

ÄGARFORM STYR INVESTERINGSPROCESSEN

OM INVESTERINGSPROCESSEN HOS
HYRESRÄTTsutvecklare

SOFIA HEDERSTIERNA
JOHANNA SAND

Kandidatuppsats
Handelshögskolan i Stockholm
2019

Hur ägarform påverkar investeringsprocessen: Om investeringsprocessen hos hyresrättsutvecklare

Abstract:

This thesis presents a comparative case study of the investment process for real estate developers constructing and managing rental apartments. The analysis of the process is conducted with respect to the developer's type of ownership. The thesis covers differences between capital budgeting methods by mapping the investment process with Dayananda et al's (2002) framework. This thesis also covers a comparative assessment of the housing developers' capital budgeting approaches to facilitate and execute innovation projects. The study covers family-owned, listed, and municipal housing developers, all present on the Swedish housing market. The empiric work reveals a discrepancy in the use of quantitative and qualitative techniques as well as inconsistencies in the facilitation of innovation across the developers. The study aims to answer the research question; How does the ownership structure affect the investment processes and innovation in the construction and management of rental apartments?

Keywords:

Innovation, Investment process, Ownership type, Rental Apartment

Författare:

Sofia Hederstierna (23885)

Johanna Sand (23779)

Handledare:

Katerina Hellström, Assistant Professor, Department of Accounting

Examensarbete

Kandidatprogram i Business and Economics

Handelshögskolan i Stockholm

© Sofia Hederstierna och Johanna Sand, 2019

Tack

Först och främst vill vi tacka vår handledare Katerina Hellström för hennes insiktsfulla feedback och stöd.

Vi vill också tacka intervjuobjekten för att de tog sig tid att besvara våra frågor och för att de var så tillmötesgående.

Vidare vill vi tacka vänner och familj för värdefull feedback.

Innehållsförteckning

1. Introduktion	4
2. Teori	5
2.1. Investeringsprocessen	6
2.1.1. Kvantitativa metoder	7
2.1.2. Kvalitativa metoder	8
2.1.3. Innovation	9
2.1.4. Investeringsbedömning i praktiken	10
2.2. Ägarform som faktor i investeringsbedömning	10
2.2.1. Allmännyttan styrs av Allbolagen	11
2.2.2. Investeringsbedömning i familjeägda och börsnoterade bolag	12
3. Metod	13
3.1. Studiens design	13
3.2. Datainsamling	13
3.3. Dataanalys	15
3.4. Reflektioner	15
4. Empiri	16
4.1. Bakgrund och kontext	16
4.2. Investeringsprocessen	17
4.3. Innovation	21
5. Analys	23
5.1. Investeringsprocessen	23
5.2. Innovation	29
5.2.1. Metoder för att främja innovation	29
5.2.2. Matchning och klassificering	29
5.2.3. Analys av tillämpning av innovationsmetod utifrån matchning	30
6. Slutsatser	32
6.1. Bidrag	33
6.2. Begränsningar	34
6.3. Diskussion och vidare forskning	34
7. Appendix	35
7.1 Definitioner	35
7.2. Intervjuguide	37
8. Källförteckning	38

1. Introduktion

Kapitalbudgetering är en essentiell metod för att utvärdera långsiktiga investeringars väntade värde samt för att främja investeringar i innovation. Väl genomförd kapitalbudgetering ger ett ramverk som gör det möjligt att följa investeringars lönsamhet och strategiska påverkan i företaget. Därmed leder investeringsprocessen tack vare dess uppföljningssteg till att den kan bevisa för aktieägare att bolagets investeringar är värdeskapande. Tidigare forskning har funnit skillnader i investeringsprocessen mellan olika branscher och ägarformer (Sandahl, Sjögren, 2003). Framförallt har tidigare studier analyserat skillnaden mellan börsnoterade och privatägda bolag (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015, Anderson, Duru & Reeb, 2012, Bianco et al., 2013).

Då tidigare forskning har visat att familjeägda bolag är mer riskaverta (Anderson, Duru & Reeb, 2012) bör konsekvensen bli att dessa bolag i praktiken väljer att investera i projekt med lägre risk. Då börsnoterade bolag är utsatta för både interna och externa förväntningar väntas en kortsiktig strategi för att prestera väl på en reaktiv och volatil aktiemarknad (Kraus, Lind, 2010, Anderson, Duru & Reeb, 2012). I de fall då en familj innehar både en röstmajoritet och ledarposition i bolaget, vilket enligt EU-kommissionens definition klassificerar bolaget som ett familjeägt bolag, bör det resultera i en hybrid mellan det familjeägda och börsnoterade styrandet. Det finns vad vi vet ingen studie som visar på skillnader i investeringsprocessen mellan ett sådant hybridbolag och renodlade familje- och börsbolag.

Befintliga komparativa studier gällande kapitalbudgeteringsverktyg på utländska data är inte uttömmande för den svenska marknaden där kommunalt ägda allmännyttiga bolag har en viktig position. En studie av nyttjandet av kapitalbudgeteringsverktyg har däremot gjorts på svenska data där samtliga ägarformer fanns representerade (Sandahl, Sjögren, 2003). Studien tog bland annat hänsyn till bransch och ägarform för att förklara skillnader i nyttjandet av metoderna. Däremot testade inte studien för variationer inom branscher med hänsyn till ägandeform utan testade de båda faktorerna separat. Därför ämnar denna uppsats bidra med förklaringsvärde till variationerna inom en bransch med hänsyn till ägandeform genom en kvalitativ studie. Studien undersöker även hur investeringar i innovationsprojekt hanteras inom bolagen då de är grundläggande för att vara konkurrenskraftiga och produktiva på marknaden. Uppsatsen avser besvara följande fråga:

- Hur påverkar bolags ägarform investeringsprocessen samt innovation vid uppförande och förvaltning av hyresrätter?

