.3 Placerare



I gruppen återfinns pensionsfonder, försäkringsbolag, investmentbolag samt en del fackföreningars förvaltning av konfliktkassor. Det är ägare som har en uttalad strategi att äga fastigheter för att diversifiera de totala riskerna i sina

finansiella portföljer där fastigheter är en typ av tillgång och aktier och obligationer andra.

Deras största intresse är alltså finansieringsfunktionen. Det direkta ägandet gör dock att de måste ha kompetens att förvalta fastigheter och även om förvaltningsfunktioner kan upphandlas krävs kunskap om hur och vad som skall upphandlas.

En närmare analys av gruppen visar att de dessutom ofta äger aktier i börsnoterade fastighetsbolag, vilket ger en ytterligare diversifierad fastighetsportfölj.

Det direkta ägandet av fastigheter leder också till att en oproportionerligt stor del av dessa institutioners organisationer är sysselsatta med fastighetsverksamheten. Det kan i sin tur föra med sig en viss förkärlek för fastigheter och fastighetsinvesteringar och därmed risk för dåliga investeringsbeslut. (Affärsvärlden nr.34 1995) Till exempel har AP-fonderna 60% av sina anställda sysselsatta med fastighetsförvaltning men endast 3% av den totala portföljen består av fastigheter (Vävare 1995).

7.3.3.1 Risk, kontroll och information

Placerarna är den grupp som har bäst förmåga att hantera konjunkturrisiker. De har som stora placerare, ofta med internationella inslag, möjlighet att diversifiera risker mellan olika slag av tillgångar och mellan olika regioner. Investerarriskerna hanteras alltså bäst av denna grupp medan kontroll över företagsriskerna kräver en väl utbyggd förvaltningsorganisation.

Som tidigare nämnts är uthyrarnas huvudintresse att driva fastighetsföretag, oftast med en liten mängd eget kapital som ökar risken men också avkastningsmöjligheten. Placerarnas huvudintresse är däremot att komma åt fastigheternas avkastning med kontroll över kapitalstrukturen och därmed de finansiella riskerna.

Investerarrisken kommer i första hand och företagsrisken i andra hand. Det borde medföra att placerare som agerar som fastighetsförvaltare har svårt att vara lika effektiva som de specialiserade förvaltarna. Placerarnas primära uppgift är inte att driva fastighetsbolag utan att förrenta kapital.

För att få en effektiv fastighetsportfölj krävs diversifiering geografiskt och efter fastighetstyp. Med en direktägande strategi krävs då att man har tillräckligt stora bestånd på varje ort, så att

man har kompetens och kunskap om de lokala marknaderna. Det leder till en stel fastighetsportfölj som är svår att vikta om vid förändrade förhållanden.

7.3.3.2 Ombildning till FIB

En ombildning av placerarnas fastighetsbestånd till FIB får små effekter på soliditetsproblemet. De har inte haft behov av att låna kapital, utan har snarare ägt fastigheter direkt för att få kontroll över fastigheternas belåning.

Likviditeten borde öka vid en ombildning eftersom dessa stora fastighetsinnehav förmodligen skulle bilda flera olika FIB:ar som agerar på egen hand utifrån behovet av omstrukturering. Förmodligen skulle aktiviteten på den indirekta fastighetshandeln också öka eftersom fastighetsförvaltningen kopplas loss från portföljförvaltningen.

Odelbarheten har varit ett mindre problem för dem eftersom de handlar med stora belopp. En ombildning skulle underlätta för andra aktörer att investera i fastigheter. En upp delning i flera FIB skulle förbättra fokusering, geografisk och på fastighetstyp. Det skulle förenkla inträdandet på olika lokala marknader och skapar möjlighet att snabbt ändra portföljens vikter.

Fördelen med en FIB-ombildning för placerargruppen skulle var att de inte behöver fokusera på ett fåtal orter där en dyrbar förvaltningsorganisation kan motiveras. En annan fördel är att det möjliggör fokusering på portföljförvaltningen genom att frigöra resurser som varit uppbundna i fastighetsförvaltningen.

