

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag

- styrande faktorer

Avdelningen för fastighetsvetenskap
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet

Per Larsson
Claes Lennartsson

ISRN/LUTVDG/TVLM 09/5183 SE

Copyright © Per Larsson & Claes Lennartsson
Avdelningen för fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet
Box 118
211 00 Lund
Sverige

ISRN/LUTVDG/TVLM 09/5183 SE

FÖRORD

Studien har genomförts vid Lunds Tekniska Högskola vid institutionen för fastighetsvetenskap under sommar och höst 2008. Vi vill rikta ett tack till handledare Ingemar Bengtsson som på ett flexibelt sätt handlett arbetet och där man alltid varit välkommen med frågor och att språka om det ekonomiska nuläget. Vi vill även tacka den opponentergrupp som ifrågasatt och utvecklat studien. Christina Gustafsson på Svenskt fastighetsindex tackas för hennes bidrag med det datamaterial som betytt mycket för studien. Tack även till våra arbetsgivare som visat respekt för examensarbetets anspråktagande av tid.

Lund oktober 2008

Per Larsson

Claes Lennartsson

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

SAMMANFATTNING

- Titel:** Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer
- Författare:** Per Larsson
Claes Lennartsson
- Handledare:** Ingemar Bengtsson, universitetslektor i fastighetsvetenskap.
- Problemställning:** Fastighetsinvesteringar är kapitalkrävande och kräver ofta lånat kapital. Vid analys av fastighetsbolagens kapitalstruktur och därmed deras finansiella risk är det centralt att veta vilka faktorer som påverkar relationen mellan eget och främmande kapital.
- Syfte:** Studien syftar till att undersöka vilka som är de styrande faktorerna för ett fastighetsbolag vid valet av kapitalstruktur.
- Metod:** En kvantitativ studie av 16 svenska fastighetsbolag har genomförts med utgångspunkt från tidigare forskning i ämnesområdet.
- Slutsatser:** Det finns många olika faktorer som påverkar ett fastighetsbolags kapitalstruktur, dels interna beslut och dels externa förutsättningar på finans- och fastighetsmarknaden. En tydlig extern faktor är att fastighetsmarknadens utveckling avspeglas i kapitalstrukturen. En framträdande intern omständighet är ägarnas förhållningssätt till risk och avkastning.
- Nyckelord:** Kapitalstruktur, justerad soliditet, affärsrisk, finansiell risk, skuldsättningsgrad

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

ABSTRACT

- Title:** Capital structure in Swedish property companies - central determinants
- Authors:** Per Larsson
Claes Lennartsson
- Supervisor:** Ingemar Bengtsson
- Problem:** Real estate investments are capital intensive and regularly require lent capital for the investment. For the analysis of real estate companies' capital structure and therefore their financial risk, it is crucial to know which factors affect the relationship between equity and depts.
- Purpose:** The study aims to observe the central factors for property companies in their choice of capital structure.
- Methodology:** A quantitative study of 16 Swedish property companies has been implemented on the basis of previous theoretical research.
- Conclusions:** There are several factors that affect a property company's capital structure, both internal decisions and external conditions on the financial and real estate market. An obvious external factor is that the performance in the real estate market has great affect in the capital structure. A major internal factor is the owners' approach to risk and return.
- Key words:** Capital structure, equity/assets ratio, business risk, financial leverage, dept/equity +ratio

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING.....	13
1.1	Bakgrund.....	13
1.2	Problemdiskussion	13
1.3	Studiens syfte och frågeställning	14
1.4	Hypoteser	14
1.5	Avgränsningar	14
1.6	Felkällor	15
2	METOD	17
2.1	Tillvägagångssätt	17
2.2	Ansats.....	17
2.3	Urval	17
2.4	Validitet och reliabilitet	18
2.5	Källkritik	19
3	TEORI.....	21
3.1	Kapitalstruktur	21
3.1.1	Grundläggande teori om kapitalstruktur	21
3.1.2	Förändringar av eget kapital	22
3.1.3	Finansiell hävstång.....	23
3.1.4	Modigliani & Miller.....	24
3.1.5	Skattesköld.....	26
3.1.6	Financial distress.....	28
3.1.7	Pecking order theory	29
3.1.8	The trade off theory.....	30
3.1.9	Weighted average cost of capital (WACC).....	31
3.1.10	Tidigare forskning.....	32
3.2	Riskbegreppet	33
3.2.1	Operativ risk.....	33
3.2.2	Finansiell risk.....	34
3.2.3	Sambandet mellan operativ och finansiell risk	34
3.3	Fastighetsmarknaden.....	35
3.3.1	1990-talets fastighetskris.....	36
3.3.2	Fastighetsbolagens belåning före och efter krisen	36
3.3.3	Särdrag för fastighetsmarknaden.....	37
3.3.4	Nyckeltal vid analys av fastighetsmarknaden	39
3.3.5	Svenskt fastighetsindex.....	40
3.4	Övrig teori.....	41
3.4.1	Redovisningsprinciper	41
3.4.2	Utdelning i allmännyttiga bostadsföretag	41
4	EMPIRISK UNDERSÖKNING	43
4.1	Definitioner	43
4.2	Företagspresentationer	45
4.2.1	Börsnoterade bolag	45
4.2.2	Statliga bolag.....	52

4.2.3 Allmännyttiga bolag.....	54
4.3 Nyckeltal	60
4.3.1 Justerad soliditet i procent.....	60
4.3.2 Skuldsättningsgrad	60
4.3.3 Affärsrisk	61
4.3.4 Finansiell risk.....	61
4.3.5 Total risk	62
5 ANALYS	63
5.1 Frågeställning A.....	63
5.2 Frågeställning B	66
5.3 Huvudfrågeställning.....	71
5.3.1 Externa faktorer.....	71
5.3.2 Interna faktorer.....	72
6 SLUTSATS	75
6.1 Förslag till vidare forskning.....	77
7 KÄLLFÖRTECKNING.....	79

BILAGA 1: SAMMANSTÄLLNING FÖRETAG

BILAGA 2: ÖVRIGA NYCKELTAL

BILAGA 3: FÖRETAG VIKTADE MED TILLGÅNGSVÄRDEN

1 INLEDNING

I det inledandet kapitlet redogörs för uppsatsens bakgrund och problematisering vilket mynnar ut i ett syfte med tillhörande frågeställningar och hypoteser. I kapitlet redovisas också studiens avgränsningar och eventuella felkällor.

1.1 Bakgrund

Den 26 juni 2008 meddelade det börsnoterade fastighetsbolaget Allokton att dess dotterbolag Allokton Properties AB inte kan betala räntan på det obligationslån som bolaget ställt ut på Köpenhamns fondbörs. (Ekberg, 2008) Alloktons problem består i att rörelseintäkten (driftnettot) från fastighetsbeståndet inte räcker för att betala de finansiella kostnader bolaget har. I Alloktons årsredovisning för 2007 kan utläsas att rörelseresultatet uppgår till knappa 190 miljoner svenska kronor medan de finansiella kostnaderna uppgår till nästan 237 miljoner kronor. Alloktons justerade soliditet beräknat på uppgifter från årsredovisningen avseende 2007, uppgår till drygt 9 procent.

Under våren 2008 har en intensifierad diskussion om bankernas kreditgivning till fastighetsinvesteringar återgivits i den svenska fastighetsbranschens facktidsskrifter, detta som en följd av finanskrisen i USA.

Fastighetsmarknaden har under den senaste femårsperioden uppvisat god avkastning i förhållande till andra tillgångsslag. Svensk fastighetsindex visar under denna period på en total avkastning på cirka 60 procent för en generell portfölj med kommersiella fastigheter. (SFI/IPD, 2008) De ökade tillgångsvärden i svenska fastighetsbolag inverkar på deras kapitalstruktur. Ett företag kan justera sin kapitalstruktur genom att arbeta med relationen mellan det egna och främmande kapitalet. Riskfaktorn är en central faktor vid beslut om kapitalstrukturen, vilket gör att företagets riskbenägenhet påverkar utformandet av kapitalstrukturen. Balansen mellan främmande och riskbärande kapital i fastighetsbolag är individuell och en punkt för diskussion bland ägarintressen.

Forskning kring vad som styr kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag är begränsad och medför därför ett intresse om en ytterligare fördjupning i ämnet.

1.2 Problemdiskussion

Relationen mellan främmande och eget kapital skiljer påtagligt mellan svenska fastighetsbolag. Intresse återfinns i att studera och analysera varför bolagens kapitalstruktur skiljer sig åt. Att kartlägga samtliga faktorer som inverkar på ett fastighetsbolags kapitalstruktur måste anses svårt, fokus ligger på att urskilja de mest centrala faktorerna och utreda på vilket sätt deras inflytande skiljer sig mellan bolagen.

Utvecklingen av kapitalstrukturen är av intresse då studier av denna kan ge indikationer och tendenser. Fastighetsmarknadens utveckling över tid kommer att

påverka företagets balansräkningar, intresset gällande detta är hur och hur stor inverkan detta har för kapitalstrukturen.

Kapitalstrukturen speglar till stora delar den finansiella risken i företaget. Företagets verksamhet och profilering skapar den affärsmässiga risken i företaget. Eftersom det finns teorier om dessa riskers samvariation har tyngd lagts på att se hur bolagens rörelseverksamhet avspeglas i kapitalstrukturen.

1.3 Studiens syfte och frågeställning

Studien syftar till att utreda vilka faktorer som inverkar på ett fastighetsbolags val av kapitalstruktur. Studiens huvudfrågeställning är följande:

Vilka är de främsta faktorerna som styr ett fastighetsbolags kapitalstruktur?

För att besvara huvudfrågeställningen utreds först följande frågeställningar:

- A. Hur har kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag utvecklats under de sista tio åren?
- B. Hur påverkar ett bolags specifika affärsrisk valet av finansiell risk?

1.4 Hypoteser

Huvudfrågeställning:

De generella faktorerna som påverkar ett företags kapitalstruktur är ägarnas riskbenägenhet, kapitaltillgång på kreditmarknaden, lagar och direktiv exempelvis skattelagstiftning, den specifika marknadens förutsättningar för viss kapitalstruktur (olika marknader har olika förutsättningar avseende optimal kapitalstruktur) samt företagets operativa risk (affärsrisk).

Frågeställning A:

Den justerade soliditeten har under den senaste tioårsperioden minskat, detta för att fastighetsmarknaden har uppvisat god avkastning och investerare (fastighetsbolagen) har varit offensiva och investerat med en högre andel främmande kapital. Fastighetsbolagen har försökt öka avkastningen genom den finansiella hävstången i den uppåtgående marknaden.

Frågeställning B:

Företagen försöker att kompensera sin affärsrisk med justeringar i företagets finansiella risk, dvs. en sjunkande affärsrisk medför att företaget höjer sin finansiella risk och att företag som har låg finansiell risk kan ha/har en lägre justerad soliditet.

1.5 Avgränsningar

I studien har avgränsning gjorts till bolag vilka äger fastigheter ur ett investeringsperspektiv, så kallade fastighetsförvaltande bolag vars produktionsresurs är avkastning genom hyresintäkter och transaktioner. Studien avgränsas till 16

fastighetsbolag, alla bedrivs i formen av aktiebolag, dessa presenteras under rubriken urval.

Företagens affärsrisk har beräknas utifrån de för respektive bolag ingående tillgångslagens (bostäder, kontor, industri, handel och andra kommersiella fastigheter) avkastning enligt SFI (Svenskt fastighetsindex) data, vilken enligt avtal inte kan publiceras i rapporten. Avkastningen är schabloniserad utifrån vad den genomsnittliga portföljen avkastar på respektive ort och bygger således inte på bolagens reella avkastning. De företag som har fastigheter på orter som inte är redovisade geografiskt i SFIs sammanställning har hänförs till riksgenomsnittet för respektive fastighetskategori.

Ingen fördjupning har genomförts med avseende på hur bolagets skulder är fördelade på olika typer av lån och bolagens finansieringssituation. Ingen hänsyn har tagits till bolagens hyresgäster och kontraktsstruktur, vilket kan inverka på affärsrisken. Inte heller har någon anpassning av affärsrisken genomförts avseende vakansavvikelser i beståndet. Utdelningar och eventuella nyemissioner har exkluderas då de att anse som normala företagsåtgärder. Bolagsspecifika händelser som direkt har påverkat kapitalstrukturen redovisats enbart i bolagspresentationen. Endast händelser av större betydande inverkan redovisas.

1.6 Felkällor

Bolagen har använt olika redovisningsprinciper, vilket har medfört modifieringar i den empiriska datainsamlingen i syfte att få fram jämförbart material mellan bolagen. Det beräknade övervärdet har tagits fram från ett värderingsresultat. De årliga värderingarna är i vissa fall interna schablonvärderingar, vilka kan ha bristfällig tillförlitlighet.

Undersökningen baseras på uppgifter som redovisats i bolagens årsredovisningar mellan åren 1998 och 2007. Under studiens gång har det uppmärksammats att vissa uppgifter saknas i de tidiga årsredovisningarna, främst för 1998 och 1999. I empirin finns därför för vissa företag och år uteblivna uppgifter.

2 METOD

Detta kapitel redogör för hur undersökningens tillvägagångssätt. Metodkapitlet behandlar studiens urval, validitet och reliabilitet.

2.1 Tillvägagångssätt

För att kunna genomföra och besvara studiens frågeställningar har en teoretisk bakgrund arbetats fram. Den teoretiska bakgrunden behandlar teorier, nyckeltal och begrepp inom ämnesområdena kapitalstruktur, ekonomisk risk, redovisningsprinciper samt grundläggande fastighetsekonomi.

Metoden som använts har varit kvantitativ, vilket innebär att studien bygger på beskrivande statistik för fastighetsbolagens kapitalstruktur, alltså numeriska observationer som ligger till grund för studiens analys. (Holme & Solvang, 1997) Ekonomisk data från ett antal fastighetsbolag har insamlas in från respektive företags årsredovisningar, vilket medför att det i studien ingående materialet är sekundärdata. Statistiken som inhämtas från svenskt fastighetsindex är också att anse som sekundärdata.

Datainsamlingsförfarandet har varit identiskt för samtliga företag, varefter den insamlade datan har bearbetats för att få fram normaliserade nyckeltal. Nyckeltalen och dess utveckling över studiens undersökningsperiod illustrerades i ett flertal olika former.

Den insamlade informationen har utifrån det teoretiska underlaget analyserats med olika metoder. I analysdelen har studiens frågeställningar besvarats utifrån det empiriska materialet med hänsyn till redovisade teorier. Med bakgrund i analysen har studiens frågeställningar och hypoteser besvarats och prövats under rubriken slutsats.

2.2 Ansats

En deduktiv ansats har tagits, vilket innebär att utgångspunkten ligger i det teoretiska materialet och förutsägelser om den empiriska informationen genomförs som följd av redovisade teorier. Den deduktiva ansatsen sammanfattas enkelt med fyra ord; från teori till empiri. (Holme & Solvang 1997) Den deduktiva ansatsen får anses lämpligare, då författarna har klara förväntningar om de empiriska sambanden, som en följd av de teoretiska studierna.

2.3 Urval

Studiens empiriska del inkluderar 16 fastighetsbolag, sju börsnoterade fastighetsföretag, sju allmännyttiga bostadsföretag samt två fastighetsbolag med statligt ägande. För att spegla fastighetsmarknaden i så stor utsträckning som möjligt har urvalet gjorts med hänsyn till ägarstruktur och verksamhetsinriktning.

Följande bolag ingår i studien:

Börsnoterade bolag:

- Fabege
- Wihlborgs inklusive gamla Wihlborgs
- Hufvudstaden
- Wallenstam
- Castellum
- Kungsleden
- HEBA

Allmännyttiga bolag:

- MKB (MKB Fastighets AB)
- Stockholmshem
- Poseidon
- LKF (Lunds Kommuns Fastighets AB)
- Bostadsbolaget Göteborg
- Svenska Bostäder
- ÖBO (Örebrobostäder AB)

Statliga bolag:

- Vasakronan
- AP fastigheter

Bolagen ovan har valts ut under kriteriet att deras redovisning har funnits tillgänglig och att den har gått att följa över undersökningsperioden. De noterade fastighetsbolagens börsvärde har också varit bidragande till urvalet. Vid urvalet av de allmännyttiga bostadsbolagen har urvalet främst skett på tillgänglig redovisning, balansomslutningens storlek samt viss geografisk spridning. De statliga bolagen har valts utifrån dess relevans som jämförelsebolag gentemot de börsnoterade bolagen.

2.4 Validitet och reliabilitet

Den teoretiska bakgrunden bygger på allmänt erkända teorier inom sina specifika ämnesområden, varefter validitet och reliabilitet i den teoretiska delen anses god. Det empiriska datamaterialet är inhämtad från företagens årsredovisningar, vilka är granskade av företagets revisorer. Det empiriska materialet har valts ut med beaktning av hur det kan användas i studien, vilket medför en god validitet. Exemplifierat har endast data från företagens balansräkningar använts för att spegla de i studien ingående bolagens kapitalstruktur.

Reliabiliteten kan påverkas eftersom företagen redovisar sina ekonomiska förhållanden på olika sätt. För att uppnå en god reliabilitet har egenkonstruerade nyckeltal tagits fram utifrån redovisad grunddata som bedöms ha god validitet.

Reliabiliteten har påverkats av övergången till de nya redovisningsprinciperna inom IFRS (International Financial Reporting Standards), vilket studien har tagit hänsyn till genom en anpassning av de tillgångsvärden som redovisats innan IFRS trädde i kraft.

2.5 Källkritik

Marknadsvärden för de olika fastighetsbestånden har tagits genom att studera värderingsresultat i de olika årsredovisningarna. Visst mått av källkritik är befogat då fastighetsvärdering alltid är förknippat med viss osäkerhet. I något fall har också bolagets internvärdering av sitt fastighetsbestånd legat till grund för ett redovisat övervärde i fastighetsbeståndet.

3 TEORI

I detta kapitel återges teorier kring ämnesområdena kapitalstruktur, ekonomisk risk samt kortfattad teori kring fastighetsmarkanden. Läsaren erhåller genom teorikapitlet kunskaper om kapitalstruktur, dessutom förklarar kapitlet grunderna för den marknad där bolagen i det empiriska materialet verkar.

3.1 Kapitalstruktur

3.1.1 Grundläggande teori om kapitalstruktur

Soliditeten återger hur ett företag är finansierat, företagets förmåga att stå emot ekonomiska svårigheter och förluster. En hög soliditet innebär att företaget i större utsträckning är finansierat med eget kapital. Soliditeten anger i hur stor utsträckning bolaget är beroende av externa finansiärer.

Företag med låg soliditet behöver ha god kontroll på sin likvida situation eftersom låg soliditet ger begränsat handlingsutrymme om det skulle uppstå störningar i verksamheten, allra tydligast betalningsstörningar. Det egna kapitalet i ett bolag har till uppgift att ta upp eventuella förluster i företaget, om soliditeten och därmed andelen eget kapital sjunker minskas förlustupptagningsförmågan. I företag med låg soliditet kommer investerare att uppmärksamma den ökande konkursrisken och därefter höja sina avkastningskrav i investeringen, det egna kapitalet blir ”dyrare”. Den soliditet som utläses ur ett företags balansräkning är enbart ett närmevärde på den verkliga soliditeten, detta eftersom bolaget kan ha bildat så kallade dolda reserver, alltså tillgångar som inte finns med eller är undervärderade i balansräkningen. (Hallgren, 2002)

Soliditet kan mätas på olika sätt, exempelvis:

Justerad soliditet

Det vanligaste soliditetsmättet relaterar det justerade egna kapitalets storlek till det totala kapitalet. Med justerat eget kapital menas redovisat eget kapital plus 72 procent av obeskattade reserver.

$$\text{Justerad soliditet} = \text{Justerat eget kapital} / \text{Totalt kapital}$$

Soliditet 2

Summan av det egna kapitalet och hundra procent av de obeskattade reserverna kallas för riskbärande kapital. För att erhålla det andra soliditetsmättet, soliditet 2 relaterar man det riskbärande kapitalet till det totala kapitalet.

$$\text{Soliditet 2} = \text{Riskbärande eget kapital} / \text{Totalt kapital}$$

Synlig soliditet

Bokföringsmässigt soliditetsmått där det synliga egna kapitalet relateras till bokförda tillgångar.

Synlig soliditet = Bokfört eget kapital/ Bokförda tillgångar

Från och med årsskiftet 2004/2005 blir synlig soliditet identiskt med justerad soliditet för de börsnoterade bolagen eftersom fastigheter och finansiella instrument redovisas till verkligt värde i enlighet med IFRS. (Thomasson, et al. 2004, s.356)

Soliditeten påverkas över tid av hur bolaget är finansierat och hur företagets lönsamhet ser ut. Om företaget genererar vinst växer det egna kapitalet och soliditeten förbättras, om verksamheten är förlustbringande täcks förlusten av det egna kapitalet och soliditeten försämras.

3.1.2 Förändringar av eget kapital

Nyemission

För att öka kapitaltillgången i ett företag kan nyemission vara ett alternativ till upplåning av främmande kapital. Nyemission innebär en ökning av aktiekapitalet genom tillskott av kapital från befintliga eller nya ägare.

En nyemission ökar initialt andelen eget kapital i bolaget och förstärker därmed soliditeten. Vilket möjliggör att ta in ytterligare lånat kapital, eftersom soliditetsgraden initialt kan bibehållas. Nyemission kan riktas mot enskilda investerare, exempelvis en fond eller en grupp av anställda. En sådan nyemission som inte vänder sig till samtliga aktieägare kallas för riktad. (Hallgren, 2002, s. 52)

De mest förekommande motiven till nyemission är:

- Kapitalet kan förräntas på ett attraktivt sätt, investeringssituationer.
- Ökning av det egna kapitalet och företagets likviditet är nödvändig för finansiell stabilitet och i vissa fall överlevnad.
- Ägarspridning.
- Ökning av aktiekapital krävs för att företaget skall kunna börsnoteras.