Vi har valt att utföra denna studie på bolag som utvecklar och förvaltar hyresrätter. Branschen är vald utifrån det faktum att även den kommunalägda allmännyttan finns representerad samt att branschens investeringar per definition är långsiktiga, då de har årslånga ledtider och ligger på balansräkningen i flera år.

Tillgång till den egna bostaden är en viktig del av den svenska välfärdsstatens självbild samt för medborgares trygghet och välmående. Den svenska marknaden är under ständig

förändring som drivs av olika politiska vindar, subventionsformer och regleringar vilket får konsekvenser för bostadsutvecklare vars projekt har långa ledtider.

I studien intervjuas fem bolag som utvecklar och förvaltar hyresrätter i Stockholm. Vi kartlägger deras investeringsbeslut, val av kvantitativa och kvalitativa metoder samt nyttjande av metoder för att främja innovation. Bland ägandeformerna återfinns kommunalägt, börsnoterat, familjeägt samt ett familjeägt börsnoterat. Anledningen till det är att se hur väl bolagen tar hänsyn till långsiktigheten i verksamheten och dess framtida konkurrenskraftighet beroende på de olika ägarformernas incitament för kort- eller långsiktighet.

Allmännyttiga bostadsbolag hade tidigare fördelar gentemot privata bolag genom subventioner och upphandling. Sedan *Lag 2010:879 om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag* (Allbolagen) trädde i kraft 2011 ska även allmännyttiga bostadsbolag drivas utifrån affärsmässiga principer. Vad som menas med affärsmässiga principer har däremot varit föremål för diskussion (Nordlund, 2012). Sedan kravet på att de ska drivas enligt affärsmässiga principer infördes har de allmännyttiga bolagens räntabilitet på eget kapital minskat markant. Samtidigt visar deras icke subventionerade konkurrenter en jämn räntabilitet och har idag en betydligt högre vinst än de allmännyttiga bolagen.

Innovationsprojekt är viktiga för ett bolags lönsamhet och om de uteblir finns det risk för att marknadsandelar övertas av konkurrenter (Christensen, Kaufman & Shih, 2008). Det har visat sig att avsaknad av innovation och digitalisering till stor del förklarar dyrt och ineffektivt uppförande av bestånd. En ökad digitalisering av byggbranschen väntas öka produktiviteten och enligt Tillväxtverket är små byggbolag sämst på digital utveckling (Di Digital, 2018). En undersökning av Siljevall (2018) visar att endast 39 procent av bostadsbyggarna har en strategi för digitalisering trots att 83 procent av dessa anser att en digitalisering kommer att öka effektiviteten i byggprocessen vilket i sin tur väntas öka lönsamheten. Därmed är kapitalbudgetering och strategi för innovation och digitalisering viktiga åtgärder för att uppföra mer effektiva bestånd och uppnå lägre kostnader.

Enligt vår vetenskap är studien den enda av sitt slag som undersöker och jämför investeringskalkylering för långsiktiga och kapitalintensiva projekt för de tre ägarformerna; börsnoterad, familjeägd och allmännyttig. Då allmännyttiga bolag är reglerade av svensk lag och därmed enbart är en svensk företeelse har det inte genomförts internationella komparativa studier på dess investeringsprocess. Studien ämnar bidra med en ökad förståelse för investeringsprocessen i praktiken genom kartläggning och analys av investeringsprocessen för bolag som utvecklar och förvaltar hyresrätter.