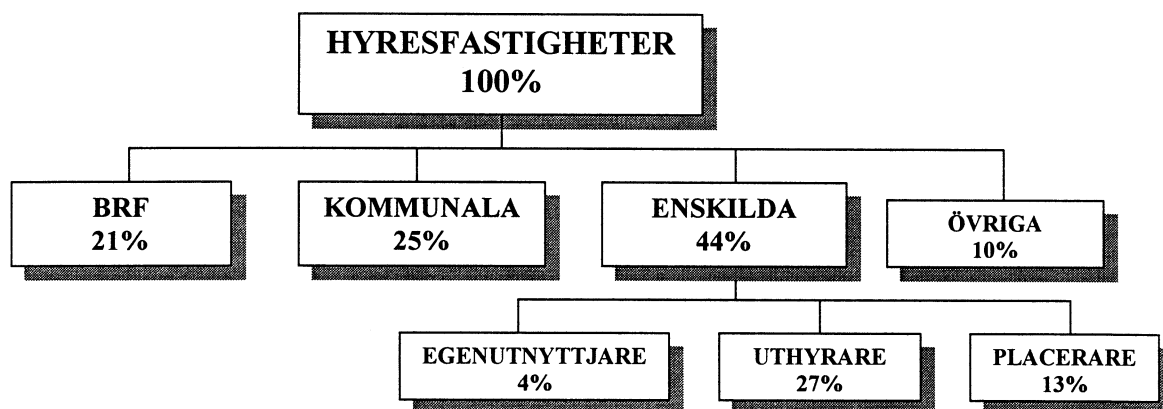
Vi tror att en ombildning av en stor del av placerarnas fastigheter till FIB skulle förbättra fastighetsmarknadens effektivitet eftersom det innebär en specialisering för marknadens aktörer. För placerarnas del medför det en fokusering på huvuduppgiften, att förränta kapital.

8 Sammanfattning och slutsatser

Här följer en sammanfattande diskussion samt slutsatserna av vårt arbete och den analys vi har genomfört. Vi repeterar de olika ägarkategoriernas för- och nackdelar och avslutar med en diskussion om FIB:ens framtidsutsikter på den svenska hyresfastighetsmarknaden.

Slutsatserna blir att Sveriges hyresfastighetsägare kan delas in på två sätt, dels med avseende på vilken nytta som ägarna får, dels med avseende på vilka funktioner som ägaren vill få kontroll över. Den första indelningen, som hänför sig till nyttan, kan göras i bostadsrättsföreningar, kommunala bostadsbolag och enskilda. Nyttan för respektive grupp är kontroll över eget boende, socialpolitiska motiv samt monetära avkastningsmotiv. Den andra indelningen sker med avseende på de tre funktioner som vi har definierat på den svenska hyresfastighetsmarknaden; användning, förvaltning och finansiering. Bostadsrättsföreningarna löser alla funktionerna inom sin organisation och de kommunala bostadsbolagen löser förvaltningen och finansieringen. De enskilda ägarna kan delas in i ytterligare tre grupper. Egenutnyttjarna som äger för att förvalta och använda sin egen fastighet. Uthyrare som äger för att förvalta och hyra ut fastigheten. Placerarna som äger för att förränta sitt kapital.

En repetition av storleksfördelningen för ägarkategorierna enligt våra beräkningar ger följande figur:



Figur 6 Totala fördelningen av ägandet av hyresfastigheter. Egen modell.

Fördelningen av ägarna visar på tre nästan lika stora grupper: bostadsrättsföreningar, kommunala bostadsbolag och uthyrare. Att egenutnyttjarna är en så liten grupp kan bero på att hyresfastigheter enkelt kan hyras på marknaden och behovet av att ha ägandekontroll över fastigheten inte är så starkt. En annan orsak kan vara att det statistiska materialet missgynnar de mindre fastighetsägarna av vilka egenutnyttjarna kan misstänkas vara en stor grupp.