(Andrén, et al. 2003)

Kapitalutskiftning

I syfte att behålla eller påverka kapitalstrukturen kan medvetna förändringar genomföras i syfte att påverka företagets egna kapital. Företaget kan fatta beslut om utdelning, vilket innebär en kontantutdelning av företagets resurser (vinstmedel) till ägarna. Utdelningen behöver inte vara proportionell mot vinstnivån i bolaget. Utdelningen beskattas hos ägarna med 30 procent. Ett alternativ till utdelning är att låta företaget återköpa egna aktier, genom så kallad aktieinlösen eller återköpsprogram i syfte att minska andelen eget kapital. Aktieinlösen innebär att bolaget löser in en viss andel av varje ägares aktier. Återköp innebär att företaget

återköper aktier genom marknaden för att sedan makulera dessa, alternativt använda aktierna som likvid. För att skydda bolagets kreditgivare finns restriktioner om hur mycket det egna kapitalet får minskas. (Andrén, et al. 2003)

3.1.3 Finansiell hävstång

I de fall där en investering finansieras med både eget kapital och lånat kapital kommer det egna kapitalets förräntning att påverkas av det lånade kapitalets ränte- och amorteringsvillkor. Det främmande kapitalet kommer att ge en hävstångseffekt på förräntningen av det egna kapitalet, en effekt som blir kraftigare ju större andel främmande kapital som används i investeringen. Grundtanken är att man kan, vid ett givet eget kapital öka det egna kapitalets avkastning genom att låna upp pengar och placera dessa med en avkastning som överstiger upplåningsräntan. (Hallgren, 2002, s. 57)

Den finansiella hävstången uttrycks:

$$(R_T - R_S) * S/E$$

Företagets lönsamhet beskrivs, utifrån ett ägarperspektiv lämpligast med avkastning på eget kapital. Företagets resultat relateras till det av aktieägarna satsade kapitalet enligt nedanstående formel.

$$R_E = (R_T + (R_T - R_S) * S/E) * (1 - Z)$$

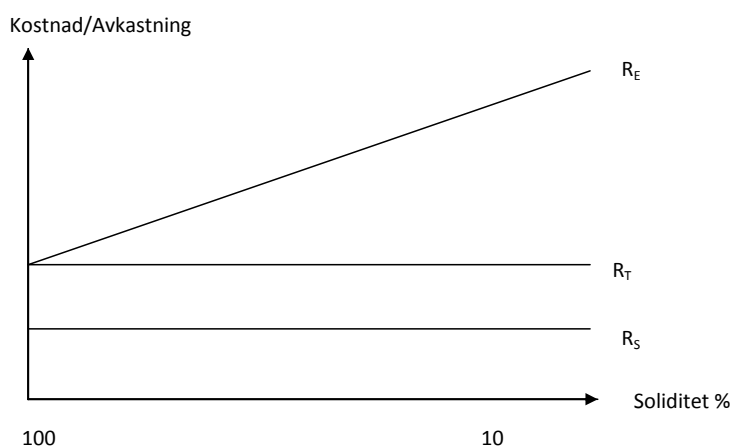
R_E = Avkastning på eget kapital

R_T = Avkastningen på totalt kapital

R_S = Genomsnittlig skuldränta

S/E = skuldsättningsgrad

Z = Skattesats



(Figur 1: Under förutsättning att skuldräntan, R_S och räntabiliteten på det totala kapitalet, R_T är konstanta och förräntningen på det totala kapitalet är större än skuldräntan kommer avkastningen på det egna kapitalet att stiga linjärt enligt hävstångsformeln.)

Avkastningen på det egna kapitalet beror på två faktorer, hur väl företaget lyckats med sin investering samt hur man valt att finansiera investeringen. Resultatet från investeringen avspeglas i formeln genom förräntningen på det totala kapitalet R_T . Hävstångseffekten kommer att ge effekt på R_E både i negativ som positiv riktning. Om avkastningen på det totala kapitalet överstiger den genomsnittliga skuldräntan är den så kallade räntemarginalen positiv, vilket kommer att medföra att avkastningen på det egna kapitalet kommer att bli större än avkastningen på totalt kapital. I situationen då företags genomsnittliga skuldränta överstiger avkastningen på det totala kapitalet är en hög skuldsättning ogynnsam.

Utifrån hävstångsformen finns det tre möjliga sätt att öka avkastningen på det egna kapitalet.

1. Avkastningen på det egna kapitalet kan ökas genom att avkastningen på det totala kapitalet ökar (investeringen avkastar mer).
2. Öka skuldsättningsgraden, dvs. låna upp mer kapital, under kriteriet att avkastningen på investeringen (R_T) är högre än den genomsnittliga skuldräntan (R_S).
3. Reducera skuldräntan (R_S) genom att skapa bättre finansieringslösningar. Rent generellt kan ett företag som enbart är finansierat med eget kapital endast gå med förlust då räntabiliteten på de totala tillgångarna är negativ. Det företag som har skulder kan gå med förlust även om räntabiliteten på tillgångarna är positiv, i de fall där räntabiliteten på de totala tillgångarna inte räcker för att täcka räntekostnaden för lånen. (Andrén, et al. 2003)

Exempel:

Situation A

Företaget Solid AB är finansierat med 60 procent eget kapital och 40 procent lån med en genomsnittlig skuldränta om 5 procent. Avkastningen på det totala kapitalet i bolaget är 10 procent. Bolagsskatten är 28 procent.

Den finansiella hävstångsformeln ger under ovan beskrivna förutsättningar en avkastning på det egna kapitalet:

$$R_E = (R_T + (R_T - R_S) * S/E) * (1 - Z)$$

$$10 + ((10 - 5) * (40/60)) * (1 - 0,28) = 12,4 \text{ procent}$$

Situation B

Samma företag ökar sin skuldsättning genom att ta upp nya lån, företaget är numera finansierat med 40 procent eget kapital och 60 procent lån i övrigt är förutsättningarna de samma som i situation A. Avkastningen på det egna kapitalet blir nu enligt hävstångsformeln 15,4 procent.

3.1.4 Modigliani & Miller

Omfattande forskning har bevisat att samband finns mellan ett företags val av kapitalstruktur och företagets marknadsvärde. *The Cost of Capital, Corporation*

Finance and the Theory of Investments är den artikel som fått största genomslag i ämnesområdet. Artikeln skrevs av Franco Modigliani och Merton Miller, ofta förkortat MM och publicerades 1958. MMs mest väsentliga slutsatser presenteras i två stycken propositioner. Propositionerna är endast tillämpliga på en perfekt kapitalmarknad. Förutsättningarna för att en perfekt kapitalmarknad ska föreligga återges nedan.

- Inga transaktionskostnader på marknaden för värdepapper.
- En kapitalmarknad som har den storleken och de aktörer som gör den opåverkbar av en enskild aktör.
- På marknaden ska tillgången av information vara sådan att all information är tillgänglig för samtliga aktörer.
- Alla aktörer ska kunna placera och låna till en räntesats som är gemensam för alla aktörer.

Därtill förutsatts att aktörerna var rationella och att samma riskprofil förelåg.

MM:s Proposition 1

I grundutförandet tas ingen hänsyn till skatteeffekter.

Definition: I en perfekt kapitalmarknad är företagsvärdet endast beroende av det kassaflöde tillgångarna i bolaget skapar. Företagsvärdet är oberoende av företagets val av kapitalstruktur.

Slutsatsen av MM:s proposition 1 kan också beskrivas med formeln;

$$E+D=U=A$$

E= Marknadsvärdet av det egna kapitalet i ett bolag

D= Marknadsvärdet av bolagets skulder

U= Marknadsvärdet av det egna kapitalet i ett företag utan lån

A= Marknadsvärdet av bolagets tillgångar

Enligt proposition 1 skall två identiska företag, på en perfekt marknad värderas lika om de genererar lika kassaflöden, detta gäller oavsett hur de är finansierade. (De Ridder, 2003, s.162) MMs teori utgår från att det kassaflöde som genereras av bolaget tillgångar kommer att delas ut till bolagets finansärer. I det fall där avkastningskravet på det egna kapitalet är lika stort som skuldräntan kommer bolagets värde att vara lika stort som värdet av summan eget och främmande kapital.

En tolkning av MMs proposition är att företagsvärdet bestäms av balansräkningens tillgångsida och inte av relationen mellan skulder och eget kapital. (Allen, et al. 2005, s.445)

MM:s Proposition 2:

I grundutförandet tas ingen hänsyn till skatteeffekter.

Definition: Kostnaden för det egna kapitalet i ett belånat företag är identisk med kapitalkostnaden för ett obelånat företag plus en riskpremie vilken är proportionell mot belåningsgraden och skillnaden mellan avkastningskrav/ränta på eget kapital kontra främmande kapital.

$$R_E = R_U + D/E (R_U - R_D)$$

R_E = Avkastningskrav eget kapital

R_U = Avkastningskrav på totalt kapital

D = Marknadsvärdet av bolagets skulder

E = Marknadsvärde av eget kapital

R_D = Skuldränta

Grundresonemanget i proposition 2 är att kostnaden för det egna kapitalet stiger desto större andel lån blir. Propositionen framhåller att kostnaden för det egna kapitalet är en linjär funktion av bolagets skuldsättning. (Hallgren, 2002, s. 206)

Modigliani och Miller visade i sin andra proposition att det finns en korrelation mellan avkastningskravet på det egna kapitalet och skuldsättningsgraden. I de fall då företaget ökar sin skuldsättning och därmed den finansiella risken kommer ägarna till det egna kapitalet (aktieägarna) att öka sitt avkastningskrav. Detta medför en kompensation gentemot den kapitalkostnadsminskning en ökad skuldsättning annars skulle medföra, med förutsättningen att avkastningskravet på det egna kapitalet alltid är större än den genomsnittliga skuldräntan på det främmande kapitalet.

MM:s propositioner finns omskriva med beaktande av de skatteeffekter som uppkommer då belåning av det egna kapitalet sker. Den mest framstående effekten som åskådliggörs i MM:s propositioner då man tagit hänsyn till skatt är att kostnaden för det lånade kapitalet minskar som en följd av att räntekostnader är avdragsgilla för företaget. Nyttan ses i minskade skattekostnader för företaget. (Modigliani & Miller, 1963)

3.1.5 Skattesköld

Det faktum att företag behöver betala bolagsskatt påverkar företagets val av kapitalstruktur. Eftersom ett företag betalar bolagsskatt på den vinst man uppvisar efter finansiella kostnader kan bolagets skattekostnader reduceras om företaget finansieras med främmande kapital. Långivarnas avkastning är avdragsgill för företaget medan den avkastning som ska tillföras bolagets aktieägare är föremål för dubbelbeskattning. (Berk & DeMarzo, 2007, s.541)

En ökad skuldsättning i bolaget får konsekvensen att företagets resultat minskas med kostnaden för upplåning av det främmande kapitalet, och att en så kallad skattesköld uppkommer. Den direkta följden blir att kostnaden för skatt minskas, vilket är en

fördel för aktieägarna. En förutsättning för att kunna nyttja en högre belåning för att reducera skattekostnaden är att bolaget redovisar vinst, vilken räntekostnaden kan dras av emot. (De Ridder, 2003, s. 169)

Skattesköldens årliga värde kan beräknas som vinstskattens storlek multiplicerat med räntekostnadens storlek och den totala skulden.

$$I = T_c * IP * D$$

I = Skattesköldens storlek

T_c = Bolagsskatt

IP = Total räntekostnad i procent

D = Skuldens storlek

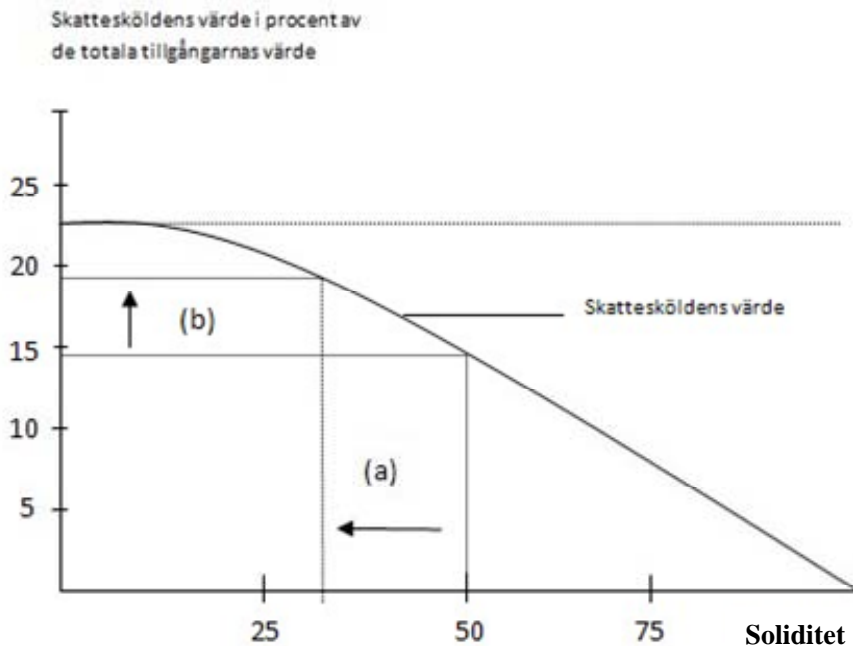
Vid applicering av skatteskölden på MM:s första proposition ges att värdet på företaget som är belånat (finansierat med eget kapital och lån) är lika med summan av värdet för företaget då det enbart är finansierat med eget kapital och värdet på skatteskölden. (De Ridder, 2003, s. 170)

Exemplet nedan syftar till att visa att det finns en gynnsam skatteeffekt när man väljer att finansiera ett bolag med främmande kapital jämfört med att enbart finansiera företaget med eget kapital. Nettokassaflödet till bolagets finansörer blir större då man skuldsätter bolaget, detta kassaflöde består av två strömmar, dels aktieutdelning till bolagets aktieägare och dels ersättning till företagets långivare (ränta). Exemplet bygger på att företaget delar ut hela vinsten. Företag A är till 100 procent finansierat med eget kapital, medan företag B till 50 procent är lånefinansierat. Den genomsnittliga låneräntan för företag B:s lån sätts till 5 procent.

Miljoner kronor	Företag A (Utan skulder)	Företag B, (Med skulder)
Eget kapital	1000	500
Skulder	0	500
Genomsnittlig skuldränta	0 %	5 %
Resultat före finansiella kostnader	100	100
Räntekostnad	0	-25
Resultat före skatt	100	75
Skatt (28 procent)	-28	-21
Resultat efter skatt	72	54
Nettokassaflöde till bolagets finansörer	72	79

I exemplet blir nettokassaflödet högre om bolaget belånas, vilket är en konsekvens av att räntekostnaderna är avdragsgilla mot bolagets vinst. Differensen i nettokassaflödet beror på att företagets skattebetalningar inte blir lika stora.

Hur skattesköldens värde påverkas av bolagets soliditet visas av figuren. Skattesköldens maximala värde uppnås då räntekostnaderna för bolagets lån "äter upp" hela bolagets resultat. Av figuren nedan kan utläsas att skattesköldens värde ökar i det fall då företaget minskar sin soliditet från 50 procent till 30 procent.



(Figur 2: Figuren illustrerar nuvärdet av framtida skattebesparingar för ett bolag beroende av soliditeten. I figuren finns ett "tak" inskissat, denna linje visar det maximala värdet av en skattesköld, linjens höjd beror på relationen mellan den genomsnittliga skuldräntan och direktavkastningen. Taket uppnås, skattesköldens värde maximeras, när de finansiella kostnaderna är lika stora (eller större) än bolagets förvaltningsresultat. När soliditeten (a) minskar ökar värdet av skatteskölden (b).)

Det skall påpekas att skattesköldens värde påverkas av bokföringsmässiga avdragsmöjligheter så som avskrivningar och förlustavdrag. (Leimdörfer, 1997) Företagsvärdet, med hänsyn enbart tagen till skatt, kommer att bli en linjär funktion av skuldsättningsgraden, med slutsatsen att företagsledningen bör öka sin skuldsättning tills den uppgår till 100 procent om man vill maximera företagets värde. I praktiken spelar andra faktorer än värdet av skatteskölden in i val av kapitalstruktur. (De Ridder, 2003, s.172)

3.1.6 Financial distress

Financial distress är ett tillstånd där företaget har svårigheter att betala de kostnader som uppkommer som en följd av belåning. Tillståndet uppkommer främst för företag

som har åtagit sig höga fasta kostnader och har illikvida tillgångar. I begreppet Financial Distress inkluderas risken för konkurs och de kostnader som kan hänföras till denna. Förutom kostnaden vid eventuell konkurs inkluderas i begreppet de kostnader som följer av ökad skuldsättning, dessa kostnader kan bestå i ökade kreditkostnader och förlust av exempelvis personal, kunder och leverantörer. Om ett företag hamnar i en finansiellt trång situation kan det tvingas realisera tillgångar till underpris för att få in likvida medel. Dessa kostnader skall hänföras till Financial Distress. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 497)

Kostnaderna för Financial Distress tilltar i takt med ökad belåning, vilket motsatsvis talar för att företagen skall minimera sin skuldsättning för att utestänga kostnader som härrör under begreppet. Storleken av dessa kostnader är svåra att beräkna, och får främst anses vara en teoretisk indikation. Om de aktuella kostnaderna skall ingå i en beräkning av hur de påverkar ett företagsvärde, ska de nuvärdesberäknas. Se avsnitt The Trade Off Theory. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 501)

3.1.7 Pecking order theory

Pecking Order Theory konstruerades av Stewart Myers och behandlar frågan om vilken finansieringsform ett företag föredrar. Enligt teorin kommer ett företag att i första hand använda sig av interna ekonomiska resurser för att finansiera sin verksamhet. Användningen av egna ekonomiska medel är förknippat med lägre kostnader, lägre risk samt en möjlighet att använda vinstmedel. Med extern finansiering sänds signaler, som kan vara både positiva och negativa. Situationen kan tolkas som att bolaget har god potential och behöver externt kapital för att kunna utnyttja denna, men extern finansiering kan också tolkas som att företaget är i kris och behöver ett kapitaltillskott för att överleva. Den interna finansieringen bidrar inte till några informations- och signalproblem. (Myers, 1984)

Teorin beskriver extern finansiering via nyemittering av aktier som en sista utväg och en negativ signal. Myers inställning till finansieringsformen motiveras med att när de nya aktierna ska emitteras krävs generellt att de emitteras till underpris för att skapa intresse hos aktieägarna, vilket skapar en utspädningseffekt. (Myers, 1984)

Gordon Donaldson gjorde redan 1961 en gradering över vilken ordning företag föredrar att anskaffa kapital. Myers Pecking Order Theory ligger väl i linje med detta.

1. Internt genererat kapital(internt tillförda medel)
2. Dra ner på befintlig kassa och beviljade krediter, slopa utdelning
3. Externt kapital, normalt lån före aktier
 - a. Lån via tidigare beviljade krediter
 - b. Lån från tidigare kreditgivare
 - c. Lån från nya kreditgivare
 - d. Ge ut nya lån i form av räntebärande värdepapper, t.ex. obligationer
 - e. Nyemission

(Donaldson, 1961)

3.1.8 The Trade Off Theory

The Trade Off Theory är en vidareutveckling av Modigliani och Millers teorier, teorin kring skatteskölden och teorin kring Financial Distress. Trade Off Theory ämnar förklara vilken kapitalstruktur ett företag ska ha för att uppnå sitt maximala värde. The Trade Off Theory behandlar den avvägning som ska genomföras mellan de skattefördelar som följer av ökad skuldsättning och de ökande kostnaderna som följer av Financial Distress, som blir en konsekvens av samma åtgärd. (Berk & DeMarzo, 2007, s.501)

Teorin hävdar att företag skall skuldsätta sig till den grad då nuvärdet av de skattemässiga fördelarna understiger nuvärdet av kostnaderna som kan hänföras till Financial Distress.

$$V_L = V_U + PV(\text{skattesköld}) - PV(\text{Financial Distress})$$

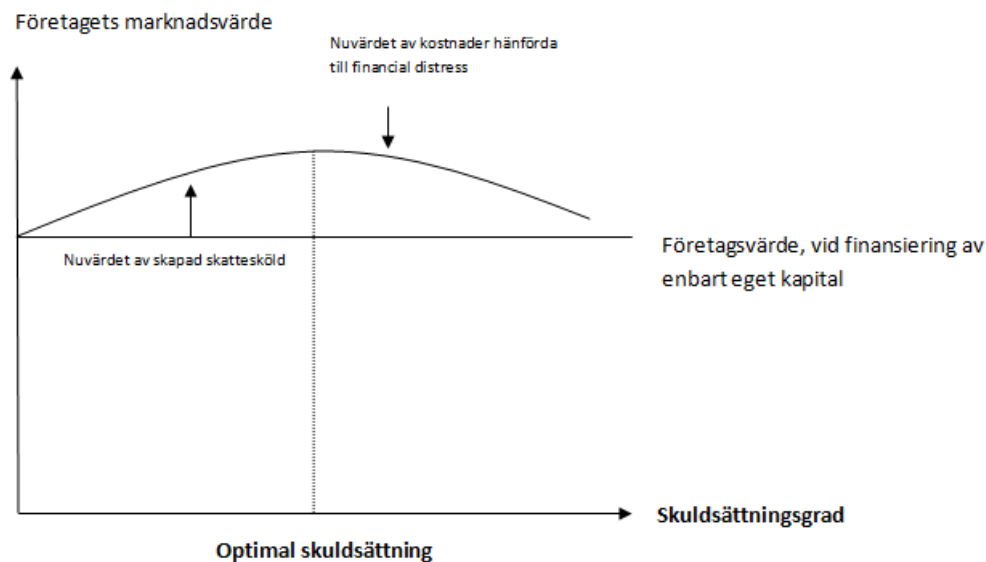
$PV(\text{skattesköld}) =$ Nuvärdet av skatteskölden

$PV(\text{Financial Distress}) =$ Nuvärdet av kostnader som kan hänföras till Financial Distress

$V_L =$ Värdet av företaget då det egna kapitalet är belånat.