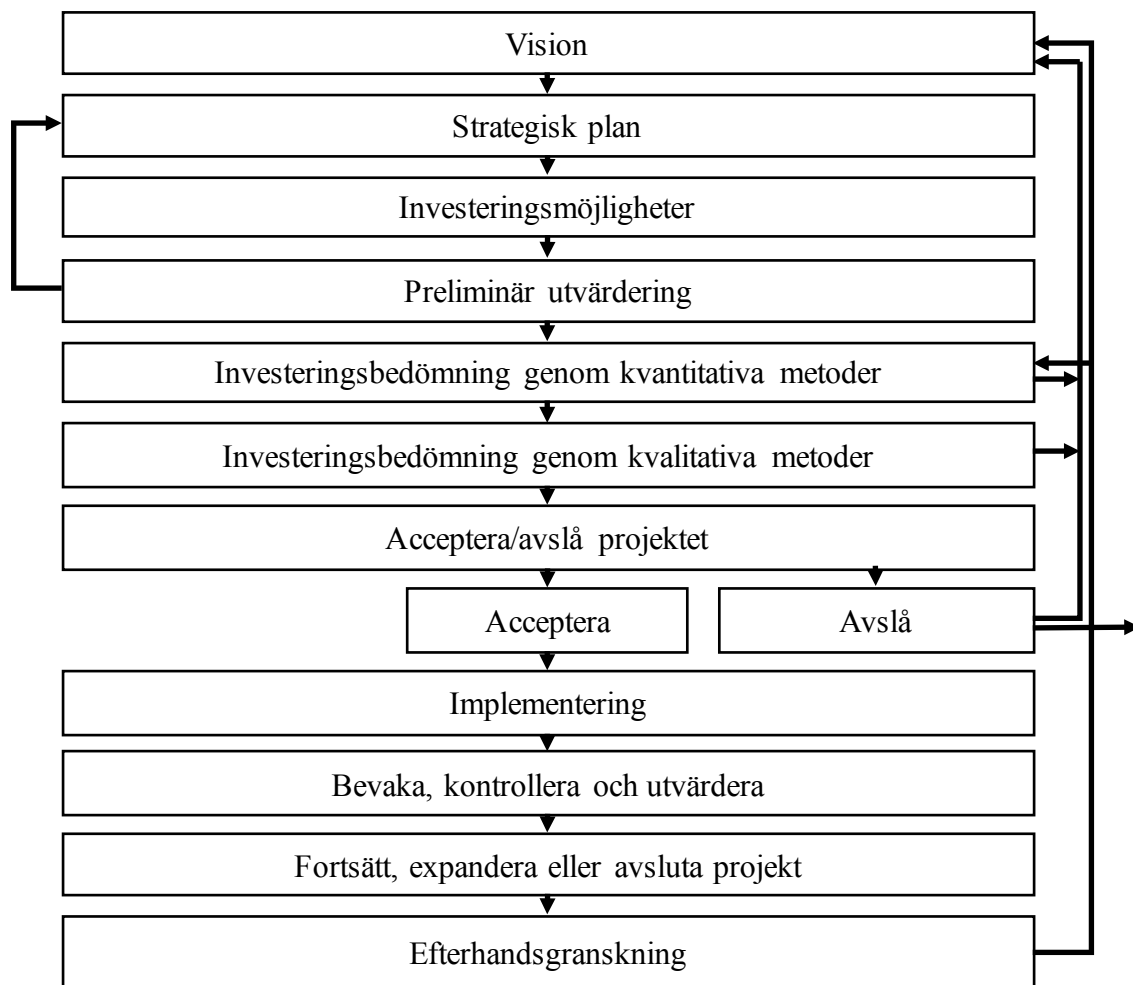
2. Teori

I detta avsnitt beskrivs Dayananda et al. (2002) investeringsprocess. Då tidigare forskning visar att ägarform påverkar val av kapitalbudgeteringsverktyg presenteras de kvalitativa och kvantitativa teorierna ingående då de ligger till grund för studien. Metoder och beslutsregler för kvantitativa kalkyleringsmetoder sammanställs utifrån från Berk & DeMarzos (2014) lärobok. Kvalitativa bedömningar och dess koppling till strategi framförs med hjälp av teorier

från Carr & Tomkins (1996) samt Northcott & Alkaraan (2006). Bedömning av innovationsprojekt förklaras av Christensen et al. (2008). Avslutningsvis går vi genom teorier kring ägarformens betydelse för beslut under investeringsprocessen.

2.1. Investeringsprocessen

Investeringsprocessen för investeringar i större organisationer (figur 1) har elva steg (Dayananda et al., 2002). Första steget består av bolagets vision för vad företaget ska uppnå. Samtliga investeringar grundas i företagets strategiska plan, det vill säga hur bolaget ska uppnå målet genom att positionera sig och vägen dit. Erfarenhetsåterföring till den strategiska planen sker löpande från alla steg i processen, vilket illustreras av pilarna i figur 1. Bolaget kan ha flera investeringsmöjligheter att utvärdera. Investeringsmöjligheterna måste vara i linje med bolagets vision, mission och mål och dess strategiska plan. Det finns investeringar som är nödvändiga för fortsatt verksamhet eller diskretionära. Exempel på diskretionära investeringar är kostnadsreducering eller tillväxtmöjligheter. Investeringsmöjligheterna kan komma från såväl interna som externa källor. Då ett bolag inte kan acceptera samtliga investeringsmöjligheter måste dessa sällas genom en preliminär utredningsprocess där oattraktiva investeringsmöjligheter exkluderas. Den preliminära utredningsprocessen kan ske genom kvantitativ analys eller genom att göra antaganden baserade på intuition och erfarenhet. Steget därefter innebär att en investeringsbedömning görs med hjälp av kvantitativa metoder. Metoderna ska utreda om och hur mycket investeringen väntas skapa värde. När en investeringsmöjlighet har visat sig skapa värde utreds den med investeringsbedömning genom kvalitativa metoder. Kvalitativa faktorer som kan påverka projektet tas hänsyn till genom ledningens erfarenhet och avvägningsförmåga. Möjligheter med för stora kvalitativa risker försvinner i detta steg. När investeringsmöjligheten är utredd i ovanstående steg ska ett beslut fattas huruvida den ska antas. När investeringen har antagits ska projektet implementeras och därefter övervakas. Avstämningar ska ske löpande för att se hur väl prognoser över kassaflöden stämmer överens med utfallet. Investeringarna kan i det steget fortlöpa, expanderas eller överges. När investeringen är gjord sker en efterhandsgranskning vars syfte är att generera lärdomar.



Notera: Figuren beskriver investeringsprocessen utifrån modellen av Dayananda et al. (2002).

Figur 1. Dayananda et al. (2002) investeringsprocessen

2.1.1. Kvantitativa metoder

Berk & DeMarzo (2014) presenterar i sin lärobok gängse kvantitativa metoder och beslutsregler för dessa. Att negligera en beslutsregel suboptimerar ett investeringsbeslut utifrån metoden.

- Återbetalningsmetodens beslutsregel accepterar projekt vars kassaflöden motsvarar den ursprungliga investeringen efter en bestämd tidsperiod. Återbetalningsmetod är beroende av en investerings kassaflöden och en bestämd tidsperiod.
- Internräntemetodens beslutsregel accepterar projekt som överstiger kapitalkostnaden och förkastar övriga. En kalkylering av investering, kassaflöde samt tidshorisont ger internräntan.
- Nuvärdesmetodens beslutsregel accepterar samtliga projekt med positiva nuvärden. Nuvärdesmetoden är beroende av tidshorisont, kassaflöde och diskonteringsränta. Enligt Berk & DeMarzo (2014) maximerar nuvärdesmetoden företagsvärdet.