En jämförelse av ägarstrukturen för de enskilt ägda hyresfastigheterna åren 1987, 1992 och 1997 visar att den största förändringen skett mellan 1987 och 1992. Det är framförallt kategorin placerare som tappat andelar till uthyrare. Övriga kategorier har endast genomgått

marginella förändringar. Att förändringen i kategorien övriga, där banker ingår, var så liten kan antagligen förklaras med att pantfastigheter i huvudsak togs över efter 1992 och organiserades i bolag som såldes ut före 1997 och därför inte gav något utslag i statistiken.

Vi tycker dock att man kan se en trend mot att aktörerna försöker inrikta sig på sin kärnverksamhet. Grunden för det är kvantitativt i så måtto att uthyrarna ökar på bekostnad av framförallt placerare och i viss mån egenutnyttjarna. Samma attityden har framkommit vid våra spontana intervjuer med marknadens aktörer.

Utifrån de riskfaktorer vi har identifierat på fastighetsmarknaden (konjunkturrella, politiska, geografiska, finansiella, affärsmässiga och fysiska) har vi kommit fram till två risknivåer. På makronivå har vi investerarrisker och på mikronivå företagsrisker. Med den indelningen blir våra slutsatser av analysen av de olika ägargrupperna följande:

- Bostadsrättens konstruktion med egenkontroll över boendet är ett starkt vägande skäl till att ägandeformen används. Regleringar och problem med att anpassa utbudet till efterfrågan på övriga bostadsmarknaden gör att man kan anta att en del innehavare är ofrivilliga bostadsrättsinnehavare. Bakgrunden är att hyresregleringarna gör att hyresvärdar inte kan ta ut marknadshyror vilket skapar bostadsbrist i attraktiva lägen. Ägaren är utsatt för både hög företagsrisk och investerarrisk.
- Kommunala bostadsbolag har fördelen att de är väl fokuserade både geografiskt och på fastighetstyp. Svagheten är att de saknar definierade ägare som ställer avkastningskrav och skapar press på ledningen att vara effektiva fastighetsförvaltare. Denna grupp står idag inför förändringar mot mer lönsamhetsinriktad verksamhet samtidigt som många är hårt drabbade av låg efterfrågan på bostäder på oattraktiva orter. De är utsatta för investerarrisker men har goda möjligheter att hantera företagsriskerna.
- Egenutnyttjarna äger sina fastigheter eftersom det saknas ekonomiskt rationella alternativ, då kraven är höga på speciell lokalutformning och teknisk standard. Kontrollen över de fysiska förutsättningarna är därför viktig.
- Uthyrarna har ofta hög belåning eftersom de saknar de stora finansiella resurser som skulle krävas för en högre soliditet. Däremot finns en väl utbyggd kompetens för fastighetsföretagande i denna grupp. De har möjligheter att hantera företagsrisken men ger ofta ägarna hög finansiellrisk.
- Placerare har de finansiella resurserna men saknar lämpliga investeringsvägar för fastighetsinvesteringar. De är hänvisade till att låna ut till fastighetsbolag eller direktinvestera i fastigheter. Utlåning saknar fastighetsinvesteringens karaktäristiska drag, medan en direktinvestering i fastigheter medför att man måste organisera fastigheternas förvaltning. Möjligheterna att sprida riskerna i den egna portföljen är stor liksom kontrollen över finansiellrisker

En ombildning till fastighetsinvesteringsbolag (FIB) skulle kunna förena de kommunala bostadsbolagens problem som består av låg soliditet och ägarpress, med placerarnas behov av fastighetsrelaterade investeringar. Placerarnas behov av att få avkastning på satsat kapital borde kunna kombineras med uthyrarnas kompetens inom fastighetsförvaltning och ge mark-

naden en säkrare investeringsväg i fastigheter. FIB skulle också, som Vinell påpekar, underlätta för mindre och utländska investerare att investera i svenska fastigheter. En annan fördel är att en notering av FIB underlättar möjligheten till utveckla standardiserad derivat-instrument med fastigheter som underliggande tillgång.