$V_U =$ Företagsvärdet då företaget enbart är finansierat med eget kapital.

(Berk & DeMarzo, 2007, s. 501)



(Figur 3: Trade Off Teorin illustrerad.)

Ur figuren kan utläsas att det maximala värdet på det belånade företaget uppträder där avståndet från X-axeln, som anger skuldsättningen och kurvan som visar värdet på det

belånade företaget är som störst. När avståndet är som störst kan andelen skulder avläsas på X-axeln. Kostnaden för Financial Distress inverkar negativt på företagsvärdet, i takt med att skuldsättningen ökar och därmed sannolikheten för de problem och kostnader som kan hänföras till Financial Distress.

Trade Off Theory kan förklara varför ett företag inte väljer att belåna sig till den grad där man tillfullo kan utnyttja fördelarna av skatteskölden.

3.1.9 Weighted average cost of capital (WACC)

Det företag som endast har eget kapital i sin balansräkning kan dela ut all rörelsevinst till kapitalets ägare. Avkastningskravet på företaget kommer att vara identiskt med avkastningskravet på satsat kapital, som i balansräkningen benämns eget kapital. Om företaget enbart är finansierat med eget kapital är WACC lika med kostnaden för det egna kapitalet. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 439)

Vid analys av investeringsmöjligheter kan företagets genomsnittliga kapitalkostnad jämföras med investeringens avkastning i syfte att klarlägga om investeringen ska genomföras eller inte. En genomsnittlig kapitalkostnad som understiger investeringens beräknade avkastning innebär, ur detta perspektiv, att investeringen ska genomföras. (De Ridder, 2003, s. 150)

Om ett företag är finansierat både med eget och främmande kapital räknas den genomsnittliga kapitalkostnaden ut med nedan återgiven formel.

$$R_{WACC} = (E/V * R_E) + (D/V * R_D)$$

R_E = Avkastningskrav/kostnad för eget kapital

R_D = Skuldränta/kostnad för främmande kapital

E = storlek på företagets egna kapital

D = storlek på företagets skulder

$$V = E + D$$

(Berk & DeMarzo, 2007, s. 439)

Det faktum att räntan på skulder är avdragsgill, leder till att det lånade kapitalet blir billigare också av skattemässiga skäl. (De Ridder, 2003, s. 172)

Formeln för den genomsnittliga kapitalkostnaden kan anpassas efter rådande skattesituation enligt nedan.

$$R_{WACC} = (E/V * R_E) + (D/V * R_D) * (1 - T_c)$$

T_c = Skattesats

(Berk & DeMarzo, 2007, s. 465)

3.1.10 Tidigare forskning

Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach.

Syftet med studien var att undersöka om det finns ett samband mellan ett företags kapitalstruktur och dess verksamhet, storlek och inkomstvariation. Författarnas hypotes utgick från att marknaden och kreditgivarna kommer att "tillåta" en viss belåningsgrad baserat på den affärsrisk företaget utsätts för. Den sekundära hypotesen i studien går ut på att större företag har en större belåning främst beroende på en godare diversifieringsmöjligheter och högre kreditvärdighet. Studien genomfördes med hjälp av en mängd olika regressionsanalyser, där författarna prövade olika hypoteserna. Resultaten av studien beskrivs enligt följande:

- Den typ av industri (bransch) som ett företag verkar i, har en tydlig påverkan på val av kapitalstruktur.
- Ett företags skuldsättning påverkas av företagets storlek, men relationen kan inte anses vara linjärt positiv.
- Den operativa verksamheten påverkar valet av andelen lånat kapital i ett bolag. Relationen mellan den operativa risken och den finansiella risken antar en negativt korrelerande form.

(Ferri & Jones, 1979)

Determinants of Capital structure

Studien utgår från börsnoterade amerikanska företag och genomfördes med regressionsanalys. Beroende variabel var skuldsättningsgraden, som oberoende variabler användes exempelvis; rörelsens vinstmarginal, försäljningskostnader, organisk tillväxt och affärsrisk definierad som variationen i kassaflödet.

Studien påvisar ett samband mellan affärsrisken och företagets belåning. En låg operativ risk medför enligt studien, rent generellt en högre belåningsgrad och vice versa.

(Ghosh, et al. 2000)

The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure

Beslut om en viss kapitalstruktur kan påverkas av en mängd överväganden, skattesköldeffekter, systematisk risk, företagets storlek, agentkostnader och asymmetrisk information. Studiens huvudresultat bestod i en iakttagelse av att det finns ett funktionssamband mellan den optimala skuldsättningsgraden och affärsrisken.

(Jayant, et al. 1991)

3.2 Riskbegreppet

Vid beslut om vilken kapitalstruktur ett fastighetsbolag ska ha är identifiering av företagets riskexponering centralt. Företagets riskprofil påverkar hur kapitalstrukturen utformas. De risker som kan identifieras och som företaget kan arbeta med är den operativa risken och den finansiella risken.

Riskbegreppet omfattar negativa eller positiva avvikelser från ett förväntat värde eller annorlunda uttryckt hur mycket avkastningen på ett investeringsalternativ varierar över tiden. (De Ridder, 2003, s. 65)

3.2.1 Operativ risk

Den operativa risken benämns också affärsrisk och skildrar den risk som påverkar företagets intäkt- och kostnadsstruktur. Risken kan bedömas genom att företagets intäkt- och kostnadsfluktuationer analyseras över en tidsperiod. (De Ridder, 2003, s. 65) Riskerna i intäkt- och kostnadsstrukturen kan till viss del bero på vilka strategibeslut företaget har tagit, medan vissa faktorer ligger utanför företagets kontroll, så som konjunktursvängningar och strukturförändringar i branschen. (Hallgren, 2002, s. 14)

Rörelserisken mäts ofta som spridningen i räntabiliteten på totalt kapital. (Johansson & Runsten, 2005, s. 43) Alltså hur stor variationen är i totalavkastningen på investeringen. Detta mått är av statistisk karaktär då man mäter den verkliga avkastningens avvikelse från det förväntade avkastningsvärdet. (De Ridder, 2003, s. 65)

Direktavkastningskravet är ett annat sätt att bedöma investeringens affärsrisk. Riskpremien kan fastställas genom att direktavkastningskravet i investeringen subtraheras med den riskfria räntan. En låg riskpremie indikerar ett minde förväntade fluktuationer i investeringens intäkt och kostnadsstruktur. Direktavkastningen är oftast lägre i större orter, centrala lägen och för bostadsfastigheter. Direktavkastningskravet skildrar riskpremien en investerare kräver samt förväntningar på driftnettoutvecklingen. Den operativa risken i ett fastighetsbolag bestäms utifrån företagets affärsidé och i förlängningen vilken typ av fastigheter företaget väljer att investera i. Affärsrisken i en fastighetsinvestering kan visas med direktavkastningskravet på investeringen, ett lågt direktavkastningskrav indikerar en mindre affärsrisk. En förändring i ett bolags affärsrisk, sett som ett direktavkastningskrav kan uppkomma genom en intern eller extern åtgärd. Den interna påverkan innebär exempelvis att fördelningen av olika fastighetstyper i portföljen förändras. Den externa påverkan på affärsrisken kan ske genom att marknaden förändrar förräntningskraven på de i portföljen ingående fastighetstyperna. (Lind, 2004)

3.2.2 Finansiell risk

Med finansiell risk menas den variation som kan ses i intjäningsförmågan som är en direkt följd av den kapitalstruktur bolaget har valt. I den situation där företaget finansierar sin verksamhet med lån, kommer företaget tvingas erlagga räntebetalningar oavsett företagets resultat. Den finansiella risken är helt särskild från branschförhållanden och beror helt på företagsspecifik finansiell struktur.

Den finansiella risken definieras som skillnaden mellan totalrisk och rörelserisk, utifrån att ett skuldfritt företags rörelserisk är identiskt med dess totalrisk. Den finansiella risken är mycket nära kopplad till företagets skuldsättning. (Johansson & Runsten, 2005, s. 43)

Den finansiella risken kan delas upp i ränterisk, finansieringsrisk, motpartsrisk, likviditetsrisk och valutarisk. Ränterisken definieras som risken för ett resultat- och kassaflödespåverkande, beroende på förändringar i marknadsräntan.

Finansieringsrisken består i att önskad upplåning uteblir eller endast kan genomföras på ofördelaktiga villkor. Motpartsrisken återfinns i att en motpart inte fullgör sitt åtagande. Likviditetsrisken definieras som risken att inte ha likvid eller outnyttjade krediter för täckande av betalningsåtagande. Valutarisken definieras som förändringar i växelkurs som har resultatmässig påverkan. (Hallgren, 2002, s. 165)

Den finansiella risken kan resultera i likviditetssvårigheter, förändringar i kapitalkostnad och obeståndssituationer. (Hallgren, 2002, s. 171) Motivet till att öka den finansiella risken finns i att man samtidigt ökar den finansiella hävstången, och därmed få en ökad avkastning på det egna kapitalet. Det är den finansiella beslutsfattarens vilja att utsätta företaget för risk som blir avgörande för finansieringspolitiken. (Johansson & Runsten, 2005, s. 40)

3.2.3 Sambandet mellan operativ och finansiell risk

Kombinationen av rörelserisk och finansiell risk är av största vikt vid den totala riskbedömningen i ett företag. Totalrisken definieras som spridningen i räntabiliteten på eget kapital och är beroende av företags- och finansieringspolitik, alternativt affärsrisk och finansiell risk.

Den risk som mäts som spridningen i räntabiliteten på totalt kapital kan benämnas rörelserisk och har ovan beskrivits under rubriken operativ risk.

Sambandet mellan riskbegreppen beskrivs av Johansson med formeln:

$$\text{Totalrisk} = \text{Rörelserisk} + \text{Finansiell risk}$$

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) * S/E$$

$$R_E = \text{Total risk}$$

$$R_T = \text{Spridningen i förräntningen på totalt kapital}$$

$$R_S = \text{Genomsnittlig låneränta}$$

$$S/E = \text{Skuldsättningsgrad (Johansson & Runsten, 2005, s. 43)}$$

Enligt formeln kan alltså en och samma totalrisk uppnås genom olika kombinationer av rörelserisk och finansiell risk. En oönskat hög affärsrisk vid en investering kan exempelvis vägas upp av reducering av den finansiella risken, genom att skapa en finansieringslösning med en större andel eget kapital.

Ett flertal studier som behandlar sambandet mellan ett företags affärsrisk och dess finansiella risk har genomfört. Som bakgrund till denna studie redovisas tre studier som har kommit fram till varierande resultat och slutsatser. Se kapitel 3.1.10

3.3 Fastighetsmarknaden

Fastighetsmarknaden definieras som den marknad där köpare och säljare möts för överlåtelser av fastigheter. Definitionen är övergripande och det är inte ovanligt att egna avgränsningar i fråga om delmarknader och överlåtelseformer görs, vilket innebär att skilda tolkningar av begreppet förekommer. Därför är det viktigt att vid varje enskild studie eller analys av fastighetsmarknaden klargöra vilken begränsning av begreppet som föreligger.

Riksbanken delar exempelvis in fastighetsmarknaden i två olika marknader, dels marknaden för kommersiella fastigheter dels marknaden för bostäder. (Riksbanken, 2006) Den förstnämnda marknaden inbegriper då fastigheter vilka i första hand ägs ur ett investerarperspektiv medan den senare marknaden omfattar fastigheter eller nyttjanderätter vilka främst ses ur ett brukarperspektiv från innehavarens sida.

Geografisk avgränsning kan många gånger vara av värde om en delmarknad ska undersökas, detta för att fastighetsmarknaden skiljer sig på flera punkter beroende på var i landet eller världen man befinner sig. Ytterligare avgränsningar beroende på överlåtelseform kan göras. I en generell tolkning av begreppet fastighetsmarknaden innefattas alla överlåtelseformer. Beroende på syftet kan tolkningen anpassas, i en snäv tolkning kan överlåtelseformen begränsas till köp och försäljningar av fastigheter och i en vidare tolkning kan begreppet även inkludera indirekta fastighetsöverlåtelser exempelvis i bolagsform.

Kommersiella fastighetsmarknaden

Vad som menas med kommersiell fastighet växlar i olika delar av världen. Vissa länder definierar kommersiell fastighet som kontor och butik där industrifastigheter är uteslutna medan andra länder inkluderar industrifastigheter. I exempelvis USA är kommersiella fastigheter alla avkastande fastigheter vilket ger en relativt bred tolkning av termen. (Hoesli & MacGregor, 2000) I Sverige finns ingen fast definition av kommersiell fastighet men likt USA räknas vanligen fastigheter vilka syftar till att i första hand ge avkastning till ägaren som kommersiell fastighet.

Aktörerna har gemensamt att de äger fastigheterna i ett vinstdrivande syfte. Undantag från denna princip finns hos vissa kommunala bostadsbolag och stiftelser vilka inte alltid har ett uttalat vinstsyfte.

Den kommersiella fastighetsmarknaden har stark koppling till kreditmarknaden eftersom stora delar av kreditgivarnas utlåning sker till fastighetsbolag som äger

kommersiella fastigheter. Fastighetsbolagen är de enskilt största låntagarna hos Sveriges fyra storbanker, cirka 20 % bankernas utlåning går till fastighetsförvaltande bolag. (Riksbanken, 2006) Med detta i åtanke förstår man betydelsen av att fastighetsbolagen har en genomtänkt och acceptabel kapitalstruktur utifrån både kreditgivarnas liksom samhällets perspektiv. Den starka kopplingen mellan fastighetsmarknaden och finansmarknaden gör att värdeförändringar på fastighetsmarknaden inverkar på hela Sveriges finansiella politik.

3.3.1 1990-talets fastighetskris

En aspekt är att titta på fastighetsbolagens kapitalstruktur innan och efter fastighetskrisen. Detta för att få en uppfattning vilken inverkan bolagens dåvarande kapitalstruktur hade för krisens ingång och vad påföljden blev för fastighetsbolagens kapitalstrukturer efter krisen.

Det finns flera allmänna faktorer vilka tillsammans framkallade finans- och fastighetskrisen. 1980-talet präglades av hög inflation och därigenom höga räntor, den svenska kronan hade fast växelkurs. Under detta årtionde ändrades också Sveriges skatte- och subventionssystem vilket bidrog till en omfattande nybyggnation.

De stora prisökningarna för fastigheter under 80-talet kan i efterhand tyckas skett utan egentliga fundamentala motiv, även om Sverige hade högkonjunktur under stora delar av 1980-talet. Mellan 1980-1990 var prisökningen (nominellt) för kontorsfastigheter i Stockholm 790 procent medan hyrorna ”endast” steg med 260 procent. (Jaffee, 1994, s 64-66)

3.3.2 Fastighetsbolagens belåning före och efter krisen

I november 1985 påbörjades avregleringen av kreditmarknaden, vilket innebar att kreditgivarnas utlåningstak slopades. Fram till 1985 hade inte bankerna fått ha utestående krediter överstigande en fyraprocentig ökning av värdet på utlåningen samma månad under föregående år. De nya förutsättningarna för utlåning medförde att bankerna ökade sin kreditgivning. Detta var möjligt eftersom bankerna kunde ordna finansiering, kreditgivningen var lönsam, riskkapitalet var tillräckligt, kreditprövningarna påvisade inte påtagliga risker, de bankmässiga säkerheterna för lånen fanns i den utsträckning som bankrörelselagen krävde samt att bankernas interna kontroller och företagskulturer inte var begränsande hinder. (Fagerfjäll, et al. 2005, s 110-120)

Bankernas strävan efter att öka sin utlåning p.g.a. av den uppkomna konkurrensen och möjligheterna till lönsamhetsförbättringar medförda att fastighetsbolagen gavs tillgång till förmånliga lånevillkor i gällande marknadssituation. Det rådde en allmän optimism på finansmarknaden och kring fastigheter. Bankerna ansåg att fastighetsbolagen var pålitliga kunder med reella säkerheter i sina tillgångar, dvs. fastigheterna. Fastighetssektorn var således en bransch där kreditgivarna gärna utökade sin utlåning. Det saknas statistiskt tillförlitliga källor på hur mycket utlåningen till fastighetssektorn ökade under den senare delen av 1980-talet, men uppskattningar baserade på bankernas kreditförluster under krisen tyder på att en

betydande del av utlåningen kunde härledas till fastighetssektorn. Just kreditgivningen till fastighetsbolag med inriktning mot kommersiella fastigheter bidrog i stor utsträckning till de samlade kreditförlusterna. I efterhand uppskattades hälften av de samlade kreditförlusterna kunna relateras till kommersiella fastigheter. (Jaffee, 1994, s. 67-80)

Den ökade utlåningen till fastighetsbolagen medförde att bolagens ”verkliga” soliditet minskade medan den justerade soliditeten fortfarande hölls på en för bankerna rimlig nivå. Den justerade soliditeten hölls uppe genom att bolagen hade stora övervärden i sina fastigheter vilka byggdes på värderingsresultat. För att påvisa den höga skuldsättningsgraden som förelåg hos fastighetsbolagen innan krisen blev ett faktum kan en tidigare studie från Lunds universitet belysas, den kartlade soliditeten för de börsnoterade fastighetsbolagen 1989. Enligt denna beräkning låg den genomsnittliga synliga soliditeten för de 34 bolagen på 16 procent. (Josefsson, et al. 2005)

3.3.3 Särdrag för fastighetsmarknaden

Fastighetsmarknaden liknar på många sätt andra marknader, dock har fastigheter sett som investeringsobjekt flera särdrag vilka inverkar på bolagens affärsrisk och gör fastighetsmarknaden speciell. De mest betydande särdragen presenteras nedan.

Heterogenitet

Till skillnad från exempelvis aktier eller obligationer är varje fastighet unik. Köper man en aktie i börsnoterat företag är aktien identiskt med de andra aktierna som företaget emitterat, i de fall företaget inte olika röststarka aktier, så kallade A- och B aktier. En fastighet med tillhörande anläggningar och byggnader är unika, dess läge, användning, storlek, ålder, hyresgäster, förvaltning och konstruktion gör att ingen fastighet är den andra lik.

Bestämt läge

En fastighet har ett bestämt läge vilket hör samman med dess exklusivitet. Omgivningen påverkar fastighetens attraktivitet och därigenom dess värde. Omkringliggande faktorer kan både vara positiva som negativa för fastigheten. Exempelvis ses goda kommunikationer, närhet till service och grönområden som positiva externa faktorer medan buller och föroreningar är exempel på negativa faktorer för de allra flesta fastigheter.

Kapitalkrävande

Fastigheter besitter i regel stora ekonomiska värden vilket kräver stora kapitalinsatser, i synnerhet vid investering i kommersiella fastigheter. Den krävande kapitalinsatsen gör det svårt för nya aktörer att komma in på marknaden och för etablerade fastighetsbolag kan det försvåra etableringen av en väl diversifierad fastighetsportfölj. För aktörer som inte har tillräckligt stort kapital för att direktinvestera i fastigheter finns möjligheten att indirekt investera i fastigheter genom exempelvis fastighetsaktier och fonder inriktade mot fastighetsmarknaden.

Begränsat utbud

Nyttillskottet av fastigheter på marknaden är litet vilket gör att förändringarna i fastighetsbeståndet huvudsakligen sker via transaktioner. Varje år omsätter fastighetsmarknaden vanligen 3-5 % av det totala utbudet. (SFF, 2005) Fastighetsmarknaden har därför en karaktär av andrahandsmarknad där transaktioner genomförs med befintliga fastigheter.

Långsiktighet

”Fast egendom är jord” enligt Jordabalken 1§ 1 kap. Fastighet sett som mark kan betraktas som evigt bestående. Även byggnader har ett, om de underhålls kontinuerligt, ett långsiktigt ekonomiskt värde. Avkastningen från en fastighet kan i och med detta förväntas fortgå en längre tid och därför brukar också fastighetsinvesteringar vanligtvis ses som relativt långsiktiga och säkra placeringar.

Förvaltning

För att en fastighet ska vara attraktiv och därigenom bibehålla sitt ekonomiska värde måste ägaren ha en funktionell förvaltning. En byggnad förslits tekniskt vilket kräver fastighetskötsel i form av drift och kontinuerligt underhåll. Även administrativ förvaltning är nödvändig för att skapa ett ändamålsenligt fastighetsutnyttjande. Beroende på storlek på fastighetsbeståndet och kompetens i företaget varierar kostnaderna för förvaltningen, för många bolag kan det vara mest kostnadseffektivt att köpa in delar eller hela förvaltningen externt.

Bristfällig marknadsinformation

Marknadsinformationen präglas av viss eftersläpning och bristfällighet vilket påverkar prissättningen på fastighetsmarknaden. Att likt aktiemarknaden kunna se marknadsinformation och transaktioner i realtid är inte möjligt. Sverige har i jämförelse med många andra länder ändå en god transparens bland annat tack vare fastighetsregistret där alla fastighetsköp registreras, dock med viss eftersläpning. Att överlåta fastigheter i bolagsform är inte ovanligt, i synnerhet vid överlåtelse av kommersiella fastigheter och dessa förvärv registreras inte i fastighetsregistret. Den bristfälliga informationen om fastighetsmarknaden skapar osäkerhet och ett behov av extern rådgivning.