De två fallgroparna hos återbetalningsmetoden är att den bortser från projektets kapitalkostnad och tidsvärdet av pengar samt bortser från kassaflödet som uppstår efter återbetalningsperioden. Även antal år som ska väljas som korrekt återbetalningsperiod är ett diffust beslutskriterium som är svårt att motivera rationellt och konsekvent.

Bedömningsregeln för internräntemetoden är missvisande för de projekt som kräver investeringar sent i processen. Det kan även finnas risk för att projektet har flera internräntor eller att det inte finns någon över huvud taget (Berk, DeMarzo, 2014).

Vid nuvärdesmetoden är de två variablerna tidshorisont och diskonteringsränta grundläggande för metoden och utfallen blir känsliga för avvikelser i antagandena för dessa (Berk, DeMarzo, 2014). En del av problematiken med nuvärdesmetoden är att det är en så kallad *innovationsdödare* då det finns en risk för att företag systematiskt diskriminerar innovationsprojekt vid felaktiga antaganden.

Empire building är ett begrepp som används för att beskriva ett företags lednings vilja att investera i projekt med negativt nuvärde. Ledningen föredrar ofta vid *empire building* att acceptera projekt som ökar bolagets storlek i stället för dess lönsamhet. Detta fenomen är även vanligt då ledningen missbedömer investeringars lönsamhet eller då ledningen inte vill överge uppenbara förlustprojekt då de har accepterats (Berk, DeMarzo, 2014). Risken för detta minskas med kvantitativa kalkyler.

Lemons principle förklarar hur marknaden prissätter ett bolag med avseende på negativt urval. Vid osäkerhet av bolagets verkliga värde antas det vara lågt på grund av rädslan att det är en *bad lemon* (Berk, DeMarzo, 2014). Detta beror på den informationsasymmetrin som finns mellan agent och principal.

2.1.2. Kvalitativa metoder

Carr & Tomkins (1996) definierar investeringar som strategiska då de har en betydande effekt på organisationen i sin helhet eller på långsiktigt resultat.

NPV techniques need to be complemented by value chain, cost driver and competitive advantage analyses. (Shank, Govindarajan, 1992)

I artikeln bekräftar Carr & Tomkins (1996) Shanks argument empiriskt. Shank framhåller faran med att kalkyleringsmetoder kan vara missledande om strategiska aspekter inte har blivit effektivt integrerade. Kapitalbudgetering bör därför kompletteras med en värdekedja, kostnadsdrivare och analys av konkurrensfördelar eftersom det råder brist på strategiska kopplingar mellan diskontering av kassaflöden och hantering av andra strategiska kostnader.

Alkaraan & Northcott (2006) belyser i sin artikel inkonsekvensen som finns i tidigare forskning gällande vilken kalkyleringsmetod som är mest lämplig. De menar att tidigare studier funnit att diskonterade kassaflödesanalyser är för teoretiska och kan skapa problem i praktiken. Författarna finner att kvantitativa investeringsbedömningar lämpar sig bättre för kortsiktiga investeringar som är lätta att kvantifiera samtidigt som de kan bli missvisande om antaganden är felaktiga. Därutöver menar de att traditionella kvantitativa bedömningar inte nödvändigtvis resulterar i rationella beslut då kvalitativa parametrar inte beaktas. I artikeln

hänvisar författarna till tidigare empiriska studier (Butler et al., 1991) (Carr, Tomkins, 1996). Butler et al. (1991) finner att de flesta investeringsbedömningar primärt väger in hur väl en investering är konkurrenskraftig och är i linje med strategin. Kvantitativa faktorer blir därmed sekundära. I artikeln föreslås även kompletterande metoder som tar strategin i beaktning till de traditionella kalkyleringsmetoderna. Dessa är Balanced Scorecard, Real Options, analys av värdekedjan, Benchmarking och Technology roadmapping. Författarna finner att kvalitativa parametrar i investeringsbedömningen har starka kopplingar till monetära utfall och föreslår att den teoretiska dikotomin mellan kvantitativa och kvalitativa metoder är mindre verklig i praktiken där kvantitativa och kvalitativa aspekter verkar vara integrerade (Butler et al., 1991). Erfarenhetsåterföring är enligt Neale (1990) ett verktyg att öka kvaliteten i beslutsfattandet samt planering och realism i investeringsbedömning.

2.1.3. Innovation

Lyckade innovationer skapas ofta med hjälp av *design thinking* (Brown, 2008). *Design thinking* är en metod för uppfinningar som skapar en efterfrågan på nya lösningar som uppfyller befintliga behov. Ett klassiskt exempel på *design thinking* är glödlampan som skapades av Thomas Edison. Han lyckades förändra och erövra en befintlig marknad ljuskällor där ny teknik och innovation ersatte stearinljuset med glödlampan. *Design thinking* och innovation uppstår då människors behov och preferenser observeras och förstås. Designers har en förmåga att förstå människor och hitta metoder för att möta människors behov med vad som är tekniskt möjligt. Det kan tillsammans med en god affärsstrategi skapa kundvärde och marknadsmöjlighet. Därefter är det viktigt att främja dess utveckling och implementering i bestånd med hjälp av följande föreslagna metoder och processer.

Innovationsprojekt blir ofta försummade på grund av för kortsiktiga finansiella krav och antagandet om *business as usual*. Detta kallas för *Parmenides fallacy*, ett fenomen som uppstår då ett företag förväntar sig kunna ha samma position på marknaden utan att konstant förbättras och vara innovativa. För att minimera risken för att felaktigt förkasta eller välja felvalda innovationsprojekt kan metoderna *DCF-trap*, *faser och beslutsgrindar* och *discovery-driven planning* användas.