Lämpliga kategorier för ombildning är alltså i första hand kommunala bostadsbolag och placerarnas innehav. I andra hand uthyrarnas och delar av egenutnyttjarnas innehav. Bostadsrättsföreningarna är förmodligen den grupp som har minst att vinna på en ombildning. Hyresfastighetsbeståndet som kan vara intressant för ombildning till FIB uppgår alltså enligt våra beräkningar till drygt en tredjedel av det totala hyresfastighetsbeståndet.

Litteratur och källor

Publicerat material

- Bejrüm, Håkan & Lundström, Stellan (1995) *Fastighetsekonomi-Hyresfastigheter*. Fjärde upplagan, Catella, Stockholm.
- Bengtsson, Bo (1995) *Bostaden -välfärdsstatens marknadsvara*. Akademisk avhandling. Uppsala universitet, Uppsala.
- Brueggeman, William B & Fisher, Jeffrey D (1993) *Real Estate Finance and Investment*. 9th edition, Irwin, Boston.
- Byggstatistik AB (1987) *Sveriges största fastighetsägare 1986-87*. Byggstatistik, Gävle.
- Byggstatistik AB (1992) *Sveriges största fastighetsägare 1992*. Byggstatistik, Gävle.
- Byggstatistik AB (1997) *Sveriges största fastighetsägare 1997*. Byggstatistik, Gävle.
- Coase, Ronald H (1992) *The Firm, the Market and the Law*. Ratio, Stockholm.
- Downs, Anthony (1985) *The revolution in real estate finance*. Brookings Institution, Washington.
- Elton, Edvin J & Gruber, Martin J (1995) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 5th edition, Wiley, New York.
- Eriksson, Lars Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn.(1991) *Att utreda, forska och rapportera*. Fjärde upplagan, Liber Ekonomi, Malmö.
- Greer, Gaylon E, Farrell, Michael D (1992) *Investment Analysis for Real Estate Decisions*. 3rd edition, Dearborn Financial Publishing Inc, Chicago.
- Halvorsen, Knut (1992) *Samhällsvetenskaplig metodik*. Studentlitteratur, Lund.
- Hägg, Claes (1990) *Fastigheter och fastighetsaktier*. Studentlitteratur, Lund.
- Institutet för värdering av fastigheter (1995) *Fastighetsnomenklatur*. Sjunde upplagan, AB Svensk Byggtjänst, Stockholm.
- Jaffe, Austin J, Sirmans C F (1989) *Fundamentals of Real Estate Investment*. 2nd edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- Jaffee, Dwight M. (1994) *Den svenska fastighetskrisen*. SNS-Förlag, Stockholm.
- Kühne-Büning Lidwina, Heuer Jürgen H.B. (1994) *Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft*, 3 Auflage. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.
- Larsson, Claes-Göran (1995) *Företagets finansiella affärer*. Tredje upplagan, Studentlitteratur, Lund.
- Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1992) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund.
- Malmström, Li (1995) *Lärande organisationer?- Krisen på den svenska fastighetsmarknaden*. Doktorsavhandling- Företagsekonomiska institutionen, Stockholms universitet.
- Modig, Conny. Stureson, Jan. Svensson, Roland (1996) *Kommunala borgensåtaganden*.

KEFU Skåne, Lund

Molin, Johan (1996) *Essays on Corporate Finance and Governance*. Akademisk avhandling Handelshögskolan, Stockholm.

Månsson, Ulf (1995) *Perspektiv på SABO-företagen*. SABO AB, Stockholm.

Neave E. H. (1997) *Financial Systems: Principles and Organisation*. Routledge, New York.

Petterson, Gertrud (1996) *Konsten att skriva vetenskapliga rapporter*. Ekonomihögskolan vid Lunds universitet, Lund.

Ricketts, Martin (1987) *The economics of business enterprise: new approaches to the firm*. Wheatsheaf, Brighton.

Ross, Stephen A, Westerfield, Randolph W & Jaffe, Jeffrey F (1993) *Corporate Finance*. 3rd edition, Irwin, Boston.

Sjögren, Hans (red) (1993) *Obligationsmarknaden*. SNS Förlag, Stockholm.