Överlåtelseprocess

Överlåtelseprocessen av fastigheter kännetecknas av många inblandade parter. Ofta konsulteras ett flertal experter inom olika områden innan en transaktion blir genomförd. Med många parter inblandade ökar risken för att överlåtelseprocessen bli utdragen samtidigt som det innebär större transaktionskostnader. Mäklare, värderare, rådgivare, besiktningsman, advokat, revisor och bankpersonal brukar vanligen vara involverade vid större transaktioner.

Samhällsinflytande

Samhället har inflytande på fastighetsmarknaden genom flertalet lagar vilka reglerar hur fastigheter får användas och hur fastighetsöverlåtelser ska genomföras. Till exempel har en kommun genom sitt planmonopol stora möjligheter att påverka fastighetsutvecklingen. Politiska beslut kan direkt och indirekt ha stor inverkan på fastighetsmarknaden. Byggnadsrestriktioner och krav på energideklaration är direkta beslut som påverkar fastighetsmarknaden medan skattelättnader och minskade avdragsmöjligheter för privatpersoner är indirekta beslut vilka också påverkar marknaden.

3.3.4 Nyckeltal vid analys av fastighetsmarknaden

Kalkylränta

Kalkylräntan speglar vanligen marknads avkastningskrav, även kallat direktavkastningskrav plus inflation. Det kan dock skilja då exempelvis en investerare har ett annat avkastningskrav än det som marknaden uppvisar. Kalkylräntans innebörd kan uttryckas på flera olika sätt men en allmänt accepterat definition är att den är summan av realränta, inflation och riskpremie.

$$R_N = R_{FR} + RP + i_e$$

$$R_N = \text{Kalkylränta}$$

$$R_{FR} = \text{Riskfria räntan}$$

$$RP = \text{Risk premium}$$

$$i_e = \text{Inflation}$$

(Hoesli & MacGregor, 2000, s. 11)

Direktavkastning

Direktavkastning är ett viktigt normeringsmått och används frekvent både vid bedömning enskilda fastigheters värde samt vid analys av fastighetsmarknadens utveckling. Ofta används i marknadssammanhang den engelska termen "yield" eller som i USA "cap rate", de avser båda samma sak. Den grundläggande definitionen på direktavkastning är kvoten mellan driftnetto och marknadsvärdet. Det ska poängteras att definitionen kan skilja sig emellan olika användare beroende på hur driftnettot och marknadsvärdet definieras. Exempelvis om verkliga eller normaliserade hyror används i driftnettot, används normaliserade hyror justeras hyrorna till att bli marknadsmässiga. Även hur kostnadssidan behandlas kan påverka kalkylen för direktavkastningen, exempelvis kan underhåll räknas som en investering i fastigheten vilket gör att denna kostnad faller ifrån driftnettot. (Lind, 2004)

$$\text{Direktavkastning} = \text{Driftnetto} / \text{Marknadsvärde}$$

Totalavkastning

Totalavkastningen har hänsyn till dels direktavkastning liksom till värdeförändring. Följer värdeförändringen inflationen är totalavkastningen densamma som direktavkastningen, dvs. den reala avkastningen på fastigheten är knuten till direktavkastning.

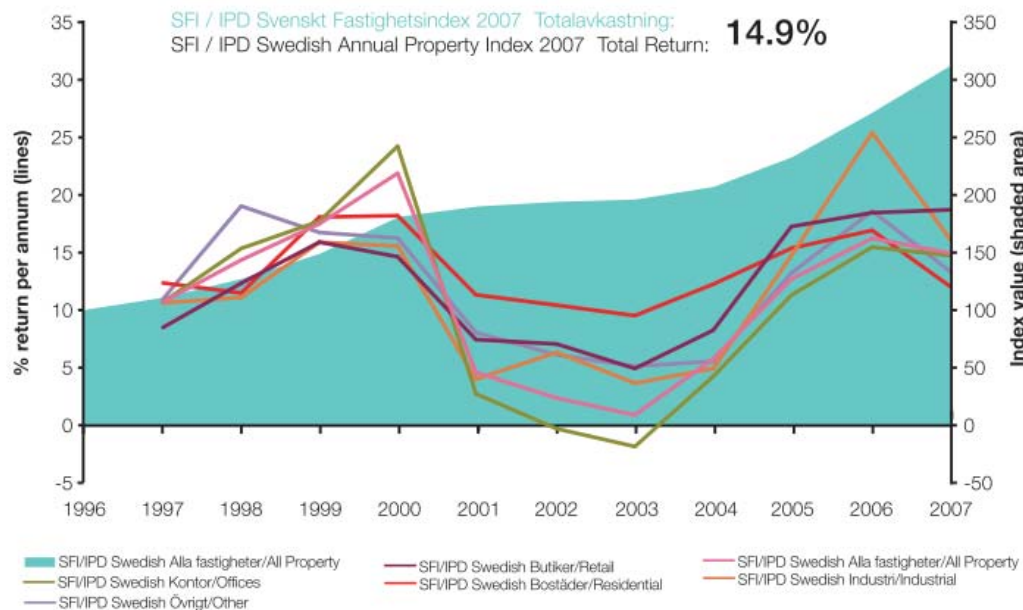
$$\text{Totalavkastning} = \text{Direktavkastning} + \text{Värdeförändring}$$

3.3.5 Svenskt fastighetsindex

SFI (Svenskt fastighetsindex) är ett index som har mätt utvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden sedan 1984. Indexet bygger på ett diversifierat fastighetsbestånd som 2007 värderades till 232 Miljarder kronor.

Indexet återger den procentuella avkastningen så som direktavkastning och totalavkastning med fastigheternas marknadsvärde som kapitalbas.

Indata till studiens empiriska material är totalavkastningen över de senaste tio åren.



(Figur 4: Svenskt fastighetsindex, totalavkastning 1996-2007. (SFI/ IPD Svenskt fastighetsindex, Index och nyckeltal, 2008.))

SFI:s värdebegrepp och värderingsmetoder grundas på rekommendationer gjorda av The European Group Of Valuers Associations (TEGoVA) och International Valuation Standards Committee (IVSC). De värderingsmetoder som används för att ta fram ett marknadsvärde är ofta en kassaflödeskalkyl, grundat på analyserat ortsprismaterial. I de fall där det finns tillämplig data används med fördel en direkt ortsprismetod. (SFI, 2008)

3.4 Övrig teori

3.4.1 Redovisningsprinciper

Utifrån samhällsekonomiska motiv bör företagens externa redovisningsinformation avlämnas på ett likartat eller standardiserat sätt. Detta för att externa intressenter, så som kreditgivare och kapitalplacera lättare ska kunna använda och analysera redovisningsmaterialet för olika typer av ekonomiska beslut. I Sverige är de viktigaste lagarna inom redovisningsområdet – Årsredovisningslagen (1995:1554) och Bokföringslagen (1999:1078), vilka innehåller generella bestämmelser om företags redovisning och bokföring. (Thomasson, et al. 2004, s. 116)

I takt med globaliseringen världen över har skiljaktigheter i olika länders redovisningsprinciper framträtt. För att minska skillnaderna länder emellan bildades 1973 IASC (International Accounting Standards Committee), ombildat 2000 till IASB (International Accounting Standards Board) vars syfte är att på det internationella planet harmonisera redovisningen mellan olika länder. Organet publicerar också redovisningsrekommendationer och arbetar aktivt för att dessa efterlevs i de ca 100 medlemsländerna. De förordningar och redovisningsstandards som IASB utfärdar kallas för IFRS (International Financial Reporting Standards) (Thomasson, et al. 2004, s. 108)

2002 beslutades om en förordning som har haft stor inverkan på de svenska börsföretagens koncernredovisningar, regleringen syftar till att företagens koncernredovisning ska upprättas i enlighet med internationella redovisningsstandarder. För de noterade fastighetsbolagen har förordningen inneburit att fastighetsbeståndet på tillgångssidan värderas till marknadsvärde istället för som det var innan ett bokfört värde, grundat på anskaffningsvärdet minus avskrivningar. Fastighetsbolagens tidigare övervärden i fastighetsbeståndet blir genom detta synligt, samtidigt som företagens räkenskaper blir känsligare för värdeförändringar på fastighetsmarknaden.

3.4.2 Utdelning i allmännyttiga bostadsföretag

Med ett allmännyttigt bostadsföretag menas enligt lag (2002:102) bostadsföretag som drivs i form av aktiebolag, ekonomisk förening eller stiftelse och som uppfyller följande tre kriterier:

1. Drivs utan vinstsyfte.
2. I sin verksamhet huvudsakligen förvaltar fastigheter i vilka bostadslägenheter upplåts med hyresrätt.
3. Är godkänt som allmännyttigt företag.

De allmännyttiga bostadsbolagen omfattas av särskild utdelningsbegränsning. I Förordningen (2003:348) om skälig utdelning från allmännyttiga bostadsföretag fastställs i första paragrafen följande:

”Utdelning från allmännyttiga bostadsföretag får högst motsvara den genomsnittliga statslåneräntan under föregående räkenskapsår med ett tillägg av en procentenhet. Utdelningen får dock inte överstiga bostadsföretagets resultat för föregående räkenskapsår.”

Enligt den 4:e paragrafen i Lag (2002:102) om allmännyttiga bostadsföretag gäller:
”Ett allmännyttigt bostadsföretag skall skriftligen varje år till länsstyrelsen lämna uppgift om beslutad utdelning och hur denna beräknats.”

4 EMPIRISK UNDERSÖKNING

I detta kapitel presenteras det empiriska materialet. Förklaringar till använda begrepp finns under rubriken definitioner och sammanställning för de viktigaste nyckeltalen (begreppen) presenteras i senare kapitel under rubriken nyckeltal. En kortare introduktion av undersökta bolag återfinns under rubriken företagspresentationer.

4.1 Definitioner

Då den empiriska studien delvis syftar till att jämföra bolagen sinsemellan har enhetliga nyckeltal och analysmått utarbetats utifrån data som har funnits tillgänglig i varje bolags årsredovisningar. Detta får till följd att vissa nyckeltal i studien avviker från vad som återges i årsredovisningarna, trots att nyckeltalen har samma namn.

Hur de olika uppgifterna och nyckeltalen i studien har tagits fram beskrivs nedan under respektive rubrik.

Bokförda tillgångar:

Tillgångarnas värde så som de återges i respektive årsredovisning.

Bokfört eget kapital:

Eget kapital så som det återges i respektive årsredovisning.

Bokförd skuld:

Beräknad som bokförda tillgångar subtraherat med bokfört eget kapital.

Räntebärande skulder:

Så som de redovisas i respektive årsredovisning.

Övervärde fastighet:

Övervärdet i fastighetsbeståndet har tagits fram med bolagens bedömda marknadsvärden av fastighetsbestånden subtraherat med det bokförda värdet av fastighetsbeståndet. I flera av bolagens årsredovisningar finns övervärdet redovisat.

Tillgångar, inkl övervärde fastighet:

De bokförda tillgångarna har tillförts övervärdet av fastigheterna. Övervärdet i fastighetsbeståndet har tagits fram med bolagens bedömda marknadsvärden av fastighetsbestånden, vilka i de flesta fall redovisas i respektive årsredovisning. För de redovisningar som följer IFRS har inga justeringar genomförts, eftersom det bokförda värdet är ett marknadsvärde.

Justerat eget kapital:

Till det bokförda egna kapitalet tillförs 72 procent av fastigheternas övervärde (marknadsvärdet - bokfört värde).

Finansiella kostnader:

Så som de redovisas i respektive årsredovisning.

Synlig soliditet:

Det bokförda egna kapitalet dividerat med de bokförda tillgångarna.

Justerad soliditet:

Beaktande av övervärden i fastighetsbeståndet, ingen hänsyn har tagits till eventuella övervärden i obeskattade reserver. Beräknat som justerad eget kapital dividerat med tillgångar, inkl övervärde fastighet, nyckeltalet presenteras som en procentsats.

Skuldsättningsgrad:

Beräknat som räntebärande skulder dividerat med justerat eget kapital.

Räntetäckningsgrad:

Redovisas identiskt med i respektive årsredovisning angiven uppgift.

4.2 Företagspresentationer

Nedan presenteras bolagsspecifika uppgifter för de bolag som ingår i det empiriska underlaget, uppgifterna är hämtade från bolagens årsredovisningar. Fullständig redovisning av bolagens uppgifter och nyckeltal finns i bilaga 1.

4.2.1 Börsnoterade bolag

Fabege

Fabege är ett av Sveriges ledande fastighetsbolag med inriktning mot kommersiella lokaler och fastighetsutveckling. Verksamheten är starkt koncentrerad till Stockholmsregionen.

Affärsidé

”Fabeges verksamhet skall vara inriktad på kommersiella fastigheter i Stockholmsregionen, med fokus på ett begränsat antal delmarknader med hög tillväxt. Fabege ska skapa värde genom förvaltning och förädling samt aktivt arbete med fastighetsportföljen, med såväl försäljningar som köp. Upparbetade värden skall realiseras vid rätt tidpunkt.”

Finansiella mål (2008)

- Fabege skall uthålligt vara bland de främsta börsnoterade fastighetsbolagen i fråga om räntabilitet (mätt som avkastning på eget kapital).
- Soliditeten ska vara lägst 30 procent.
- Ränteteckningsgraden ska uppgå till minst två gånger.

Ägarstruktur (2008-01-31, kapital)

- Brinova 13,6 procent.
- Maths O Sundqvist 11,5 procent.
- Öresund 4,3 procent.

Ekonomiska data:

- Hyresintäkter 2007: 2 066 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 546 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 1 336 kronor/kvm

Speciella händelser under den senaste tioårsperioden

- 2004: Wihlborgs förvärvar Fabege AB.
- 2005: ”Gamla” Wihlborgs delas upp i Wihlborgs Fastigheter AB (Öresundsregionen) och Fabege AB (Stockholmsregionen).

Wihlborgs

Wihlborgs är ett av de ledande fastighetsbolagen i Öresundsregionen med ett samlat marknadsvärde om 13,4 miljarder kronor. Fastighetsbeståndet består främst av kommersiella lokaler.

Affärsidé

”Wihlborgs skall, med fokus på väl fungerande delmarknader i Öresundsregionen, äga, förvalta och utveckla kommersiella fastigheter.”

Finansiella mål (2008)

- Räntabiliteten på det egna kapitalet skall överstiga den riskfria räntan med fyra procentenheter.
- Soliditeten ska varken understiga 25 procent eller överstiga 35 procent.
- Räntetäckningsgraden skall vara minst två gånger.

Ägarstruktur (2008-03-31, kapital)

- Maths O Sundqvist 11 procent.
- Brinova Fastigheter AB 10,3 procent.
- Öresund 6,1 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 035 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 241 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 834 kronor/kvm.

Speciella händelser under den senast tioårsperioden

- 2004: Wihlborgs förvärvar det Stockholmsbaserade bolaget Fabege.
- 2005: ”Gamla” Wihlborgs delas upp i bolagen Wihlborgs och Fabege.

Hufvudstaden

Hufvudstaden grundades 1915 och är ett av Sveriges ledande fastighetsbolag. Hufvudstaden har långsiktighet i sin förvaltning och utveckling av kommersiella fastigheter i Stockholms och Göteborgs mest attraktiva affärlägen.

Affärsidé

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

Finansiella mål (2008)

- Hufvudstaden skall ha en god utdelningstillväxt över tiden och utdelningen skall utgöra mer än hälften av nettovinsten från den löpande verksamheten.
- Soliditeten skall uppgå till minst 40 procent över tiden.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Lundbergs: 45,2 procent.
- SEB Trygg liv: 11,4 procent.
- Mellon fonder: 3 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 213 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 354 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 3 430 kronor/kvm.

Wallenstam

Wallenstam grundades 1944 och är idag ett fastighetsbolag med ca 300 fastigheter i Göteborg, Stockholm och Helsingborg. Ägandet fokuserar på bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter i Göteborgsregionen.

Affärsidé

”Affärsidén är att köpa, bygga, utveckla samt sälja fastigheter i utvalda storstadsregioner med långsiktig hållbarhet för människor och företag.”

Finansiella mål (2008)

- Wallenstam har som finansiellt mål att soliditeten skall överstiga 25 procent.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Hans Wallenstam med bolag: 19 procent.
- Familjen Agneta Wallenstam med bolag: 8 procent.
- Familjen Anders Berntsson: 6 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 241 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 128 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 1 100 kronor/kvm.

Castellum

Castellum är ett av de större noterade fastighetsbolagen i Sverige. Verksamheten bedrivs i sex stycken dotterbolag med lokal förankring inom sina respektive marknadsområden. Dotterbolagen är följande; Briggen, Brostaden, Corallen, Aspholmen Fastigheter, Eklandia Fastighets AB och Harry Sjögrens AB. Castellum bedriver genom dotterbolagen verksamhet i följande fem regioner; StorGöteborg, StorStockholm, Öresundsregionen, Mälardalen och Östra Götaland.

Affärsidé

”Castellums affärsidé är att utveckla och förädla fastighetsbeståndet med inriktning mot bästa möjliga resultat och värdetillväxt genom att med en stark och tydlig närvaro i fem svenska tillväxtregioner erbjuda lokaler till hyresgästernas behov.”

Finansiella mål (2008)

- Castellum skall ha en stabil kapitalstruktur, innebärande en belåningsgrad som varaktigt ej skall överstiga 55 procent och en räntetäckningsgrad om minst två gånger.
- Förvärv av egna aktier skall kunna ske för att anpassa bolagets kapitalstruktur till bolagets kapitalbehov.

Ägarstruktur (2008-01-31, kapital)

- Laszlò Szombatfalvy: 6,7 procent.
- AFA Sjukförsäkrings AB: 5,2 procent .
- AMF Pensionsförsäkrings AB: 4,4 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 2 249 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 3 003 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 752 kronor/kvm.

Kungsleden

Kungsleden är ett fastighetsbolag som ser avkastningen som viktigare än fastighetens kategori och geografiska läge. Verksamheten omfattar både fastighetshandel och fastighetsförvaltning. Vård, skola och äldreboende är fastighetskategorier med speciella krav, där Kungsleden har utvecklats till en ledande hyresvärd.

Affärsidé

Kungsleden skall äga och förvalta fastigheter med långsiktigt hög och stabil avkastning.

Finansiella mål (2008)

- Minst 15 procents avkastning på eget kapital.
- En ränteteckningsgrad på minst två gånger.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Olle Floren med bolag: 2,1 procent.
- Swedbank Robur fonder: 1,9 procent.
- DFA Fonder (USA): 1,7 procent.

Ekonomiska data

Hyresintäkter 2007: 2 366 Mkr.

Total uthyrningsbar yta: 3 052 000 kvm.

Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 775 kronor/kvm.

HEBA

HEBA är ett fastighetsbolag vars fastighetsbestånd är inriktat mot bostäder med lokalisering i Stockholm.

Affärsidé:

”HEBA skall erbjuda ett attraktivt boende med en hög servicenivå gentemot hyresgästerna i väl underhållna fastigheter, företrädesvis i Stockholm.”

Finansiella mål (2008)

- HEBAs mål är att vidareutvecklas enligt affärsidén med god lönsamhet, hög soliditet och årlig hög utdelning till aktieägarna.
- Bolaget ska aktivt arbeta med lånestockens struktur innebärande att bästa räntevillkor uppnås samt att bindningstider och köp av derivatprodukter optimeras med hänsyn till förväntad ränteutveckling, risk och kassaflöde.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Wallenstam Guldheden AB: 13,2 procent.
- Birgitta Härnblad: 12,4 procent.
- Lars F Ericssons dödsbo: 9,8 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 184 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 204 000.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 902 kr/kvm.

4.2.2 Statliga bolag

Vasakronan

Vasakronan är ett av de ledande fastighetsbolagen med inriktning mot kontorsfastigheter i Sverige. Företagets fastighetsbestånd är främst koncentrerat till Stockholm, men betydande inslag finns också i Öresundsregionen och i Göteborg. Vasakronan bildades 1993 och har sedan dess genomgått större strukturförändringar.

Affärsidé

”Vasakronan erbjuder attraktiva kontorslokaler med kundanpassade tjänster i svenska storstadsregioner med nöjda och lojala kunder”

Finansiella mål (2008)

- Avkastning på eget kapital ska långsiktigt överstiga den riskfria räntan med minst 4 procentenheter.
- Räntetäckningsgraden ska minst uppgå till två gånger.
- Soliditeten ska långsiktigt uppgå till minst 35 procent.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Svenska staten: 100 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 2 874 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 850 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 1 554 kr/kvm.

AP-fastigheter

AP-fastigheter bildades 1998 genom att de svenska AP-fondernas svenska fastighetsbestånd bolagiserades. Uppdraget är att ge AP-fonderna en långsiktig, hög och riskavvägd avkastning. AP-fastigheters bestånd är uteslutande lokaliserat till Stockholm, Uppsala och Göteborg.

Affärsidé

”AP-fastigheters affärsidé är att äga, utveckla och förvalta fastigheter i svenska storstadsregioner med goda tillväxtförutsättningar”

Finansiella mål (2008)

- Avkastningen på det egna kapitalet ska över en konjunkturcykel överstiga den riskfria räntan med 5 procentenheter.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- AP-fastigheter ägs till lika delar av första, andra, tredje och fjärde AP fonden.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 2 805 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 891 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 1 483 kr/kvm.

4.2.3 Allmännyttiga bolag

MKB

MKB bildades 1946 och är idag Malmös största hyresvärd med över 21 000 lägenheter. MKB arbetar med att skapa attraktiva boendialternativ i syfte att gynna utvecklingen i Malmö.

Affärsidé

”MKB ska genom balanserad hyressättning och nyproduktion bidra till en positiv utveckling i Malmö. Verksamheten ska drivas utifrån ett affärsmässigt synsätt. Detta gäller även bolagets sociala insatser för ökad sysselsättning och minskat bidragsberoende.”