DCF-trap hjälper till att kvantifiera förlusten som uppstår vid förkastande av potentiella investeringar för att undvika *innovationsdödaren* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008). Exempelvis kan förlorade marknadsandelar som uppstår vid utebliven investering kvantifieras för att säkerställa att ett innovationsprojekt inte utesluts på felaktiga eller bristfälliga premisser.

Faser och beslutsgrindar är en konceptuell och operativ modell som leder projekt från idé till implementering. *Faser och beslutsgrindar* grundar sig på premissen att vissa individer är mer kvalificerade att förstå och analysera de faktorer som är nödvändiga för att lyckas. Därmed bildas kompetenta projektteam som har i uppgift att utvärdera innovationsprojekten. Genom att tillämpa *faser och beslutsgrindar* reduceras osäkerhetsfaktorer, risk och kostnader med hjälp av insamling av information, utvärdering och analys. Vid grindarna mellan faserna tas beslut om att fortsätta eller avbryta projektet (Cooper, 2008). *Faser och beslutsgrindar*

(Cooper, 2008, Christensen, Kaufman & Shih, 2008) gör det möjligt att pröva idéer främst för att rättfärdiga och kontrollera att de är förenliga med bolagets affärsstrategi. Dessa faser möjliggör effektiv resursanvändning genom att avslå projekt som inte är relevanta för bolaget. Metoden gör det möjligt att identifiera innovationen som nödvändig för en långsiktig strategi som ämnar möta intressenternas nuvarande och framtida behov.

Discovery-driven planning utgår från ett antal fasta premisser och krav som projektet ska uppnå vid varje fas, vilket tvingar fram önskad innovation för att projektet ska kunna accepteras. Om en viktig premiss inte uppfylls förkastas eller revideras projektet tills dess att kraven tillfredsställs. Det finns även möjlighet att kvantifiera exempelvis förlorade marknadsandelar vid utebliven investering för att säkerställa att ett innovationsprojekt inte utesluts på felaktiga eller bristfälliga premisser. Därför beräknas ett diskonterat kassaflöde för både det individuella projektets värdeskapande och kostnaden för en förkastad investering. Detta kallas för att beräkna en *DCF-trap* för att undvika *innovationsdödaren* som uppstår då det diskonterade kassaflödet inte tar hänsyn till konsekvenser av olika utfall (Christensen, Kaufman & Shih, 2008).

2.1.4. Investeringsbedömning i praktiken

Arnold & Hatzopoulos (2000) visar i sin studie att företag i Storbritannien har ökat sin bredd av analysverktyg där läroboksmetoder som nuvärdesmetoden och internräntemetoden används mer frekvent än tidigare.

Arnold & Hatzopoulos (2000) menar att även om teoretiska kapitalbudgeteringsverktyg som nuvärdesmetoden och internräntemetoden används allt mer frekvent återfinns fortfarande ett gap mellan teori och empiri gällande kapitalbudgeteringsmetoder. Gapet mellan teori och praktik kan bland annat förklaras med hjälp av olika typer av beteende samt praktiska och teoretiska anledningar. I flera fall undviker bolagen att utföra alltför exakta investeringskalkyler då det finns en rädsla för att det faktiska utfallet ska vara alltför annorlunda och därmed felaktigt. I stället för att kalkylera felaktigt föredrar många att göra vaga analyser med ett större svängrum för att med större sannolikhet vara korrekta. Exempelvis kan höga diskonteringsräntor bidra till att projekt ter sig mer lönsamma i praktiken än i teorin.

2.2. Ägarform som faktor i investeringsbedömning

Nedan beskrivs med hjälp av teorier och rapporter hur ägarform påverkar investeringsprocessen. Allmännyttan antas ha både ett kortsiktigt och långsiktigt perspektiv och därmed tillämpa både kvantitativa och kvalitativa metoder för investeringsbedömning. Börsnoterade bolag väntas ha ett kortsiktigt perspektiv och huvudsakligen tillämpa kvantitativa metoder medan familjeägda bolag väntas ha ett långsiktigt perspektiv och använda kvalitativa metoder.

2.2.1. Allmännyttan styrs av Allbolagen

Sveriges kommunalt ägda bostadsbolag kallas för Allmännyttan. Allmännyttan äger ungefär hälften av alla hyresrätter i Sverige och har som uppgift att tillhandahålla hållbara och prisvärda bostäder för alla (Allmännyttan, 2019). Allmännyttan har tidigare erhållit subventioner av kommunerna och kritiserats för att ha accepterat olönsamma projekt. Sedan Allbolagen trädde i kraft 2011 ska Allmännyttan drivas enligt affärsmässiga principer, vilket har varit föremål för diskussion.

I en rapport (Lind, Lundström, 2011) tolkas propositionen till Allbolagen. Enligt propositionen till Allbolagen innebär affärsmässigt agerande att agera som ett långsiktigt privat företag i motsvarande situation. Det innebär vidare att en strävan efter vinst på lång sikt ska genomsyra verksamhetens alla beslut. Ett sådant agerande är lämpligt för att uppnå konkurrensneutralitet på bostadsmarknaden. Rapporten hänvisar även till ett utlåtande av Sveriges kommuner och landsting, SKL, där den beskriver sin tolkning av lagen. Enligt SKL innebär affärsmässiga principer bland annat att kommunen ska ställa marknadsmässiga avkastningskrav på bolaget, kommunen ska normalt inte skjuta till medel för att täcka underskott i verksamheten samt att kommunen ska ta ut marknadsmässiga borgensavgifter och räntor på lån. De kommunägda allmännyttiga bolagen ska enligt sina direktiv erbjuda goda bostäder åt alla samt på ett affärsmässigt och samhällsnyttigt vis (SABO). Enligt forskningsrapporten "Nyttan med allmännyttan" på uppdrag av SABO, Sveriges allmännyttiga bostadsföretag, liknas direktiven med konceptet *Corporate Social Responsibility*, CSR (Windell, 2015). Konceptet innebär att bolaget inkorporerar socialt värdeskapande i strategin och verksamheten (CSR Sweden, 2019). Konceptet har kritiserats av Nobelpristagaren i ekonomi Milton Friedman, med den berömda artikeln "The social responsibility of business is to increase its profits" (Friedman, 1970). Forskningsrapporten menar att allmännyttan ger utrymme för andra prioriteringar och bedömningar än vad privata företag skulle anse vara lönsamt.