Skogh, Göran & Lane Jan-Erik (1993) *Äganderätten i Sverige*. SNS Förlag, Stockholm.

SOU 1996:156 = Statens offentliga utredningar (1996) *Bostadspolitik 2000- från produktions- till boendepolitik, Expertrapperter*. Inrikesdepartementet, Stockholm.

Statistiska Centralbyrån (1995) *Statistiska meddelanden, rikets fastigheter 1994, del 2*. Statistiska centralbyrån, Stockholm.

Ståhl, Ingemar & Wickman, Kurt (1992) *Riv bostadspolitiken*. SNS Förlag, Stockholm.

Ståhl, Ingemar (1993) *Juridikens teori och metod*. Juridiska fakulteten vid Lunds universitet.

Södersten, Bo (red) (1994) *Marknad och politik*. Dialogos AB, Lund.

Vinell, Lars (1996) *Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar*. Stockholms universitet, Stockholm.

Viotti, Staffan & Wissén, Pehr (1991) *Penningmarknaden*. SNS Förlag, Stockholm.

Tidskriftsartiklar

Affärsvärlden nr. 34 (1995) "Fastighetsspecial: Börsen borde ha fler hus". *Affärsvärlden nr. 34, 1995*.

Affärsvärlden nr 1-3 (1998) "REIT kommer till Sverige". *Affärsvärlden nr. 1-3, 1998*.

Affärsvärlden nr. 34 (1997) "Tema fastigheter: Dags att välja fastigheter, Affärer ger köplägen". *Affärsvärlden nr. 34, 1997*.

Bengtsson, Per-Yngve (1997) "Det här visste du inte om fastighetsägandet". *Fastighetstidningen nr. 4, 1997*.

Fastighetstidningen nr. 4 (1995) "Fastighetsägande i ny form". *Fastighetstidningen nr. 4, 1995*.

Gustavsson, Christina (1996) "Kommunpolitiker har sålt bostäder för fyra miljarder kronor". *Fastighetstidningen nr. 10, 1996*.

Hebb, Tim (1997) "Marknaden gillar renodling och tydliga affärsidéer". *Fastighetstidningen nr. 4, 1997*.

- Hudson-Wilson, Susan & Guenther, Daniel (1995) "The four quadrants: Diversification benefits for investors in real estate – A second look". *Real Estate Finance, summer 1995*.
- Hägg, Claes & Scheutz, Curt (1995) "Övertro på värdepapperisering?". *Fastighetstidningen nr. 2, 1995*.
- Hägg, Claes & Scheutz, Curt (1996) "Kan fastighetsmarknaden vitaliseras under 1996". *Fastighetstidningen nr. 1, 1996*.
- Murphy, Jean Marie (1994) "Constructing a balanced portfolio provides change". *National Real Estate Investor, September 1994*.
- Persson, Thomas (1996) "Investmentbolag som mellanhand sätter fart på fastighetsmarknaden". *Fastighetstidningen nr. 2, 1996*.
- Riddiough, Timothy J (1995) "Replicating and hedging real estate risk". *Real Estate Finance, No. 3, Fall 1995*.
- Schliefer, Andrei & Vishny, Robert W (1997) "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance, No. 2, June 1997*.
- Smith, G Andrews (1992) "The Redefining: Real Estate's Role in Fund Portfolios". *Pension-World, November 1992*.
- Tidningarnas telegrambyrå (1998) "MKB inte längre allmännyttigt". *Sydsvenska Dagbladet 980113*.
- Tricker, Bob (1994) "Editorial". *Corporate Governance vol 2 no. 1, January 1994*.
- Wettergren, Gustaf (1994) "Gör fastigheter åtkomliga för småsparare". *Dagens Industri, 940215*.
- Widell, Mikael (1997) "Drömläge för bostadsrätt". *Dagens Industri 970625*.
- Von Koch, Katarina (1996) "Analys av fastighetsbolag". *Lantmäteritidskriften nr. 2, 1996*.
- Vävare, Olle (1994) "Värdepapperisering pressar bankerna". *Fastighetstidningen nr. 12, 1994*.
- Vävare, Olle (1995) "AP-fonden direktförvaltar fastigheter för 18 miljarder". *Fastighetstidningen nr. 11, 1995*.