Finansiella mål(2008)

- MKB skall ha en långsiktigt stabil ekonomi som minimerar kommunens risktagande och med årliga överskott på en nivå som säkrar en avkastning motsvarande de principer och nivåer som gäller vid direktivens upprättande.
- MKB ska minimera kommunens risktagande och expandera med egna medel.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Malmö kommun: 100 procent.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 328 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 599 000.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 831 kronor/kvm.

Stockholmshem

Stockholmshem bildades 1937 och är landets näst största bostadsföretag. Stockholmshem äger och hyr ut 31 000 lägenheter och 3 700 lokaler.

Affärsidé

”Stockholmshem ska äga och hyra ut bostäder i Stockholm. Stockholmshem ska skapa bästa möjliga förhållanden för hyresgästerna så att långa och goda hyresgästrelationer främjas. Stockholmshem ska förvalta och utveckla fastigheterna så att god tillväxt i värde och kassaflöde uppnås.”

Finansiella mål (2008)

- Stockholmshem ska vara ett finansiellt starkt företag och kännetecknas av en långsiktig stabil utveckling. Detta följs upp genom bland annat soliditet, avkastning och driftkostnadsnivå.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Stockholmshem ingår i koncernen Stockholms stadshus AB, som ägs av Stockholms stad.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 960 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 2 426 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 808 kronor/kvm

Poseidon

Bostads AB Poseidon är ett av Göteborgs största bostadsföretag, de äger och förvaltar 23 500 lägenheter i Göteborgs kommun.

Affärsidé

”Poseidon strävar efter att vara det bästa personliga bostadsalternativet som möter göteborgarnas krav på ett föränderligt och varierande hyresrättsboende.”

Finansiella mål (2008)

- Räntebindningstiden skall variera mellan 1,6 år och 4 år.
- Av uppbundna lån får högst 33 procent förfalla inom den närmaste 12 månadsperioden.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Poseidon ägs till 100 procent av Förvaltnings AB Framtiden som i sin tur ägs av Göteborgs stad.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 433 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 590 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 901 kronor/kvm.

LKF

LKF ska erbjuda Lundaborna trivsamma bostäder till ett konkurrenskraftigt pris. LKF kan erbjuda bostäder i Lunds stad, Dalby, Södra Sandby, Veberöd, Genarp och Revinge. Utöver bostäder äger LKF affärscentra i några stadsdelar samt butiks- och kontorslokaler i Lunds stadskärna.

Affärsidé

”LKF:s idé är att på ett affärsmässigt sätt medverka till att Lundabornas behov av bostäder tillgodoses genom att:

- erbjuda bostäder med hög kvalitet i god miljö
- erbjuda trivsel och trygghet
- erbjuda rimliga hyror
- erbjuda hyresgästerna god service och inflytande över boendet
- erbjuda bostadskomplement i bostadsområdena”

Finansiella mål(2008)

- Anpassa den finansiella strategin och hantering av finansiella risker till bolagets verksamhet för att uppnå långsiktig ekonomisk stabilitet och positivt resultat.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- LKF är helägt av Lunds kommun.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 642 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 719 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 893 kronor/kvm.

Bostadsbolaget Göteborg

Göteborgs stads bostadsaktiebolag, Bostadsbolaget, äger och förvaltar omkring 22 500 lägenheter i Göteborg och är en av stadens största hyresvärdar.

Affärsidé

”Göteborgs stads bostadsaktiebolag erbjuder bostäder och lokaler i ett attraktivt fastighetsbestånd med marknadsmässig och konkurrenskraftig hyressättning.”

Finansiella mål (2008)

- Bostadsbolaget ekonomi och fastigheternas värde ska ha sådan utveckling att den långsiktiga ekonomin säkras.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Dotterbolag till Förvaltnings AB Framtiden som är helägt av Göteborgs kommun.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 290 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 487 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 867 kronor/kvm.

ÖBO

Örebrobostäder är ett kommunalägt fastighetsbolag med bostäder och lokaler i Örebro och dess närområden.

Affärsidé

”Erbjuda attraktiva bostäder med bredd och variation i god boendemiljö”

Finansiella mål (2008)

- ÖBO målsättning är ekonomin ska vara tillräckligt god för att ge långsiktig handlingsfrihet.

Ägarstruktur (2007-12-31, kapital)

- Örebrobostäder ägs till 100 procent av Örebro Rådhus AB som i sin tur ägs till 100 procent av Örebro kommun.

Ekonomiska data

- Hyresintäkter 2007: 1 263 Mkr.
- Total uthyrningsbar yta: 1 658 000 kvm.
- Genomsnittlig hyresintäkt per uthyrningsbar kvadratmeter: 762 kronor/kvm.

4.3 Nyckeltal

Här presenteras de för studien viktigaste nyckeltalens utveckling. Övriga nyckeltal uppräknade i definitionskapitlet och deras utveckling finns samlade i bilaga 2.

4.3.1 Justerad soliditet i procent

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	30	41	41	36
Wihlborgs	-	-	27	26	29	32	29	35	33	33	
Hufvudstaden	-	-	-	-	-	52	54	52	57	56	
Wallenstam	23	26	30	29	30	29	33	34	39	42	
Castellum	-	47	42	41	43	42	41	42	42	40	
Kungsleden	-	38	34	27	27	25	27	24	40	28	
Heba	60	55	59	61	59	59	55	57	66	61	
Vasakronan	52	48	49	46	44	43	46	50	55	55	
AP fastigheter	14	19	47	48	48	49	45	46	49	48	
MKB	44	47	45	42	43	50	52	54	56	58	
Stockholmshem	47	37	46	50	51	52	56	57	56	57	
Posiedon	26	36	40	39	38	41	44	46	49	51	
LKF	-	32	33	34	36	39	40	43	43	45	
Bostadsbolaget Göteborg	-	-	37	38	39	40	43	45	48	50	
Svenska bostäder	50	44	49	56	58	59	61	60	59	57	
ÖBO	-	36	-	-	39	39	38	41	44	48	
Genomsnitt		40	39	41	41	42	43	43	45	48	48

(Tabell 1: Justerad soliditet för bolagsurvalet över tidsperioden 1998-2007)

4.3.2 Skuldsättningsgrad

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	2,09	1,17	1,23	1,51
Wihlborgs	-	-	2,35	2,38	2,16	1,87	2,10	1,54	1,76	1,74	
Hufvudstaden	-	-	-	-	-	0,48	0,39	0,41	0,29	0,29	
Wallenstam	2,94	2,58	1,88	1,81	1,87	2,02	1,71	1,55	1,28	1,15	
Castellum	-	0,86	1,15	1,18	1,10	1,13	1,10	1,05	1,06	1,12	
Kungsleden	-	1,46	1,54	2,05	2,46	2,73	2,49	2,71	1,32	2,33	
Heba	0,28	0,38	0,30	0,26	0,30	0,29	0,41	0,36	0,17	0,25	
Vasakronan	0,62	0,78	0,72	0,84	0,89	0,90	0,86	0,68	0,54	0,50	
AP fastigheter	4,69	3,63	0,91	0,85	0,84	0,81	0,92	0,87	0,74	0,72	
MKB	0,94	0,79	0,85	1,01	0,98	0,64	0,58	0,52	0,42	0,37	
Stockholmshem	0,73	1,32	0,77	0,65	0,62	0,54	0,44	0,39	0,41	0,39	
Posiedon	2,22	1,39	1,12	1,16	1,20	1,08	0,90	0,80	0,66	0,58	
LKF	-	1,66	1,57	1,44	1,35	1,14	1,10	0,89	0,90	0,82	
Bostadsbolaget Göteborg	-	-	1,18	1,12	1,10	1,01	0,84	0,78	0,63	0,56	
Svenska bostäder	0,60	0,63	0,57	0,35	0,31	0,31	0,27	0,29	0,32	0,35	
ÖBO	-	1,24	-	-	1,14	1,14	1,19	1,05	0,86	0,70	
Genomsnitt		1,19	1,39	1,15	1,16	1,17	1,07	1,09	0,94	0,79	0,84

(Tabell 2: Skuldsättningsgrad för bolagsurvalet över tidsperioden 1998-2007)

4.3.3 Affärsrisk

Affärsrisken är beräknat utifrån spridningen i totalavkastningen, se Johanssons formel kapitel 3.2.

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	13,8	13,5	10,5	8,5
Wihlborgs	16,1	15,7	15,9	16,3	16,5	14,6	13,2	11,8	12,3	9,6	
Hufvudstaden	19,2	19,0	19,3	18,8	16,2	14,9	13,5	13,5	10,1	8,1	
Wallenstam	15,2	15,7	15,8	14,9	14,3	12,8	10,1	9,7	6,9	5,1	
Castellum	15,7	15,6	15,7	15,6	15,4	13,2	11,6	10,3	11,4	8,8	
Kungsleden	-	17,1	16,7	16,5	16,4	16,1	13,8	13,7	10,6	10,9	
Heba	13,7	13,6	13,7	13,3	12,9	9,8	8,9	8,6	6,7	4,3	
Vasakronan	17,5	17,0	17,0	17,0	16,8	14,8	13,0	11,6	11,9	9,1	
AP fastigheter	16,8	16,8	17,4	17,6	17,1	15,8	14,3	12,6	11,9	8,6	
MKB	11,2	11,3	11,3	11,3	9,6	9,2	8,3	7,8	5,2	4,9	
Stockholmshem	13,6	13,4	13,4	13,3	12,8	9,9	9,0	8,5	6,6	4,1	
Posiedon	14,2	14,2	14,1	14,1	13,9	11,8	8,4	8,3	5,3	3,7	
LKF	11,8	11,6	11,6	11,6	10,2	9,6	8,6	8,0	6,0	5,4	
Bostadsbolaget Göteborg	14,5	14,3	14,2	14,0	13,9	11,9	8,7	8,6	5,8	4,0	
Svenska bostäder	13,9	13,7	13,7	13,5	13,3	10,6	9,5	9,0	7,5	4,8	
ÖBO	11,7	11,9	12,5	14,1	11,6	10,8	7,8	4,4	3,4	4,4	
Genomsnitt		14,7	14,7	14,8	14,8	14,0	12,4	10,8	10,0	8,2	6,5

(Tabell 3: Affärsrisk för bolagsurvalet över tidsperioden 1998-2007)

4.3.4 Finansiell risk

Den finansiella risken är beräknad utifrån Johanssons formel, se kapitel 3.2.

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	22,6	9,2	7,4	7,2
Wihlborgs	-	-	24,6	27,5	23,6	15,6	19,7	12,3	16,5	11,0	
Hufvudstaden	-	-	-	-	-	4,6	3,0	3,9	1,7	1,2	
Wallenstam	24,3	25,2	19,5	17,1	16,7	17,5	9,5	8,7	3,9	1,2	
Castellum	-	9,0	12,1	12,2	10,9	9,1	7,5	6,5	8,5	5,4	
Kungsleden	-	17,2	17,3	23,7	26,3	31,2	22,6	28,8	6,7	17,2	
Heba	2,1	3,8	2,7	2,2	2,3	1,6	2,1	2,0	0,5	0,3	
Vasakronan	6,7	8,8	7,8	9,4	10,1	7,7	6,6	4,5	3,8	3,0	
AP fastigheter	60,5	39,7	9,9	10,5	9,8	7,8	8,1	7,0	5,7	3,2	
MKB	4,6	5,2	6,0	7,1	5,0	3,3	2,8	2,8	1,2	0,5	
Stockholmshem	3,9	11,9	5,4	5,1	4,8	2,9	2,2	2,0	1,4	0,2	
Posiedon	9,8	10,6	9,0	9,6	9,9	7,1	3,0	3,2	1,1	-0,3	
LKF	-	8,9	9,6	9,0	6,0	4,8	4,3	3,3	2,7	1,2	
Bostadsbolaget Göteborg	-	-	8,6	9,2	8,9	6,5	3,3	3,2	1,0	-0,3	
Svenska bostäder	3,5	4,0	3,6	2,1	1,9	1,5	1,1	1,4	1,4	0,4	
ÖBO	-	7,2	-	-	7,5	7,4	4,4	0,5	-0,2	0,2	
Genomsnitt		14,4	12,6	10,5	11,1	10,3	8,6	7,7	6,2	3,9	3,2

(Tabell 4: Finansiell risk för bolagsurvalet över tidsperioden 1998-2007)

4.3.5 Total risk

Den totala risken är beräknad utifrån Johanssons formel, se kapitel 3.2.

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	36,4	22,7	17,8	15,6
Wihlborgs	-	-	40,6	43,8	40,2	30,2	32,9	24,1	28,7	20,6	
Hufvudstaden	-	-	-	-	-	19,5	16,5	17,4	11,8	9,3	
Wallenstam	39,4	40,9	35,3	32,0	31,1	30,3	19,6	18,4	10,7	6,3	
Castellum	-	24,6	27,8	27,8	26,2	22,4	19,1	16,8	19,9	14,2	
Kungsleden	-	34,3	34,0	40,2	42,7	47,3	36,3	42,6	17,3	28,0	
Heba	15,8	17,4	16,4	15,5	15,1	11,4	11,0	10,6	7,2	4,6	
Vasakronan	24,3	25,7	24,7	26,4	26,9	22,5	19,6	16,0	15,7	12,1	
AP fastigheter	77,4	56,5	27,3	28,0	26,9	23,6	22,5	19,6	17,6	11,8	
MKB	15,8	16,4	17,3	18,4	14,6	12,5	11,1	10,6	6,4	5,3	
Stockholmshem	17,5	25,3	18,8	18,5	17,6	12,8	11,2	10,6	8,0	4,3	
Posiedon	24,1	24,8	23,1	23,7	23,8	19,0	11,4	11,5	6,5	3,4	
LKF	-	20,5	21,2	20,6	16,2	14,4	12,9	11,4	8,7	6,6	
Bostadsbolaget Göteborg	-	-	22,8	23,2	22,8	18,4	12,0	11,7	6,7	3,7	
Svenska bostäder	17,4	17,7	17,3	15,6	15,2	12,0	10,6	10,4	8,9	5,1	
ÖBO	-	19,2	-	-	19,1	18,1	12,1	4,9	3,2	4,7	
Genomsnitt		28,9	26,9	25,1	25,7	24,2	21,0	18,5	16,2	12,2	9,7

(Tabell 5: Total risk för bolagsurvalet över tidsperioden 1998-2007)

5 ANALYS

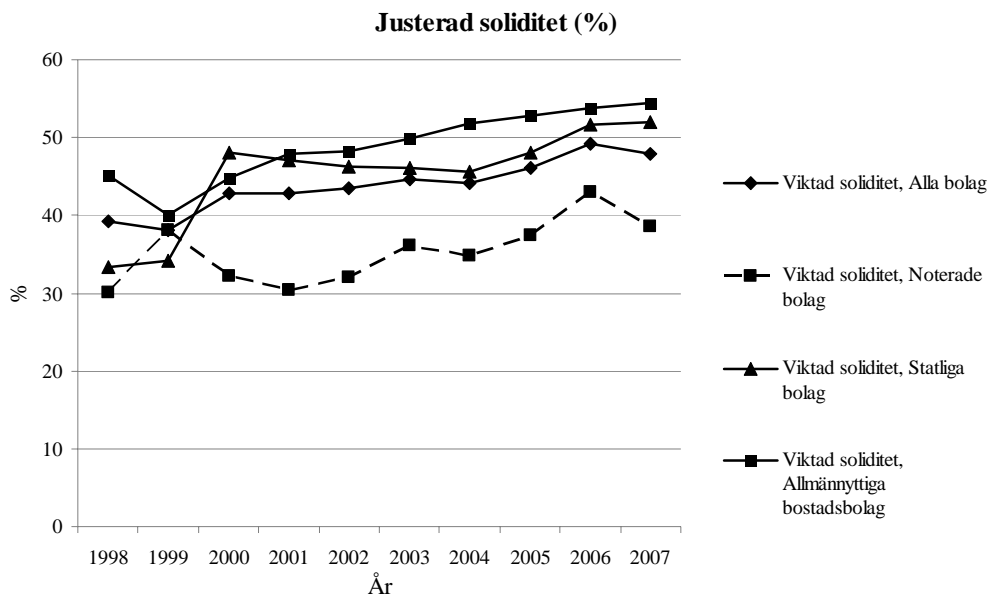
I denna del analyseras de empiriska resultaten med hjälp av presenterade teorier. Inledningsvis diskuteras hur kapitalstrukturen har utvecklats under de sista tio åren, vidare diskuteras vilken inverkan affärsrisken har på den finansiella risken och slutligen analyseras vilka faktorer som styr ett företags val av kapitalstruktur. Det empiriska materialet utgår från viktade nyckeltal uppdelat på fyra nivåer: alla bolag, börsnoterade bolag, statliga bolag och de allmännyttiga bostadsbolagen. Analys genomförs på enskild bolagsnivå för de företag som utmärker sig från mängden.

5.1 Frågeställning A

”I denna del redovisas analys med utgångspunkt från frågeställning b: Hur har kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag utvecklats de sista tio åren?”

Ett företags kapitalstruktur kan åskådliggöras med två olika nyckeltal, antingen som soliditet eller skuldsättningsgrad. Soliditeten eller mer konkret den justerade soliditeten vilken tar hänsyn till företagets reella värden av fastighetsbeståndet, visar förhållandet mellan företagets justerade egna kapital och det totala kapitalet, inklusive övervärde. Skuldsättningsgraden åskådliggör företagets ställning mellan räntebärande skulder och justerat eget kapital. De båda nyckeltalsmåttens påvisar under studiens undersökningsperiod ett negativt korrelerande samband, vilket tyder på att de rör sig åt motsatta håll. Detta bevisas genom att viktad justerad soliditet och viktad skuldsättningsgrad har en negativ korrelation på 0,93. Eftersom dessa två nyckeltal har en stark samvariation och därigenom uppvisar i stort samma sak men på olika sätt har vi valt att endast analysera den justerade soliditeten.

Det kan konstateras att den samlade justerade soliditeten för undersökta bolag under de senaste tio åren har ökat från 39 procent 1998 till 48 procent 2007. Högsta procentuella ökningen har de statliga bolagen haft med en ökning av justerad soliditet från 33 till 52 procentenheter, motsvarande en ökning på 58 procent, det ska dock noteras att de statliga bolagen i studien endast är två till antalet vilket gör att ett enskilt bolags genomslagskraft är stor. För börsnoterade bolag har den justerade soliditeten ökat från 30 till 39 procentenheter, motsvarande 30 procent. Minsta ökningen har de allmännyttiga bolagen haft, ökningen för dessa företag har varit 20 procent. De hade emellertid redan vid startpunkten för undersökningen hög soliditet, 45 procent 1998 till 54 procent vid utgången av 2007.



(Figur5: Justerad soliditet viktade enligt ägarkategori över tidsperioden 1998-2007)

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Förändringarna i bolagens kapitalstruktur mätt som standardavvikelse, visar på att den minsta variationen i den justerade soliditeten över tidsperioden 1997- 2007 har de noterade bolagen haft med en genomsnittlig variation om drygt fyra procent. Statliga och kommunala bolag har en marginellt större spridning i observationerna av den justerade soliditeten, sex respektive fem procent. Det ska poängteras att det empiriska materialet för de statliga bolagen endast uppgår till två bolag och enskilda fluktuationer ger en stor påverkan på standardavvikelsen vilket också har varit fallet då AP fastigheter under 1998-1999 har en soliditet som starkt avviker från övriga år. Standardavvikelsen för de statliga bolagen räknat från 2000 resulterar istället på två och en halv procent. På bolagsnivå är AP fastigheter och Poseidon utmärkande bolag med störst variation i sin justerade soliditet. Den stabilaste nivån avseende soliditet har uppvisats av AP-fastigheter (frånsett 1998-1999) och Castellum med en standardavvikelse runt två procent.

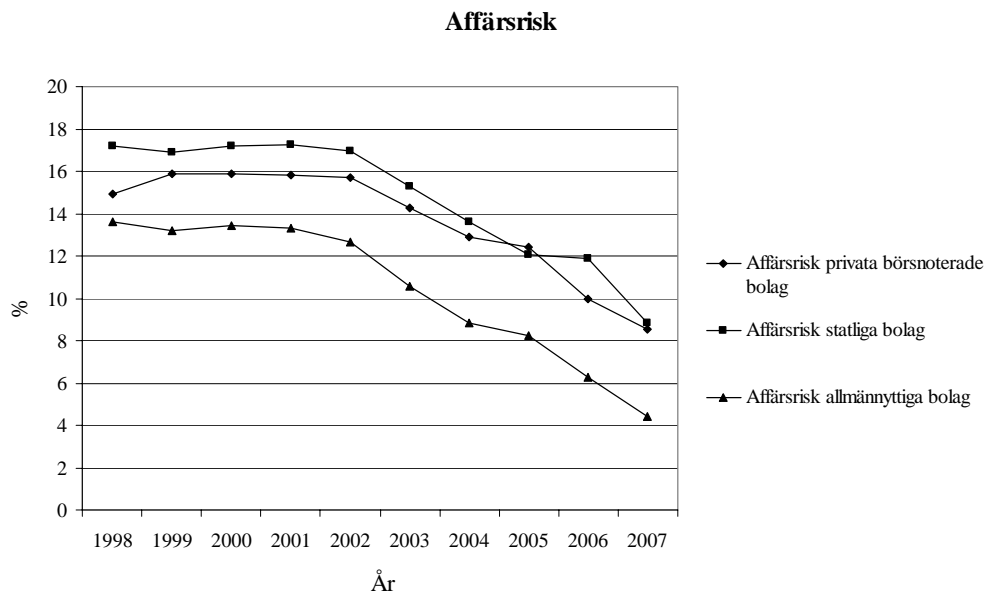
	Standardavvikelse
Privata börsnoterade bolag	4,2
Statliga bolag	6,4
Allmännyttiga bolag	4,6
Fabege	5,5
Wihlborgs	3,0
Hufvudstaden	2,5
Wallenstam	5,7
Castellum	2,0
Kungsleden	5,9
Heba	3,1
Vasakronan	4,2
AP fastigheter	13,2
MKB	5,7
Stockholmshem	6,4
Poseidon	7,0
LKF	4,6
Bostadsbolaget Göteborg	4,7
Svenska bostäder	5,6
ÖBO	3,9

(Tabell 6: Variation i justerad soliditet)

5.2 Frågeställning B

”I denna del redovisas analys med utgångspunkt från frågeställning b: Hur påverkar bolagets specifika affärsrisk valet av finansiell risk?”