I samband med att Allbolagen trädde i kraft skrevs en rapport (Nordlund, 2012) i samarbete med Sveriges allmännyttiga bostadsföretag, SABO, om hur Allbolagen bör tillämpas i praktiken. I rapporten intervjuas ett antal privata och allmännyttiga bostadsutvecklare för att se hur dessa genomför investeringskalkylering. För att kartlägga vad marknadsmässiga principer innebär ställs ett antal frågor till diverse marknadsaktörer. En slutsats från rapporten är att marknadsmässiga investeringskalkyleringar utförs med ett avkastningskrav som tar hänsyn till relevanta risker för en period som överstiger minst ett år. Avkastningskravet kan förslagsvis baseras på den riskfria realräntan med tillägg för inflation och riskkomponenter. Kalkylerna ska vara så verklighetstroga som möjligt. Rapporten hänvisar till SABO som anser att kommunala bostadsbolag agerat affärsmässigt i flera år samt att marknadsmässiga principer inte innebär vinstmaximering. En investering ska enligt SABO skapa positiv avkastning i genomsnitt och en negativ avkastning kan då accepteras för vissa delprojekt.

2.2.2. Investeringsbedömning i familjeägda och börsnoterade bolag

Tidigare forskning finner att ledningen på börsnoterade bolag använder sig av en kortsiktig tidshorisont vid kapitalbudgetering (Anderson, Duru & Reeb, 2012). Jensen (1989) föreslår att företag med stark tillväxt, vars investeringsmöjligheter är fler än vad verksamhetens genererade kassaflöden kan investera i, är lämpliga att vara börsnoterade. Det beror på att ledningen i dessa bolag är mindre benägna att systematiskt investera i värdeförstörande projekt. Företag med låg eller negativ tillväxt med stor kassa lämpar sig inte att vara börsnoterade då ledningen har högre incitament att nyttja kassan till värdeförstörande projekt. För att ledningen ska ha incitament att skapa värde för aktieägarna bör deras ersättning vara prestationsbaserad och öka ju mer värde som ledningen skapar för aktieägarna. En av de stora konflikterna i börsnoterade bolag är hur överflödiga kassa ska hanteras. Det mest effektiva är att betala ut kassan som utdelning och låta aktieägarna investera den på nytt. Det finns dessvärre få incitament för ledningen att betala ut utdelning om det inte är tvunget. Anledningarna till att vilja behålla kassan i bolaget är exempelvis att vilja ägna sig åt *empire building* (Berk, DeMarzo, 2014) eller att inte behöva anskaffa nytt kapital vid eventuella framtida investeringar. När nytt kapital ska anskaffas kommer investeringen med stor sannolikhet granskas mer noggrant av marknaden än om den interna kassan skulle finansiera projektet (Jensen, 1989). Privata bolag antas ha lägre agentkostnader än börsnoterade bolag och har därmed inte samma incitament att skapa kortsiktigt positivt resultat på bekostnad av bolagets långsiktiga värdeskapande. Detta eftersom privata företag tenderar att ha ett koncentrerat ägarskap med större insyn för enskilda aktieägare som är aktiva i bolagen i större utsträckning. Detta i sin tur gör att de är mer benägna att bevaka ledningen mer noggrant och fokusera på långsiktig lönsamhet (Bhide, 1993).

I en studie av Asker et al. (2015) jämförs privata bolag med börsnoterade inom samma sektor för att utreda huruvida kortsiktigheten hos börsbolaget påverkar investeringsbesluten.

Börsnoterade bolag investerar betydligt mindre samt är mindre responsiva till olika investeringsmöjligheter än sina privata motsvarigheter. Privata bolag är enligt studien fyra gånger så responsiva till förändringar i investeringsmöjligheter som noterade bolag. Detta är förvånande då publika bolag generellt sett antas ha bättre tillgång till finansiering. Antaganden om kortsiktigheten och likviditeten snedvrider investeringsbesluten stämmer överens med besluten. Eftersom andelar i börsnoterade bolag är likvida riskerar bolaget att tappa värde vid första signal om problem. Då aktieägare har otillräcklig information om vilka investeringsbeslut som kommer att vara långsiktigt värdeskapande för företaget är dessa beslut kritiska och beroende av kommunikationen. Det är även svårt för bolagen att kommunicera vad signalerna innebär och vilka kortsiktiga förluster som kommer att innebära långsiktig vinst. Signaleffekten ska därför inte underskattas då den kan innebära stora förändringar i bolagens marknadsvärde (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015).