Andra källor

Eriksson, Gert- Håkan -VD Båstadhem *Telefonsamtal 970924*

Eriksson, Per Olof -fastighetsansvarig Industritjänstemannaförbundet *Telefonsamtal 970923*

Hagner, Anders -fastighetsansvarig LRF *Telefonsamtal 970924*

ICA Årsredovisning 1996

Karlberg, Per Ole -fastighetsansvarig SAF *Telefonsamtal 970923*

Lövgren, Sören -fastighetsansvarig Lärarförbundet *Telefonsamtal 970924*

Nykvist, Clas -fastighetsansvarig LO *Telefonsamtal 970917*

Ståhl, Ingemar *föreläsning i fastighetsekonomi 970424*

Årsredovisningar från Bolagsfakta-juni 97 på CD-ROM

BILAGA 1

De 20 största privata och institutionella ägarna 1996. Källa: Byggstatistik AB

Organisation	Ort	Taxv.	Typ av företag
Skanska AB	Danderyd	16325	Bygg och entreprenad
Vasakronan AB	Stockholm	12236	Fastighetsbolag
Skandia Försäkrings AB	Stockholm	10800	Försäkringsbolag
Castellum AB	Göteborg	8147	Fastighetsbolag
Diligentia, AB	Stockholm	8139	Fastighetsbolag
Försäkringsbolaget SPP	Stockholm	7259	Försäkringsbolag
AP-Fonden	Stockholm	7203	Försäkringsbolag
Tornet, Fastighets AB	Stockholm	5740	Fastighetsbolag
NCC AB	Solna	5122	Bygg och entreprenad
Lundbergföretagen AB, LE	Stockholm	4485	Investmentbolag
Föreningsbanken AB	Stockholm	4376	Bygg och entreprenad
Stadshypotek AB	Stockholm	4338	Finansbolag
Trygg-Hansa Öms Livförsäkring	Stockholm	4273	Försäkringsbolag
Retriva AB	Stockholm	4057	Finansbolag
Wasa Försäkring	Stockholm	3686	Försäkringsbolag
Custos, AB	Stockholm	3675	Investmentbolag
ICA-Handlarna AB	Stockholm	3657	Handelsbolag
Handelsbanken, Svenska	Stockholm	3585	Bygg och entreprenad
Sparbanken Sverige AB	Stockholm	3519	Bygg och entreprenad
Kooperativa Förbundet Ek För.	Stockholm	3018	Handelsbolag

De 10 största kommunala bostadsföretagen 1996. Källa: Byggstatistik AB

SvenskaBostäder, AB	Stockholm	15459
Familjebostäder, AB	Stockholm	9 203
Stockholmshem, AB	Stockholm	8 917
Poseidon, Bostads AB	Göteborg	7 467
Göteborgs Stads Bostads AB	Göteborg	6 502
OrebrobostäderAB	Örebro	4518
Stångåstaden, AB	Linköping	4 298
Förvaltaren, Fastighets AB	Sundbyberg	3 913
Familjebostäder i Göteborg AB	Göteborg	3 849
MKB Fastigheter AB	Malmö	3 784

De 10 största bostadsrättsföreningarna 1996. Källa: Byggstatistik AB

Masthugget, Riksbyggens Brf	Göteborg	327
Bågen Nr 223, HSB:s Brf	Stockholm	224
Vingen, HSB:s Brf	Stockholm	213
Farmen, HSB:s Brf	Täby	211
Volten, HSB:s Brf	Täby	205
Hamnvakten Nr 7, HSB:s Brf	Stockholm	204
Backadalen, HSB:s Brf	Göteborg	203
Tanto Nr 049, HSB:s Brf	Stockholm	201
Östberga, HSB:s Brf	Stockholm	185
Jupiter, HSB:s Brf	Täby	182