Vi utgår från Johanssons modell när vi analyserar risksambandet. Utifrån denna modell definieras affärsrisken som spridningen i totalavkastningen på företagets fastighetstillgångar. Som spridningsmått används SFI:s totalavkastningsföljd där standardavvikelser har beräknats för samtliga fastighetskategorier. Den utifrån SFI:s data beräknade standardavvikelsen har anpassats till varje bolag med beaktning av lokalisering och fastighetskategori.



(Figur 6: Affärsrisk viktade med tillgångsvärden för respektive ägarkategori)

Vid studier av den beräknade affärsrisken i den empiriska delen kan det observeras att bolag med övervägande andel bostadsfastigheter i sin portfölj har en markant lägre affärsrisk.

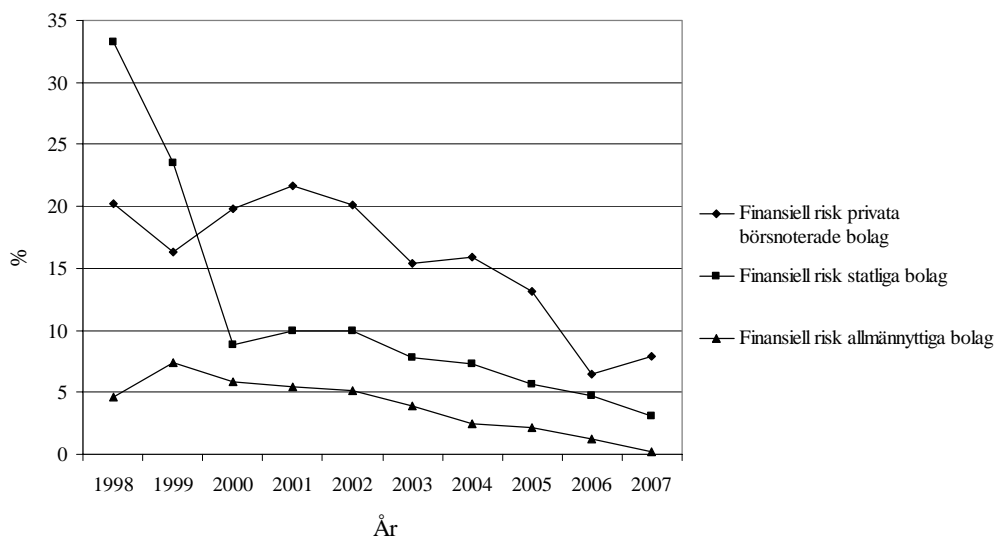
Samtliga tillgångsslag (typer av fastigheter) uppvisar under undersökningsperioden en fallande affärsrisk, den fallande trenden är påtagligt tydligare för bostadsfastigheter. Högst affärsrisk, sett som ett genomsnitt över de senaste tio åren har Hufvudstaden haft, vilket är en följd av den mer volatila kontorsmarknaden i Stockholm. Vasakronan och AP-fastigheter uppvisar liknande tendenser, men med en ”dämpande” effekt av att deras fastighetsbestånd delvis är lokaliserat till andra städer.

Det bör påpekas att ovan beskriven metod att mäta affärsrisken (spridningen i förräntningen på det totala kapitalet) är ett sätt att bedöma risken i företaget verksamhet. Denna risk bör kunna justeras med att bygga upp en portfölj med annorlunda egenskaper än de fastigheter SFI:s data bygger på. Ett exempel är att

Kungsleden har en stor andel publika fastigheter och dessa inrymmer vanligtvis stabila hyresgäster med långa kontrakt. Dessa omständigheter kan exempelvis vara rörelseriskdämpande utan att få fullt utslag på den publicerade affärsrisken.

Kapitalstrukturen är som tidigare förklarat ett mått på den finansiella riskviljan. Den finansiella risken definieras av Johansson som förräntningsmarginalen (affärsrisken - skuldräntan) multiplicerat med skuldsättningen. Företagens kapitalstruktur avspeglas tydligt i den finansiella risken.

Finansiell risk



(Figur 7: Finansiell riskviktade med tillgångsvärden för respektive ägarkategori)

Utifrån det empiriska materialet avseende finansiell risk kan utläsas att denna risk sett som ett genomsnitt under undersökningsperioden har varit lägst för de allmännyttiga bostadsföretagen, HEBA och Hufvudstaden. Den högsta genomsnittliga finansiella risken under tioårsperioden har Kungsleden haft.

Generellt har bolagens finansiella risk minskat under undersökningsperioden. Något som kan hänföras till värdetillväxten i beståndet som bidragit till en större andel eget kapital. Anledningen till att soliditeten har ökat kan vara en följd av att företagen och dess ledningar medvetet har stärkt sin finansiella position. Den minskade skuldsättningen kan också vara en följd av att det förekommer hinder för att bibehålla en i närmast oförändrad skuldsättningsgrad. Dessa hinder kan bestå i exempelvis den lagstiftning som omöjliggör för allmännyttiga bolag att fritt dela ut sina tillgångar till sina ägare. Hindret kan också bestå i att värdeökningen sker i anläggningstillgångarna och det krävs därmed någon form av upplåning för att kunna överföra kapital till ägarna.

Skuldräntan är likartad för alla bolag i studien, se bilaga 2. Det som bidrar till de allmännyttiga bolagens låga finansiella risk är främst den solida ställningen (låg skuldsättning enligt Johanssons formel).

Sambandet mellan affärsrisk och finansiell risk

En korrelationsberäkning mellan finansiell risk och affärsrisk över den aktuella undersökningsperioden påvisar ett positivt samband om 0,45. Detta bekräftas även av att den totala risken varje år, med undantag för år 2000 till 2001 har minskat, se kapitel 4.

En korrelationsberäkning mellan affärsrisken och den finansiella risken för respektive år påvisar ett tydligt positivt samband.

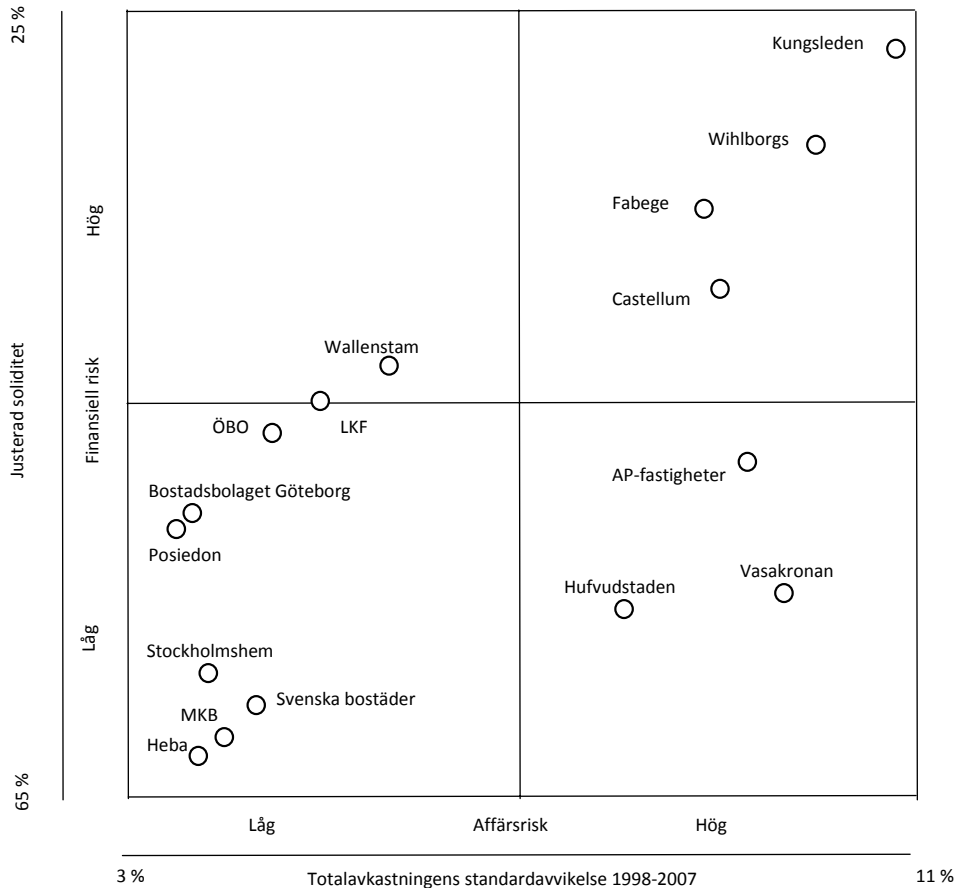
År	Korrelationskoefficient
2007	0,83
2006	0,75
2005	0,63
2004	0,68
2003	0,63
2002	0,47
2001	0,26
2000	0,24
1999	0,24
1998	0,27

(Tabell 7: Årlig korrelation mellan affärsrisk och finansiell risk)

Detta betyder att när den risk som kan knytas till bolagens verksamhet har sjunkit har också deras finansiella risk reducerats, genom minskad skuldsättning. De teorier som hävdar negativa samband mellan affärsrisk och finansiell risk har alltså inte stöd i det empiriska materialet. Den ständigt ökande korrelationen mellan affärsrisk och den finansiella risken kan tyda på att bolagen har svårt att anpassa sin belåningsgrad efter rådande marknadsförutsättningar. Soliditetsmålet för de flesta bolag måste anses långsiktiga.

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Sammanställning över bolagens affärsrisk och deras finansiella risk avseende 2007.



(Figur 8: Bolagens riskprofil avseende finansiell risk sett som justerad soliditet samt affärsrisk)

Av figuren kan utläsas ett lågt risktagande bland de allmännyttiga bostadsbolagen, HEBA och Wallenstam, dessa bolag har både låg affärsmässig risk samt en lägre finansiell risk (hög soliditet). Motsatsen finns bland de noterade bolagen Wihlborgs, Fabege, Castellum och Kungsleden som arbetar med en i jämförelse stor del främmande kapital och med en portfölj av fastigheter med en högre affärsrisk. Hufvudstaden är ett bolag där det tydligt kan ses att affärsrisken kompenseras med en låg finansiell risk. Hufvudstaden arbetar traditionellt sett med låg skuldsättningsgrad för att motverka de svängningar som avkastningen på butiks- och kontorsfastigheter i centrala lägen i Stockholm och Göteborg uppvisar.

Studeras figuren ovan kan man se att många arbetar enhetligt med sin riskprofil både affärsmässigt och finansiellt. För de flesta företag följer den affärsmässiga och finansiella risken varandra, företagen tar ett helhetsgrepp på sin risk. Företagen som är placerade i den övre högra rutan är börsföretag med uttalade avkastningskrav,

medan de företag som är placerade i den nedre vänstra rutan domineras av företag vars huvuduppgift inte är att generera avkastning till sina ägare. Ur de allmännyttiga bostadsföretagens årsredovisningar kan det inte utläsas något om att deras affärsidé är att generera avkastning, vilket kan vara en förklaring till varför deras riskprofil är låg. De allmännyttiga bolagen ska fungera som en stödfunktion i kommunerna, vilket kan kräva en stabil finansiell ställning. Bolagen placerade i den övre högra rutan har avkastningskrav från sina aktieägare och en uttalad affärsidé där avkastningen är central, dessa krav kan ha tvingat upp dessa bolag mot en högre finansiell och affärsmässig risk.

5.3 Huvudfrågeställning

”I denna del redovisas analys med utgångspunkt från huvudfrågeställning: Vilka är de främsta faktorerna som styr ett fastighetsbolags kapitalstruktur?”

Faktorerna som påverkar kapitalstrukturen i fastighetsbolagen delas lämpligen upp i externa och interna faktorer. De externa faktorerna definieras som sådana omständigheter som förändrar kapitalstrukturen i bolagen utan en medveten åtgärd från företagsledningens sida. De interna faktorerna definieras som medvetna handlingar som åstadkommer förändringar i kapitalstrukturen. De interna faktorerna kommer att bestämmas utifrån de externa förutsättningarna.

5.3.1 Externa faktorer

Förändringar i tillgångsvärden

Generellt påvisar det empiriska materialet att någon reduktion av bolagens skulder inte har skett, de räntebärande skulderna har i kronor räknat över undersökningsperioden ökat med undantag för Hufvudstaden, AP fastigheter och Bostadsbolaget Göteborg. Detta tyder på att bolagens egna kapital har ökat tack vare ökade tillgångsvärden. Förklaringen till den ökade soliditeten blir då att det egna kapitalet har ökat i nästintill samma takt som tillgångsvärdena. Bolagens ökade tillgångsvärden förklaras av den positiva värdeutvecklingen som har skett på fastighetsmarknaden under stora delar av de senaste tio åren. Värdeutvecklingen på fastighetsmarknaden påverkas av en lång rad samhällsekonomiska/politiska faktorer som denna studie inte behandlar.

Studien omfattar en undersökningsperiod där fastighetsmarknadens avkastning nästan uteslutande varit positiv och därför har någon analys hur fastighetsbolag arbetar med sin kapitalstruktur i en neråtgående marknad inte varit möjlig. Är bolagen angelägna att bibehålla soliditetsgraden trots fallande tillgångsvärden skulle detta kunna åstadkommas genom slopade utdelningar eller extern kapitaltillförsel. Med tanke på att fastighetsbolagen inte arbetat tillräckligt aktivt (möjligen medvetet) för att hålla en stabil soliditetsgrad i en positiv marknad skulle det vara intressant att studera bolagens förhållningssätt i en neråtgående marknad.

Redovisningsprinciper

Under studiens gång har kraftiga variationer i redovisad soliditet kunnat ses, dessa variationer har till stor del inte varit en produkt av reella förändringar i förhållandet mellan skulder och eget kapital, utan snarare en följd av förändrade redovisningsprinciper (IFRS).

Lagstiftning

En tydlig extern faktor som direkt påverkar kapitalstrukturen i de allmännyttiga bostadsbolagen är att det finns en lagstiftning som begränsar deras förmåga att justera sin kapitalstruktur genom fria utdelningsmöjligheter. Denna lagstiftning kan ha varit

en bidragande orsak till att andelen eget kapital har en stadig tillväxt i förhållandet till det totala kapitalet i de aktuella bolagen. Observera att variationen, som uteslutande består av en ökning i justerad soliditet är högre för de allmännyttiga bolagen än övriga företag i denna studie. Det är oklart hur stor betydelse denna lagstiftning har för förändringar i kapitalstrukturen.

Det faktum som redovisats i teoridelen om att räntekostnader är avdragsgilla (skattesköldseffekten) för företag talar för en ökad skuldsättning, men som tidigare presenteras har inte det blivit resultatet.

Förutsättningar för finansiering

Ett fastighetsbolags relationer till kreditgivare har betydelse för hur relationen mellan eget och främmande kapital kommer att se ut. Finansiärens riskbedömning av låntagare och fastighetsmarknaden i stort inverkar på villkoren när de lånar ut. En aktör med stabil verksamhet och god soliditet kommer att ha en bättre förhandlingsposition gentemot finansiären än en aktör med likartad verksamhet där belåningsgraden är högre. Teorin om Pecking Order talar för att bolagen i första hand kommer använda sig av internt genererade medel (vinster) för att finansiera sin tillväxt. Bolagens vinster de senaste åren har till stor del varit tack vare värdestegringar i fastighetsbeståndet. Denna vinst ger förutsättningar för ytterligare investeringar genom vidare belåning på beståndet. Detta kan ses som karakteristiskt för fastighetsbolag att största delarna av vinsterna de senaste åren har bundits i tillgångarna. Bolagen är alltså känsliga för värdeförändringar på fastighetsmarknaden och detta påverkar också finansieringsmöjligheterna.

Tillgången på krediter påverkar fastighetsmarknaden och därigenom påverkar kreditmarknaden också bolagens balansräkningar. En begränsad tillgång till lånat kapital (höga räntor) påverkar fastighetsmarknaden negativt, en sjunkande avkastning på fastigheter (sjunkande värden) kommer att minska de redovisade tillgångsvärdena hos bolagen varefter soliditeten sjunker. Den teoretiska kopplingen mellan tillgången på krediter och utvecklingen på fastighetsmarknaden är stark, att det även finns en reell koppling bevisas av utvecklingen som föregick den så kallade fastighetskrisen där en del i fastighetsmarknadens starka utveckling var tack vare god tillgång på billigt främmande kapital.

5.3.2 Interna faktorer

Förändringar av det egna kapitalet

Av bolagen i empirin är det två bolag (Kungsleden och Castellum) som under undersökningsperioden har minskat sin andel eget kapital i relation till de totala tillgångarna, dvs. en sjunkande justerad soliditet. För resterande företag kan den ökade soliditeten ytterst förklaras av två anledningar. Företaget har inte delat ut kapital till ägarna i den mängd och takt som krävs för att bibehålla förhållandet mellan eget kapital och tillgångar. Eftersom det egna kapitalet till stor del finns i orealiserade fastigheter har bolagen i realiteten svårt att dela ut kapitalet. För att få kapital att dela ut till ägarna och på så sätt minska sänka soliditeten måste bolaget

antingen sälja fastigheter eller belåna dem högre. Det andra alternativet ett fastighetsbolag har för att stabilisera soliditeten i en uppåtgående marknad är att investera i nya fastigheter. Vid betalning med lånat kapital ökar skuldposten och en lägre soliditet uppnås.

Investerarens preferens för risk och avkastning

Sambandet mellan risk och förväntad avkastning får anses självklar. Ägare som eftersträvar en hög avkastning på det investerade kapitalet måste ta en högre total risk och vice versa. En del bolag i det empiriska materialet profilerar sig som högavkastande bolag medan andra bolag vill vara en trygg kapitalplacering. Kungslidens avkastningsmål på det egna kapitalet kommer att påverka kapitalstrukturen, det är mycket svårt att nå en avkastning på det egna kapitalet på, som i Kungslidens fall 15 procent med en obelånad balansräkning. För att nå önskad avkastning måste finansiell risk tas. Avkastningskravet från HEBA:s ägare är betydligt lägre ställda, och bolaget kan jobba med begränsade risker både affärsmässigt och finansiellt.

Fastighetsportföljens riskprofil

En hög risk i fastighetsportföljen kompenseras inte av låg skuldsättning och därmed av lägre finansiell risk (se analysfråga c). Omständigheten att den affärsmässiga risken och finansiella risken har positiv korrelation härleds till investerarens preferens för risk, se ovan.

Bolagets investeringsplaner

När företag i betydande utsträckning finansierar sig med lån riskerar företaget sin framtida flexibilitet och sitt handlingsutrymme. En hög skuldsättning minskar möjligheten att ta upp nya lån för nya investeringar. Ett motiv till hög soliditet är således att det ökar möjligt investeringsutrymme och ger företaget ökat handlingsutrymme.

De allmännyttiga bolagen har ett stort bestånd av så kallade miljonprogramsbostäder, vilka i många fall har betydande renoveringsbehov. En tanke kan vara att de allmännyttiga bolagen bygger upp sin soliditet för att klara de finansiella påfrestningar en upprustning av det miljonprogramsbostäderna skulle innebära.

6 SLUTSATS

I kapitlet presenteras studiens slutsatser och eventuella hypotesuppfyllelser. Slutsatsen disponeras enligt analysens delfrågeställningar i ordningen A, B och slutligen huvudfrågeställningen.

Hypotes frågeställning A: Den justerade soliditeten har under den senaste tioårsperioden minskat, detta för att fastighetsmarknaden har uppvisat god avkastning och investerare (fastighetsbolagen) har varit offensiva och investerat med en högre andel främmande kapital. Fastighetsbolagen har försökt öka avkastningen genom den finansiella hävstången i den uppåtgående marknaden.

Analysen visar tydligt att soliditeten i svenska fastighetsbolag (det empiriska materialet) har ökat markant. Den finansiella risken, definierad som andelen främmande kapital i bolagen har minskat och därmed har den finansiella hävstången generellt sätt dämpats. Hypotesen kan med stöd från det empiriska materialet avfärdas.

Hypotes frågeställning B: Företagen försöker att kompensera sin affärsrisk med justeringar i företagets finansiella risk, dvs. en sjunkande affärsrisk medför att företaget höjer sin finansiella risk och att företag som har låg finansiell risk kan ha/har en lägre justerad soliditet.

Från det empiriska materialet kan det bevisas att den finansiella risken och affärsrisken är positivt korrelerande. En uppfyllelse av vår hypotes och de teorier om den finansiella riskens anpassning till den operativa risken som publicerades av Ferri och Jones skulle medföra att huvuddelen av företagen skulle befinna sig i de delar av figur 8 där affärsrisk och finansiell risk motverkar varandra, dvs i den övre vänstra eller i den nedre högra rutan. I det reella fallet, se figur 8 är företagen placerade främst i rutor där affärsrisk och finansiell risk har positiv överensstämmelse. Vår hypotes och Ferri & Jones teori kan avfärdas för detta empiriska material.

Ägarnas avkastningskrav är avgörande för vilken finansiell risk som tas och hur kapitalstrukturen ser ut. Det empiriska materialet indikerar att företagen arbetar med en helhetssyn på sin riskprofil. Ett bolag som är tydlig med sin finansiella och affärsriskprofil ger investeraren goda möjligheter att anpassa sin privata portföljsammansättning genom diversifiering av innehav och belåning.