Enligt Anderson et al. (2012) utgör riskaptit och investeringshorisont de stora skillnaderna mellan familjeägda och icke-familjeägda företag. I familjeägda företag är tidshorisonten mer långsiktig och riskaptiten lägre. Att riskaversionen är lägre hos familjeägda företag jämfört med icke-familjeägda kan visas empiriskt i och med att de investerar 31 procent mindre kapital i forskning och utveckling, FoU, än i *capital expenditure*, CAPEX, än vad icke-

familjeägda företag gör. I stället investerar familjeägda firmor 15,55 procent mer av totala investeringar i CAPEX än icke-familjeägda firmor. CAPEX anses bära mindre risk än FoU då det generellt sett går att realisera med större säkerhet.

Om ägarfamiljens kapital är fokuserat till bolaget blir det en odiversifierad aktieägare som med stora inflytelserika ägarandelar skapar disciplin och incitament att ägna sig åt långsiktigt värdeskapande. Detta förklarar den lägre riskaptiten relativt till väldiversifierade ägare. Därmed kommer investeringsbedömningarna att göras så att de gynnar en lönsam fortlevnad för företaget (Anderson, Duru & Reeb, 2012).

3. Metod

3.1. Studiens design

Denna uppsats grundar sig i en fallstudie av fem bolag. Då uppsatsens frågeställning ämnar besvara ”hur” ett fenomen ter sig inom en viss kontext som intervjuaren har ingen eller liten kontroll över, lämpar det sig att utföra en fallstudie. Därmed har vi valt att göra en komparativ fallstudie för att kartlägga investeringsprocessen (Yin, 1994).

Investeringsprocessen i praktiken kommer att kartläggas med hjälp av Dayananda et al. (2002) modell. Studien kommer att genomföras med hjälp av Dayananda et al. (2002) modell för investeringsprocessen för större bolag. De elva stegen kommer att användas för att kartlägga intervjuobjektens investeringsprocess i praktiken. Framförallt kommer vi beskriva och analysera hur ägarformen påverkar val av kvantitativa och kvalitativa metoder. Ägarformen väntas ha störst inverkan på utfallet i dessa steg och därför utelämnas i vissa fall övriga steg i processen från noggrannare beskrivning av empiri och analys. Empirin kommer att analyseras utifrån teorin nedan för att finna förklaringsvärde för variationerna i intervjuobjektens investeringsprocess.

För att analysera hur bolagen främjar innovation görs en matchning och klassificering av teorin till empirin. Innovationsmodellerna klassificeras som antingen kvantitativa, strategiska eller kvalitativa. Den primära klassificeringen har gjorts utifrån metodens premisser för att acceptera och implementera innovation och om den anses vara övervägande kvantitativ eller kvalitativ. Syftet med klassificeringen är att kunna föreslå en passande matchning av ägandeformerna till innovationsmodellerna för att sedan kunna analysera hur väl ägandeformen kan förklara hur bolagen främjar innovation. Teorier från Carr & Tomkins (1996) och Jensen (1989) används som verktyg för att förklara vilka metoder och ägarformer som bäst matchar varann. Klassificeringen återfinns i figur 3.

3.2. Datainsamling

Valet att använda oss av två sorters datainsamling har flera syften. Då intervjuer är tidskrävande för respondenten används den metoden sparsamt. När empiri går att anskaffa genom alternativa metoder bör intervju undvikas. Intervjuer är en bra källa för mer djupgående och beskrivande svar medan bolagens årsredovisningar har fördelen att ge större

mängd standardiserade data. Vidare är det lämpligt att samla data från multipla källor vid en kvalitativ studie för att minimera risken för subjektiv datainsamling från författarna. För att studera detta ämne har vi primärt använt oss av intervjuer som har kompletterats med information från bolagens årsredovisningar och hemsidor då det skapar utrymme för en mer grundlig kartläggning och analys.

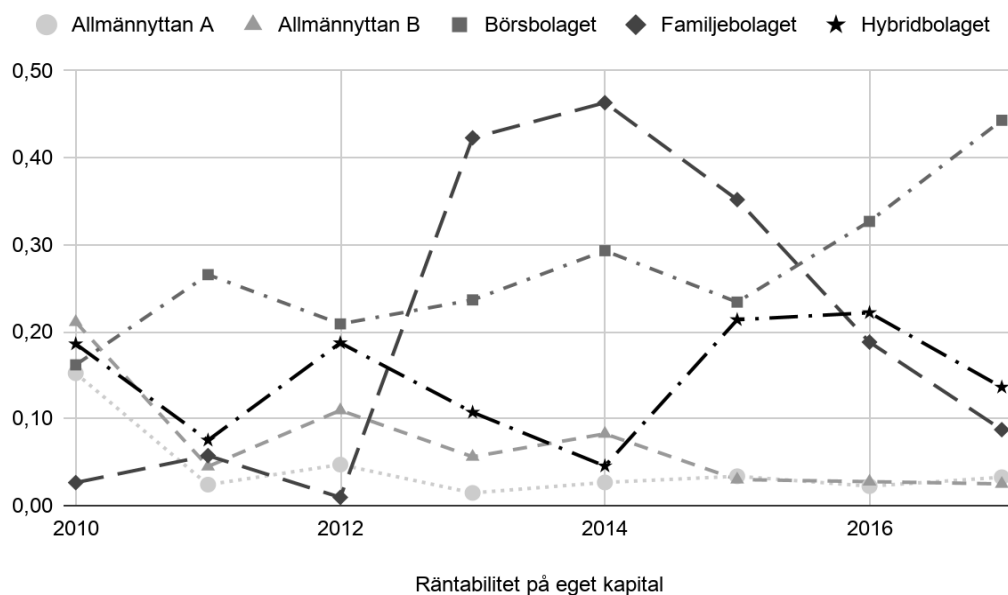
Författarna har sammantaget genomfört fem intervjuer med fem bostadsutvecklare. Två av bolagen är allmännyttiga, ett bolag är familjeägt och icke börsnoterat, ett bolag är börsnoterat och ett är börsnoterat med röstmajoritet inom familjen som grundade företaget, alltså en hybrid mellan noterat och familjeägt. Intervjuerna har genomförts på plats av båda författarna på respektive bolag. Varje intervju har tagit cirka 45 minuter att genomföra. De intervjuade personerna har beslutsfattande positioner och därmed har de god insyn i sina respektive bolag vilket gör att de är högst lämpade att beskriva bolagets strategi för investeringar. Intervjuobjekten fick ta del av en semistrukturerad intervjuguide med 16 frågor för att kunna förbereda sig, se bilaga 1. Intervjuerna ägde rum från den 11 februari till den 4 mars 2019. Utöver detta har data samlats in från andra källor i form av text. Kompletterande frågor ställdes via mejl den 3 april för att bland annat säkerställa att empirin var rätt tolkad. Två av tre kontaktade bolag svarade på de kompletterande frågorna. Dokument som har analyserats är olika redovisningsrapporter och sammanställningar som bolagen gett ut.