Hypotes huvudfrågeställning: De generella faktorerna som påverkar ett företags kapitalstruktur är ägarnas riskbenägenhet, kapitaltillgång på kreditmarknaden, lagar och direktiv exempelvis skattelagstiftning, den specifika marknadens förutsättningar för viss kapitalstruktur (olika marknader har olika förutsättningar avseende optimal kapitalstruktur) samt företagets operativa risk (affärsrisk).

6.1 Förslag till vidare forskning

Studien har medvetet kommit in på förhållandet mellan affärsrisken och den finansiella risken i fastighetsföretagande. Ett av studiens huvudresultat är att en låg affärsrisk (mycket bostäder i beståndet) inte kompenseras av högre finansiell risk. En ökad skuldsättning i de lågt belånade bostadsföretagen bör kunna öka företagsvärdet (lönsamhetsförbättring) eftersom det ”riskfria” kapitalet (lånade pengar) torde vara billigare än ägarresurser. Föreligger det ett ekonomiskt slöseri, genom att inte skuldsätta de kommunala bostadsbolagen, Wallenstam och HEBA hårdare?

Frågan kring hur bankerna resonerar vid kreditgivning är central för både fastighetsbolag och kreditgivare. Författarna till denna rapport har under studiens gång inte fördjupat sig i vilka utgångspunkter som en kreditgivare använder vid kreditgivning. Finns det andra egenskaper hos ett fastighetsföretag som väger tyngre än en solid balansräkning vid kreditgivning?

7 KÄLLFÖRTECKNING

Böcker

Allen, Franklin. Myers, Stewart C. Brealey, Richard A. Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Irwin, New York, 2006.

Andrén, Niclas. Hansson, Sigurd. Eriksson, Tore. Finansiering, Liber, Stockholm, 2003.

Berk, Jonathan och DeMarzo, Peter. Corporate Finance, Pearson Education Inc, Boston, 2007.

De Ridder, Adri. Finansiell ekonomi: Om företaget och finansmarknaden, andra upplagan. Norstedts juridik AB, Stockholm 2003.

Donaldson, Gordon, a Study of Corporate Debt Capacity, Beard Books, Boston, 1961.

Fagerfjäll, Ronald. Lundström, Stellan. Pettersson, Karl- Henrik. Sandberg, Nils-Eric. Tson Söderström, Hans. Åsbrink, Erik. Vad kan vi lära av kraschen? Bank och finanskrisen 1990-1993, SNS förlag, Stockholm, 2005.

Hallgren, Örjan. Finansiell strategi och styrning, Åttonde upplagan, Ekonomibok förlag AB. Helsingborg, 2002.

Holme, Idar Magne och Solvang, Bernt Krohn. Forskningsmetodik, om kvalitativa och kvantitativa metoder. Andra upplagan. Studentlitteratur, Lund, 1997.

Hoesli, Martin och MacGregor, Bryan D. Property Investment, Pearson Education Inc, Edinburgh, 2000.

Jaffe, Dwight M. Den svenska fastighetskrisen, SNS Förlag, Stockholm, 1994.

Johansson, Sven Erik. Runsten, Mikael. Företagens lönsamhet, finansiering och tillväxt. Tredje upplagan Studentlitteratur, Lund, 2005.

Thomasson, Jan. Arvidsson, Per. Lindquist, Hans. Larsson, Olov. Rohlin, Lennart. Den nya affärsredovisningen, 15 upplagan, Liber ekonomi, Malmö, 2004.

Vetenskapliga artiklar

Ferri, Michael G och Jones, Wesley H (1979). "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach". *Journal of finance*, Vol. XXXIV No 3. Blackwell Publishing, American Finance Association.

Ghosh, Arvin. Cai, Francis. Li, Wenhui (2000). "The Determinants of Capital structure". *American Business Review*.

Kale, Jayant R. Noe, Thomas H. Ramirez, Gabriel G (1991). "The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence". *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 5 1693-1715. Blackwell Publishing for the American Finance Association.

Myers, Stewart C (1984). "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*. Vol. 39 No.3 575-592. Blackwell Publishing for the American Finance Association.

Modigliani, Franco och Miller, Merton H (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments". *The American Economic Review*. Vol. 48 No.3 261-297.

Modigliani, Franco och Miller, Merton H (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *The American Economic Review*. Vol. 53 No.3 433-443.

Lind, Hans.(2004). "Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter", Bygg och fastighetsekonomi, Kungliga Tekniska Högskolan, Stockholm.

Elektroniska källor

SFI/ IPD Svenskt fastighetsindex (2008), *Index och nyckeltal*. Hämtat från www.fastighetsindex.se, Publicerad februari 2008. Hämtad den 26 augusti 2008.

Ekberg, Eddie (2008) "Allokton i finansiell kris- aktien störttycker". *Fastighetssverige*. Hämtat från www.fsve.se, Publicerat den 27 juni 2008. Hämtad den 4 juli 2008.

Leimdorfer (1997)"Gynnas aktieägare av hög soliditet". Hämtad från www.Leimdorfer.se/analys/artikelarkiv/1:97. Hämtad den 28 maj 2008.

Riksbanken (2006) ” Nyberg: Riksbanken och fastighetsmarknaden”. Hämtad från www.riksbank.se . Publicerad 6 november 2006. Hämtad den 28 maj 2008.

Studier och avhandlingar

Josefsson, Peter. Kazmierczak, Michal. Nilsson, Andrej. (2005), Svenska fastighetsbolags konkursrisk före fastighetskrisen och 2003. Lunds universitet, Ekonomihögskolan, Företagsekonomiska institutionen.

Uppslagsverk

Institutet för värdering av fastigheter och SFF. Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt. Fastighetsnyttis förlags AB, Stockholm, 2005.

Lagtext

Förordning (2003:348) om skälig utdelning från allmännyttiga bostadsföretag.

Lag (2002:102) om allmännyttiga bostadsföretag.

Årsredovisningslag (1999:1078)

Årsredovisningar

Allokton (2007)

Ap-fastigheter (1998-2007)

Bostadsbolaget Göteborg (1998-2007)

Castellum (1998-2007)

Fabege (2004-2007)

HEBA (1998-2007)

Hufvudstaden (1998-2007)

Kungsleden (1998-2007)

LKF (1998-2007)

MKB (1998-2007)

Poseidon (1998-2007)

Stockholmshem (1998-2007)

Svenska Bostäder (1998-2007)

Vasakronan (1998- 2007)

Wallenstam (1998-2007)

Wihlborgs (1998-2007)

ÖBO (1998-2007)

BILAGA 1: SAMMANSTÄLLNING FÖRETAG

Fabege

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)								38 403	25 893	30 009	31 755
Bokfört eget kapital (mkr)								11 330	10 727	12 177	11 415
Bokförd skuld (mkr)								27 073	15 166	17 832	20 340
Räntebärande skulder (mkr)								23 703	12 503	14 999	17 197
Övervärde fastighet (mkr)								0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)								38 403	25 893	30 009	31 755
Finansiella kostnader (mkr)								696	706	672	642
Justerat eget kapital (mkr)								11 330	10 727	12 177	11 415
Synlig soliditet (%)								30	41	41	36
Justerad soliditet (%)								30	41	41	36
Skuldsättningsgrad								2,09	1,17	1,23	1,51
Räntetäckningsgrad								2,40	3,60	2,10	2,80
Total skuldränta (%)								2,6	4,7	3,8	3,2
Skuldränta (%)								2,9	5,6	4,5	3,7
Kontor/butik/restaurang								83%	78%	83%	83%
Industri/lager								9%	12%	9%	9%
Bostäder								3%	4%	3%	3%
Övrigt								5%	6%	5%	5%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansiella poster plus finansiella kostnader samt plus/minus oreali serade värdeförändringar dividerat med finansiella kostnader

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Wihlborgs

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		20 674	21 441	21 533	23 627	22 657	20 352	7 867	8 173	11 221	13 711
Bokfört eget kapital (mkr)		4 603	4 841	5 147	5 478	6 182	6 389	2 320	2 842	3 667	4 473
Bokförd skuld (mkr)		16 071	16 600	16 386	18 149	16 475	13 963	5 547	5 331	7 554	9 238
Räntebärande skulder (mkr)		14 585	15 031	14 478	15 753	14 738	12 108	4 868	4 388	6 448	7 785
Övervärde fastighet (mkr)				1 400	1 600	900	100	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)				22 933	25 227	23 557	20 452	7 867	8 173	11 221	13 711
Finansiella kostnader (mkr)		841	751	791	745	817	765	184	168	187	256
Justerat eget kapital (mkr)				6 155	6 630	6 830	6 461	2 320	2 842	3 667	4 473
Synlig soliditet (%)		22	23	24	23	27	31	29	35	33	33
Justerad soliditet (%)				27	26	29	32	29	35	33	33
Skuldsättningsgrad				2,35	2,38	2,16	1,87	2,10	1,54	1,76	1,74
Räntetäckningsgrad		1,40	1,70	1,80	1,90	2,20	2,10	3,50	2,90	3,30	2,70
Total skuldränta (%)		5,2	4,5	4,8	4,1	5,0	5,5	3,3	3,2	2,5	2,8
Skuldränta (%)		5,8	5,0	5,5	4,7	5,5	6,3	3,8	3,8	2,9	3,3
Kontor/butik/restaurang		38%	39%	47%	53%	64%	68%	68%	67%	70%	71%
Industri/lager		21%	22%	20%	21%	20%	20%	30%	30%	28%	28%
Övrigt		2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	2%	1%
Bostäder		39%	37%	32%	25%	15%	10%	0%	0%	0%	0%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansnetto med återläggning av räntekostnader samt värdeförändringar, dividerat med räntekostnader.

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Hufvudstaden

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		8 461	7 576	11 111	10 991	10 952	10 932	15 142	16 489	20 520	20 949
Bokfört eget kapital (mkr)		2 921	3 310	4 362	4 666	4 791	4 792	8 140	8 615	11 785	11 809
Bokförd skuld (mkr)		5 540	4 266	6 749	6 325	6 161	6 140	7 002	7 874	8 735	9 140
Räntebärande skulder (mkr)		4 919	3 638	4 248	4 062	3 766	3 751	3 135	3 525	3 365	3 400
Övervärde fastighet (mkr)							4 200	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)							15 132	15 142	16 489	20 520	20 949
Finansiella kostnader (mkr)		254	201	248	214	207	199	179	140	141	139
Justerat eget kapital (mkr)							7 816	8 140	8 615	11 785	11 809
Synlig soliditet (%)		35	44	39	42	44	44	54	52	57	56
Justerad soliditet (%)							52	54	52	57	56
Skuldsättningsgrad							0,48	0,39	0,41	0,29	0,29
Räntetäckningsgrad		2,20	3,90	3,00	2,80	3,30	3,20	3,50	5,70	5,10	6,20
Total skuldränta (%)		4,6	4,7	3,7	3,4	3,4	3,2	2,6	1,8	1,6	1,5
Skuldränta (%)		5,2	5,5	5,8	5,3	5,5	5,3	5,7	4,0	4,2	4,1
Kontor		49%	55%	58%	60%	58%	59%	56%	55%	48%	48%
Butik/restaurang		37%	34%	32%	31%	34%	32%	36%	37%	44%	44%
Industri/lager		4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%
Bostäder		1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Övrigt		9%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansiella exklusive orealiserade värdeförändringar plus räntekostnader minus räntebidrag i förhållande till räntekostnader minus räntebidrag

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Wallenstam

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		6 068	6 266	6 759	7 396	7 559	9 519	14 482	17 330	19 764	19 747
Bokfört eget kapital (mkr)		736	904	680	628	844	1 124	4 760	5 902	7 734	8 257
Bokförd skuld (mkr)		5 332	5 362	6 079	6 768	6 715	8 395	9 722	11 428	12 030	11 490
Räntebärande skulder (mkr)		5 129	5 121	5 616	5 843	6 145	7 640	8 162	9 136	9 871	9 468
Övervärde fastighet (mkr)		1 400	1 500	3 200	3 600	3 400	3 700	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		7 468	7 766	9 959	10 996	10 959	13 219	14 482	17 330	19 764	19 747
Finansiella kostnader (mkr)		355	302	302	324	329	317	370	374	378	387
Justerat eget kapital (mkr)		1 744	1 984	2 984	3 220	3 292	3 788	4 760	5 902	7 734	8 257
Synlig soliditet (%)		12	14	10	8	11	12	33	34	39	42
Justerad soliditet (%)		23	26	30	29	30	29	33	34	39	42
Skuldsättningsgrad		2,94	2,58	1,88	1,81	1,87	2,02	1,71	1,55	1,28	1,15
Räntetäckningsgrad		1,10	1,60	1,30	1,30	2,20	1,80	1,60	2,00	2,10	2,60
Total skuldränta (%)		6,7	5,6	5,0	4,8	4,9	3,8	3,8	3,3	3,1	3,4
Skuldränta (%)		6,9	5,9	5,4	5,5	5,4	4,1	4,5	4,1	3,8	4,1
Kontor		15%	19%	20%	24%	27%	32%	26%	26%	26%	25%
Butik		5%	4%	4%	4%	6%	7%	7%	7%	8%	11%
Industri/lager		3%	3%	4%	6%	5%	6%	6%	5%	5%	3%
Bostäder		72%	64%	63%	63%	59%	50%	50%	51%	51%	50%
Utbildning		0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	5%	5%	4%
Övrigt		5%	9%	9%	3%	3%	5%	7%	6%	5%	7%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Rörelseresultatet exklusive orealiserade värdeförändringar i förvalningsfastigheter i förhållande till finansiella intäkter och kostnader.

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Castellum

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		9 562	10 915	11 441	12 717	13 329	14 111	19 550	21 378	24 446	27 891
Bokfört eget kapital (mkr)		3 735	4 370	3 642	3 843	4 470	4 689	8 035	8 940	10 184	11 204
Bokförd skuld (mkr)		5 827	6 545	7 799	8 874	8 859	9 422	11 515	12 438	14 262	16 687
Räntebärande skulder (mkr)		4 765	5 670	7 245	8 254	8 264	8 598	8 834	9 396	10 837	12 582
Övervärde fastighet (mkr)			3 100	3 700	4 400	4 200	4 100	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)			14 015	15 141	17 117	17 529	18 211	19 550	21 378	24 446	27 891
Finansiella kostnader (mkr)		291	288	373	428	454	442	422	385	367	498
Justerat eget kapital (mkr)			6602	6306	7011	7494	7641	8 035	8 940	10 184	11 204
Synlig solditet (%)		39	40	32	30	34	33	41	42	42	40
Justerad soliditet (%)			47	42	41	43	42	41	42	42	40
Skuldsättningsgrad			0,86	1,15	1,18	1,10	1,13	1,10	1,05	1,06	1,12
Räntetäckningsgrad		2,32	2,61	2,39	2,32	2,41	2,56	2,77	3,15	3,43	2,87
Total skuldränta (%)		5,0	4,4	4,8	4,8	5,1	4,7	3,7	3,1	2,6	3,0
Skuldränta (%)		6,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,1	4,8	4,1	3,4	4,0
Kontor/ Butik		48%	50%	53%	57%	61%	61%	64%	64%	65%	66%
Industri/Lager		31%	34%	34%	35%	34%	35%	34%	35%	31%	30%
Projekt/ Mark		1%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	4%
Bostäder		20%	14%	11%	8%	5%	4%	2%	1%	0%	0%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Förvaltningsresultat med återläggning av finansnetto i procent av finansnetto

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Kungsleden

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		4 949	5 738	6 957	9 947	10 412	12 909	14 514	27 470	24 262	32 781
Bokfört eget kapital (mkr)		1 370	1 983	2 092	2 188	2 310	2 828	3 954	6 649	9 700	9 040
Bokförd skuld (mkr)		3 579	3 755	4 865	7 759	8 102	10 081	10 560	20 821	14 562	23 741
Räntebärande skulder (mkr)		3 171	3 519	4 115	5 966	7 461	9 480	9 832	18 004	12 781	21 068
Övervärde fastighet (mkr)			600	800	1 000	1 000	900	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)			6 338	7 757	10 947	11 412	13 809	14 514	27 470	24 262	32 781
Finansiella kostnader (mkr)		117	189	224	296	427	437	464	550	697	743
Justerat eget kapital (mkr)			2 415	2 668	2 908	3 030	3 476	3 954	6 649	9 700	9 040
Synlig solditet (%)			35	30	22	22	22	27	24	40	28
Justerad soliditet (%)			38	34	27	27	25	27	24	40	28
Skuldsättningsgrad			1,46	1,54	2,05	2,46	2,73	2,49	2,71	1,32	2,33
Räntetäckningsgrad			2,70	3,30	2,40	2,10	2,20	2,10	2,70	3,10	2,70
Total skuldränta (%)		3,3	5,0	4,6	3,8	5,3	4,3	4,4	2,6	4,8	3,1
Skuldränta (%)		3,7	5,4	5,4	5,0	5,7	4,6	4,7	3,1	5,5	3,5
Kontor			54%	61%	57%	51%	54%	45%	32%	30%	17%
Industri/lager			22%	20%	20%	16%	17%	20%	16%	20%	23%
Äldreboende			0%	0%	0%	22%	22%	24%	14%	21%	31%
Vård			0%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	11%	11%
Butik			12%	12%	10%	8%	6%	9%	12%	7%	0%
Skola			0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	9%	12%
Bostäder			9%	6%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Övrigt			3%	2%	1%	3%	2%	2%	13%	2%	6%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat före skatt minus realiserade värdeförändringar samt finansnetto i förhållande till finansnetto

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

HEBA

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		483	705	675	681	813	816	2 330	2 553	2 687	3 131
Bokfört eget kapital (mkr)		140	154	166	188	213	201	1 283	1 462	1 770	1 924
Bokförd skuld (mkr)		343	551	509	493	600	615	1 047	1 091	917	1 207
Räntebärande skulder (mkr)		285	436	440	417	502	523	526	522	304	481
Övervärde fastighet (mkr)		1 200	1 400	1 800	2 000	2 000	2 200	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		1 683	2 105	2 475	2 681	2 813	3 016	2 330	2 553	2 687	3 131
Finansiella kostnader (mkr)		19	15	21	19	27	23	20	15	11	14
Justerat eget kapital (mkr)		1 004	1 162	1 462	1 628	1 653	1 785	1 283	1 462	1 770	1 924
Synlig soliditet (%)		29	22	25	28	26	25	55	57	66	61
Justerad soliditet (%)		60	55	59	61	59	59	55	57	66	61
Skuldsättningsgrad		0,28	0,38	0,30	0,26	0,30	0,29	0,41	0,36	0,17	0,25
Räntetäckningsgrad		3,70	4,60	3,80	4,00	3,20	3,60	10,90	20,40	34,90	26,40
Total skuldränta (%)		5,4	2,8	4,0	3,9	4,5	3,7	1,9	1,4	1,2	1,2
Skuldränta (%)		6,5	3,5	4,7	4,6	5,4	4,4	3,8	2,9	3,7	2,9
Bostäder		90%	89%	90%	89%	90%	90%	90%	91%	91%	91%
Lokaler		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	6%	6%	6%
Övrigt		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Rörelseresultat exklusive jämförelsestörande poster med tillägg för ränteintäkter i relation till räntekostnader minus räntebidrag

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Vasakronan

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		17 818	20 049	22 211	26 910	27 505	27 016	37 547	37 112	39 984	46 658
Bokfört eget kapital (mkr)		8 254	7 593	7 751	9 198	9 116	8 953	17 156	18 524	21 813	25 736
Bokförd skuld (mkr)		9 564	12 456	14 460	17 712	18 389	18 063	20 391	18 588	18 171	20 922
Räntebärande skulder (mkr)		7 535	10 393	12 300	14 847	15 048	14 221	14 745	12 626	11 712	12 933
Övervärde fastighet (mkr)		5300	8000	13100	11900	10700	9500	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		23 118	28 049	35 311	38 810	38 205	36 516	37 547	37 112	39 984	46 658
Finansiella kostnader (mkr)		506	587	751	851	821	884	785	634	568	397
Justerat eget kapital (mkr)		12 070	13 353	17 183	17 766	16 820	15 793	17 156	18 524	21 813	25 736
Synlig soliditet (%)		46	38	35	34	33	33	46	50	55	55
Justerad soliditet (%)		52	48	49	46	44	43	46	50	55	55
Skuldsättningsgrad		0,62	0,78	0,72	0,84	0,89	0,90	0,86	0,68	0,54	0,50
Räntetäckningsgrad		2,30	2,30	2,00	2,10	2,60	2,50	2,70	3,40	3,50	5,50
Total skuldränta (%)		5,3	4,7	5,2	4,8	4,5	4,9	3,8	3,4	3,1	1,9
Skuldränta (%)		6,7	5,6	6,1	5,7	5,5	6,2	5,3	5,0	4,8	3,1
Bostäder		2%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Butiker		6%	7%	8%	8%	9%	10%	12%	13%	14%	13%
Kontor		80%	76%	75%	75%	78%	80%	77%	76%	76%	76%
Övrigt		12%	15%	14%	15%	12%	9%	10%	10%	9%	10%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Rörelseresultat dividerat med finansnetto

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

AP-fastigheter

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		21 438	22 034	28 356	29 718	29 259	28 308	31 311	33 374	36 663	40 037
Bokfört eget kapital (mkr)		2 394	2 451	11 207	12 204	12 121	12 500	14 237	15 366	17 785	19 342
Bokförd skuld (mkr)		19 044	19 583	17 149	17 514	17 138	15 808	17 074	18 008	18 878	20 695
Räntebärande skulder (mkr)		14 950	17 800	16 152	16 018	15 456	13 761	13 073	13 403	13 179	14 020
Övervärde fastighet (mkr)		1 100	3 400	9 000	9 300	8 800	6 200	0	0	0	0
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		22 538	25 434	37 356	39 018	38 059	34 508	31 311	33 374	36 663	40 037
Finansiella kostnader (mkr)		588	1 049	1 051	838	833	845	715	619	564	581
Justerat eget kapital (mkr)		3 186	4 899	17 687	18 900	18 457	16 964	14 237	15 366	17 785	19 342
Synlig soliditet (%)		11	11	40	41	41	44	45	46	49	48
Justerad soliditet (%)		14	19	47	48	48	49	45	46	49	48
Skuldsättningsgrad		4,69	3,63	0,91	0,85	0,84	0,81	0,92	0,87	0,74	0,72
Räntetäckningsgrad		1,06	1,10	1,30	2,30	2,40	2,30	2,90	3,10	3,90	3,00
Total skuldränta (%)		3,1	5,4	6,1	4,8	4,9	5,3	4,2	3,4	3,0	2,8
Skuldränta (%)		3,9	5,9	6,5	5,2	5,4	6,1	5,5	4,6	4,3	4,1
Bostäder		31%	17%	24%	23%	23%	19%	18%	18%	17%	17%
Butiker		10%	10%	7%	8%	9%	11%	11%	9%	9%	12%
Kontor		56%	70%	59%	57%	57%	56%	57%	57%	64%	66%
Övrigt		3%	2%	10%	12%	11%	14%	14%	14%	10%	5%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat före räntenetto justerat för avskrivningar, orealiserad och realiserad värdeförändring dividerat med räntenettet

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

MKB

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		3 889	3 931	5 268	5 805	5 933	6 003	6 065	6 050	6 240	6 431
Bokfört eget kapital (mkr)		1 053	1 123	1 837	1 897	1 963	2 010	2 087	2 185	2 293	2 375
Bokförd skuld (mkr)		2 836	2 808	3 431	3 908	3 970	3 993	3 978	3 865	3 947	4 056
Räntebärande skulder (mkr)		2 554	2 489	2 786	3 223	3 414	3 424	3 395	3 263	3 331	3 397
Övervärde fastighet (mkr)		2 300	2 800	2 000	1 800	2 100	4 600	5 300	5 700	7 900	9 600
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		6 189	6 731	7 268	7 605	8 033	10 603	11 365	11 750	14 140	16 031
Finansiella kostnader (mkr)		162	118	116	138	154	137	116	82	80	123
Justerat eget kapital (mkr)		2 709	3 139	3 277	3 193	3 475	5 322	5 903	6 289	7 981	9 287
Synlig solditet (%)		27	29	35	33	33	33	34	36	37	37
Justerad soliditet (%)		44	47	45	42	43	50	52	54	56	58
Skuldsättningsgrad		0,94	0,79	0,85	1,01	0,98	0,64	0,58	0,52	0,42	0,37
Räntetäckningsgrad		2,10	2,70	2,60	2,50	2,60	2,90	3,50	4,60	4,60	3,20
Total skuldränta (%)		5,7	4,2	3,4	3,5	3,9	3,4	2,9	2,1	2,0	3,0
Skuldränta (%)		6,3	4,7	4,2	4,3	4,5	4,0	3,4	2,5	2,4	3,6
Bostäder		88%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	88%	88%	89%
Lokaler		10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	10%	10%	9%
Övrigt		1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansnetto plus avskrivningar minus skatt plus räntekostnader i procent av räntekostnader

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Stockholmshem

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		8 518	10 321	9 018	8 959	9 171	9 632	9 776	10 365	11 323	12 430
Bokfört eget kapital (mkr)		2 346	1 433	2 135	2 690	2 914	3 005	3 126	3 253	3 378	3 690
Bokförd skuld (mkr)		6 172	8 888	6 883	6 269	6 257	6 627	6 650	7 112	7 945	8 740
Räntebärande skulder (mkr)		5 174	8 194	6 071	5 502	5 434	5 741	5 827	6 125	6 992	7 911
Övervärde fastighet (mkr)		6 637	6 646	7 957	7 992	8 194	10 515	13 980	17 155	19 279	23 027
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		15 155	16 967	16 975	16 951	17 365	20 147	23 756	27 520	30 602	35 457
Finansiella kostnader (mkr)		425	360	383	302	271	260	239	205	214	277
Justerat eget kapital (mkr)		7 125	6 218	7 864	8 444	8 814	10 576	13 192	15 605	17 259	20 269
Synlig soliditet (%)		28	14	24	30	32	31	32	31	30	30
Justerad soliditet (%)		47	37	46	50	51	52	56	57	56	57
Skuldsättningsgrad		0,73	1,32	0,77	0,65	0,62	0,54	0,44	0,39	0,41	0,39
Räntetäckningsgrad		1,80	2,2	3,4	3,5	2,2	1,6	1,7	1,9	1,9	2,6
Total skuldränta (%)		6,9	4,1	5,6	4,8	4,3	3,9	3,6	2,9	2,7	3,2
Skuldränta (%)		8,2	4,4	6,3	5,5	5,0	4,5	4,1	3,3	3,1	3,5
Bostäder		82%	86%	88%	88%	89%	87%	87%	88%	88%	88%
Lokaler		16%	12%	10%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Övrigt		2%	2%	2%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansnetto plus finansiella kostnader dividerat med finansiella kostnader

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Poseidon

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		8 242	8 145	7 847	9 186	9 454	10 076	10 298	10 447	10 530	10 506
Bokfört eget kapital (mkr)		2 159	2 267	2 266	2 910	2 934	3 279	3 412	3 551	3 658	3 708
Bokförd skuld (mkr)		6 083	5 878	5 581	6 276	6 520	6 797	6 886	6 896	6 872	6 798
Räntebärande skulder (mkr)		4 783	4 937	4 779	5 029	5 317	5 548	5 508	5 514	5 455	5 380
Övervärde fastighet (mkr)		0	1 800	2 800	2 000	2 100	2 600	3 800	4 700	6 400	7 800
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		8 242	9 945	10 647	11 186	11 554	12 676	14 098	15 147	16 930	18 306
Finansiella kostnader (mkr)		468	324	290	290	298	290	283	233	198	226
Justerat eget kapital (mkr)		2 159	3 563	4 282	4 350	4 446	5 151	6 148	6 935	8 266	9 324
Synlig solditet (%)		26	28	29	32	31	33	33	34	35	35
Justerad soliditet (%)		26	36	40	39	38	41	44	46	49	51
Skuldsättningsgrad		2,22	1,39	1,12	1,16	1,20	1,08	0,90	0,80	0,66	0,58
Räntetäckningsgrad		1,60	1,80	1,90	1,90	2,00	2,10	2,20	2,50	2,80	2,60
Total skuldränta (%)		7,7	5,5	5,2	4,6	4,6	4,3	4,1	3,4	2,9	3,3
Skuldränta (%)		9,8	6,6	6,1	5,8	5,6	5,2	5,1	4,2	3,6	4,2
Bostäder		90%	91%	91%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
Lokaler		8%	7%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Övrigt		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansnetto plus finansiella kostnader avseende företags skulder exklusive av och nedskrivningar i förhållande till finansiella kostnader avseende för

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

LKF

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		2 813	2 702	2 798	2 857	2 847	2 879	3 047	3 140	3 553	3 669
Bokfört eget kapital (mkr)		257	317	330	343	362	423	457	507	608	657
Bokförd skuld (mkr)		2 556	2 385	2 468	2 514	2 485	2 456	2 590	2 633	2 945	3 012
Räntebärande skulder (mkr)		2 342	2 199	2 216	2 250	2 233	2 214	2 332	2 312	2 552	2 651
Övervärde fastighet (mkr)			1400	1500	1700	1800	2100	2300	2900	3100	3600
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)			4 102	4 298	4 557	4 647	4 979	5 347	6 040	6 653	7 269
Finansiella kostnader (mkr)		182	138	122	121	127	119	110	100	77	105
Justerat eget kapital (mkr)			1325	1410	1567	1658	1935	2113	2595	2840	3249
Synlig soliditet (%)		9	12	12	12	13	15	15	16	17	18
Justerad soliditet (%)			32	33	34	36	39	40	43	43	45
Skuldsättningsgrad			1,66	1,57	1,44	1,35	1,14	1,10	0,89	0,90	0,82
Räntetäckningsgrad		1,50	1,90	1,90	2,10	2,00	2,20	2,30	2,70	3,80	2,80
Total skuldränta (%)		7,1	5,8	4,9	4,8	5,1	4,8	4,2	3,8	2,6	3,5
Skuldränta (%)		7,8	6,3	5,5	5,4	5,7	5,4	4,7	4,3	3,0	4,0
Bostäder		83%	83%	84%	84%	84%	84%	85%	85%	83%	81%
Lokaler		15%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	15%	17%
Övrigt		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat före avskrivning, nedskrivning anläggningstillgångar och jämförelsestörande poster i förhållande till räntekostnader minus räntebidrag

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Bostadsbolaget Göteborg

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		6 605	6 147	5 452	5 747	5 693	5 891	6 214	6 653	6 491	6 673
Bokfört eget kapital (mkr)		750	611	595	877	896	953	1 064	1 260	1 201	1 242
Bokförd skuld (mkr)		5 855	5 536	4 857	4 870	4 797	4 938	5 150	5 393	5 290	5 431
Räntebärande skulder (mkr)		5 227	4 896	4 223	4 141	4 087	4 149	4 327	4 514	4 373	4 472
Övervärde fastighet (mkr)				4 139	3 900	3 900	4 400	5 700	6 300	7 900	9 300
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)				9 591	9 647	9 593	10 291	11 914	12 953	14 391	15 973
Finansiella kostnader (mkr)		415	316	290	242	236	224	206	201	186	197
Justerat eget kapital (mkr)				3 575	3 685	3 704	4 121	5 168	5 796	6 889	7 938
Synlig solditet (%)		11	10	11	15	16	16	17	19	19	19
Justerad soliditet (%)				37	38	39	40	43	45	48	50
Skuldsättningsgrad				1,18	1,12	1,10	1,01	0,84	0,78	0,63	0,56
Räntetäckningsgrad		1,60	1,80	2,10	2,20	2,00	2,20	2,30	2,20	2,50	2,30
Total skuldränta (%)		7,1	5,7	6,0	5,0	4,9	4,5	4,0	3,7	3,5	3,6
Skuldränta (%)		7,9	6,5	6,9	5,8	5,8	5,4	4,8	4,5	4,3	4,4
Bostäder		81%	82%	88%	93%	93%	93%	92%	92%	92%	92%
Lokaler		17%	16%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Övrigt		2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat efter finansnetto plus finansiella kostnader avseende företags skulder exklusive avskrivningar i förhållande till finansiella kostnader avseende föret

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

Svenska bostäder

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		13 817	13 636	12 525	11 819	12 271	12 675	12 319	13 660	15 699	17 302
Bokfört eget kapital (mkr)		3 234	1 469	2 144	3 428	4 067	4 496	4 790	4 809	4 811	4 979
Bokförd skuld (mkr)		10 583	12 167	10 381	8 391	8 204	8 179	7 529	8 851	10 888	12 323
Räntebärande skulder (mkr)		9 034	8 347	8 494	6 323	6 305	6 637	5 990	6 987	9 137	10 384
Övervärde fastighet (mkr)		16300	16300	17900	20300	22600	23200	24300	27200	32500	33800
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)		30 117	29 936	30 425	32 119	34 871	35 875	36 619	40 860	48 199	51 102
Finansiella kostnader (mkr)		736	616	623	482	441	389	317	280	306	388
Justerat eget kapital (mkr)		14970	13205	15032	18044	20339	21200	22286	24393	28211	29315
Synlig solditet (%)		23	11	17	29	33	35	39	35	31	29
Justerad soliditet (%)		50	44	49	56	58	59	61	60	59	57
Skuldsättningsgrad		0,60	0,63	0,57	0,35	0,31	0,31	0,27	0,29	0,32	0,35
Räntetäckningsgrad		1,56	1,64	2,55	4,63	3,09	0,70	2,20	1,30	1,10	1,60
Total skuldränta (%)		7,0	5,1	6,0	5,7	5,4	4,8	4,2	3,2	2,8	3,1
Skuldränta (%)		8,1	7,4	7,3	7,6	7,0	5,9	5,3	4,0	3,3	3,7
Bostäder		76%	76%	75%	78%	78%	78%	79%	79%	80%	80%
Lokaler		21%	22%	22%	20%	20%	19%	18%	17%	17%	17%
Övrigt		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Resultat före dipositioner och skatt plus finansiella kostnader i förhållande till finansiella kostnader

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag – styrande faktorer

ÖBO

Nyckeltal	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokförda tillgångar (mkr)		5 748	5 519	5 634	5 974	6 076	6 189	6 422	6 178	6 252	6 485
Bokfört eget kapital (mkr)		1 238	823	754	911	934	954	1 132	1 178	1 277	1 348
Bokförd skuld (mkr)		4 510	4 696	4 880	5 063	5 142	5 235	5 290	5 000	4 975	5 137
Räntebärande skulder (mkr)		4 192	3 866	4 490	4 613	4 666	4 797	4 761	4 467	4 430	4 542
Övervärde fastighet (mkr)			3 200			4 400	4 500	4 000	4 300	5 400	7 100
Tillgångar, inkl övervärde fastighet (mkr)			8 719			10 476	10 689	10 422	10 478	11 652	13 585
Finansiella kostnader (mkr)		277	234	249	229	231	208	195	176	159	188
Justerat eget kapital (mkr)			3 127			4 102	4 194	4 012	4 274	5 165	6 460
Synlig solditet (%)		22	15	13	15	15	15	18	19	20	21
Justerad soliditet (%)			36			39	39	38	41	44	48
Skuldsättningsgrad			1,24			1,14	1,14	1,19	1,05	0,86	0,70
Räntetäckningsgrad		1,64	1,69	1,53	1,57	1,55	1,62	2,82	2,04	2,65	2,15
Total skuldränta (%)		6,1	5,0	5,1	4,5	4,5	4,0	3,7	3,5	3,2	3,7
Skuldränta (%)		6,6	6,1	5,5	5,0	5,0	4,3	4,1	3,9	3,6	4,1
Bostäder		88%	89%	89%	88%	88%	88%	88%	87%	87%	87%
Lokaler		10%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%
Övrigt		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%

Def räntetäckningsgrad 2007:

Rörelseresultat plus avskrivningar och finansiella intäkter i förhållande till räntekostnader

BILAGA 2: ÖVRIGA NYCKELTAL

Räntetäckningsgrad

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	2,40	3,60	2,10	2,80
Wihlborgs	1,40	1,70	1,80	1,90	2,20	2,10	3,50	2,90	3,30	2,70	
Hufvudstaden	2,20	3,90	3,00	2,80	3,30	3,20	3,50	5,70	5,10	6,20	
Wallenstam	1,10	1,60	1,30	1,30	2,20	1,80	1,60	2,00	2,10	2,60	
Castellum	2,32	2,61	2,39	2,32	2,41	2,56	2,77	3,15	3,43	2,87	
Kungsleden	-	2,70	3,30	2,40	2,10	2,20	2,10	2,70	3,10	2,70	
Heba	3,70	4,60	3,80	4,00	3,20	3,60	10,90	20,40	34,90	26,40	
Vasakronan	2,30	2,30	2,00	2,10	2,60	2,50	2,70	3,40	3,50	5,50	
AP fastigheter	1,06	1,10	1,30	2,30	2,40	2,30	2,90	3,10	3,90	3,00	
MKB	2,10	2,70	2,60	2,50	2,60	2,90	3,50	4,60	4,60	3,20	
Stockholmshem	1,80	2,20	3,40	3,50	2,20	1,60	1,70	1,90	1,90	2,60	
Posiedon	1,60	1,80	1,90	1,90	2,00	2,10	2,20	2,50	2,80	2,60	
LKF	1,50	1,90	1,90	2,10	2,00	2,20	2,30	2,70	3,80	2,80	
Bostadsbolaget Göteborg	1,60	1,80	2,10	2,20	2,00	2,20	2,30	2,20	2,50	2,30	
Svenska bostäder	1,56	1,64	2,55	4,63	3,09	0,70	2,20	1,30	1,10	1,60	
ÖBO	1,64	1,69	1,53	1,57	1,55	1,62	2,82	2,04	2,65	2,15	
Genomsnitt	1,85	2,28	2,32	2,50	2,39	2,24	3,09	4,01	5,05	4,50	

Skuldränta

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fabege	-	-	-	-	-	-	-	2,9	5,6	4,5	3,7
Wihlborgs	5,8	5,0	5,5	4,7	5,5	6,3	3,8	3,8	2,9	3,3	
Hufvudstaden	5,2	5,5	5,8	5,3	5,5	5,3	5,7	4,0	4,2	4,1	
Wallenstam	6,9	5,9	5,4	5,5	5,4	4,1	4,5	4,1	3,8	4,1	
Castellum	6,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,1	4,8	4,1	3,4	4,0	
Kungsleden	3,7	5,4	5,4	5,0	5,7	4,6	4,7	3,1	5,5	3,5	
Heba	6,5	3,5	4,7	4,6	5,4	4,4	3,8	2,9	3,7	2,9	
Vasakronan	6,7	5,6	6,1	5,7	5,5	6,2	5,3	5,0	4,8	3,1	
AP fastigheter	3,9	5,9	6,5	5,2	5,4	6,1	5,5	4,6	4,3	4,1	
MKB	6,3	4,7	4,2	4,3	4,5	4,0	3,4	2,5	2,4	3,6	
Stockholmshem	8,2	4,4	6,3	5,5	5,0	4,5	4,1	3,3	3,1	3,5	
Posiedon	9,8	6,6	6,1	5,8	5,6	5,2	5,1	4,2	3,6	4,2	
LKF	7,8	6,3	5,5	5,4	5,7	5,4	4,7	4,3	3,0	4,0	
Bostadsbolaget Göteborg	7,9	6,5	6,9	5,8	5,8	5,4	4,8	4,5	4,3	4,4	
Svenska bostäder	8,1	7,4	7,3	7,6	7,0	5,9	5,3	4,0	3,3	3,7	
ÖBO	6,6	6,1	5,5	5,0	5,0	4,3	4,1	3,9	3,6	4,1	
Genomsnitt	6,6	5,6	5,8	5,4	5,5	5,1	4,5	4,0	3,8	3,8	

BILAGA 3: FÖRETAG VIKTADE MED TILLGÅNGSVÄRDEN

Alla företag

Företag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fäbege		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	13,03	8,23	8,52	8,05
Wihlborgs		0,00	0,00	10,91	11,12	9,85	7,86	2,67	2,60	3,19	3,48
Hufvudstaden		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,82	5,14	5,24	5,83	5,31
Wallerstam		6,52	4,85	4,74	4,85	4,58	5,08	4,91	5,51	5,61	5,01
Castellum		0,00	8,75	7,21	7,55	7,33	7,00	6,63	6,80	6,94	7,07
Kungsleden		0,00	3,96	3,69	4,83	4,77	5,31	4,93	8,73	6,89	8,31
Heba		1,47	1,31	1,18	1,18	1,18	1,16	0,79	0,81	0,76	0,79
Vasakronan		20,19	17,52	16,80	17,11	15,98	14,04	12,74	11,80	11,36	11,83
AP fastigheter		19,68	15,89	17,78	17,20	15,92	13,27	10,63	10,61	10,41	10,15
MKB		5,40	4,20	3,46	3,35	3,36	4,08	3,86	3,74	4,02	4,06
Stockholmshem		13,23	10,60	8,08	7,47	7,26	7,75	8,06	8,75	8,69	8,99
Posiedon		7,20	6,21	5,07	4,93	4,83	4,87	4,78	4,82	4,81	4,64
LKF		0,00	2,56	2,05	2,01	1,94	1,91	1,81	1,92	1,89	1,84
Bostadsbolaget Göteborg		0,00	0,00	4,56	4,25	4,01	3,96	4,04	4,12	4,09	4,05
Svenska bostäder		26,30	18,70	14,48	14,16	14,59	13,79	12,43	12,99	13,69	12,96
ÖBO		0,00	5,45	0,00	0,00	4,38	4,11	3,54	3,33	3,31	3,44

Företag uppdelade på sektor

Privata börsnoterade bolag	År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fäbege		-	-	-	-	-	-	38,1	24,2	25,3	23,8
Wihlborgs		-	-	46,4	44,4	41,9	27,9	7,8	7,6	9,5	10,3
Hufvudstaden		-	-	-	-	-	20,7	15,0	15,4	17,3	15,7
Wallerstam		81,6	34,0	20,1	19,3	19,5	18,0	14,4	16,2	16,7	14,8
Castellum		-	28,9	12,8	12,3	13,3	10,4	8,0	8,4	8,6	8,4
Kungsleden		-	27,8	15,7	19,3	20,3	18,8	14,4	25,7	20,4	24,6
Heba		18,4	9,2	5,0	4,7	5,0	4,1	2,3	2,4	2,3	2,3
Statliga bolag											
Vasakronan		50,6	52,4	48,6	49,9	50,1	51,4	54,5	52,7	52,2	53,8
AP fastigheter		49,4	47,6	51,4	50,1	49,9	48,6	45,5	47,3	47,8	46,2
Allmännyttiga bolag											
MKB		10,4	8,8	9,2	9,3	8,3	10,1	10,0	9,4	9,9	10,2
Stockholmshem		25,4	22,2	21,4	20,7	18,0	19,1	20,9	22,1	21,5	22,5
Posiedon		13,8	13,0	13,4	13,6	12,0	12,0	12,4	12,1	11,9	11,6
LKF		-	5,4	5,4	5,6	4,8	4,7	4,7	4,8	4,7	4,6
Bostadsbolaget Göteborg		-	-	12,1	11,8	9,9	9,8	10,5	10,4	10,1	10,1
Svenska bostäder		50,4	39,2	38,4	39,1	36,1	34,1	32,3	32,8	33,8	32,4
ÖBO		-	11,4	-	-	10,9	10,2	9,2	8,4	8,2	8,6