Med syftet att få mer uttömmande och sanningsenliga svar anonymiseras både bolagen och intervjuobjekten. Deras pseudonymer presenteras i tabell 1 *Intervjuobjekt i studien*. Bolagens räntabilitet på eget kapital, vilket även kan tolkas som deras bidrag till ägarna, illustreras med måttet nettoresultat 2017/ eget kapital 2016. Måtten är beräknade på koncernnivå. I figur 2 redovisas bolagens räntabilitet på eget kapital under åren 2010 till 2017.

Bolag	Ägarform	Intervjuobjekt	Räntabilitet eget kapital 2017
Allmännyttan A	Allmännyttigt bolag	vd	2-4 procent
Allmännyttan B	Allmännyttigt bolag	vd	2-4 procent
Börsbolaget	Börsnoterat bolag	Finanschef	22-24 procent
Familjebolaget	Familjeägt bolag	Affärscontroller	8-10 procent
Hybridbolaget	Börsnoterat bolag, grundarfamiljen har röstmajoritet samt familjerepresentation i ledningen	Vice vd	12-14 procent

Notera: Tabellen beskriver de fem bolagen i studien med deras ägarform, vem som var intervjuobjekt samt deras räntabilitet på eget kapital.

Tabell 1. Intervjuobjekt i studien



Notera: Figuren beskriver de fem bolagen i studiens räntabilitet på eget kapital från 2010 till 2017.
Källa: Årsredovisningar från bolagen, egna beräkningar.

Figur 2. Bolagens räntabilitet på eget kapital

3.3. Dataanalys

För att kunna genomföra en relevant analys var det mycket viktigt att på ett effektivt och rättvist sätt sammanställa empiriska data från intervjutillfällena. Intervjuobjekten spelades därför in under intervjun och anteckningar fördes för respektive fråga i intervjuguiden för att säkerställa svaren. Efter intervjutillfället åtog sig den ena författaren att sammanställa samt renskriva anteckningarna och den andra författaren kunde med hjälp av inspelningen transkribera intervjun.

Då sammanställningen av intervjuguiden och transkriberingen var färdigställda för samtliga intervjuobjekt bearbetade författarna tillsammans den hämtade empirin. Vid den första genomgången av samlad empiri från intervjutillfällena klassificerades den efter Dayananda et al (2002) modell samt de olika metoderna för att främja innovation. Transkriberingen gjorde det möjligt att urskilja nyanser i respondenternas svar och förstå svaren ytterligare samtidigt som det minimerar risken för felaktiga tolkningar. Empirin analyserades av de båda författarna först muntligt och sedan skriftligt.

Författarna har samlat in relevant data från respektive bolags hemsida och hämtat information från respektive bolags årsredovisning för att komplettera empirin från intervjuerna. Data har sedan analyserats.

3.4. Reflektioner

Det är möjligt att studien är färgad av författarna av flera anledningar. Frågorna är till exempel skrivna av författarna och utformade för tolkning vilket kan resultera i att

intervjuobjekten kanske inte uppfattar frågorna som de var tänkta att uppfattas. Det är också möjligt att författarna som intervjuar, transkriberar och sammanställer empirin samt misstolkar vad intervjuobjekten hade för avsikt att förmedla. Därutöver har frågorna inte varit uttömmande vilket kan resultera i att studien inte har den data som är nödvändig för att jämföra intervjuobjektens svar.

4. Empiri

Empirin som härrör från investeringsprocessen kommer att presenteras enligt Dayananda et al (2002). Teori och empiri som härrör från innovation presenteras i löpande text för att tydligare koppla samman de tre komponenterna teori, empiri och analys.

4.1. Bakgrund och kontext

Bolagen vi har valt att intervjua befinner sig alla inom Stockholms storstadsområde. De bedriver alla uppförande och förvaltning av hyresrätter inom detta geografiska område. Det minsta av bolagen har en omsättning på knappt två miljarder kronor medan det största är tio gånger så stort. Samtliga bolag har fler än 200 anställda och mer än 500 hyresrätter i förvaltning. Sett till räntabilitet på eget kapital 2017 är Börsbolaget det bolag som skapar mest aktieägarvärde, följt av Hybridbolaget, Familjebolaget, Allmännyttan A och Allmännyttan B. Tillväxten för bostadsproduktion är avtagande, till stor del på grund av minskad efterfrågan på nyproducerade bostadsrätter. Tillväxten för nyproduktion av hyresrätter är däremot svagt stigande, men då byggandet av hyresrätter och bostadsrätter historiskt sett har följts åt är frågan hur länge produktionen av hyresrätter kan vara högre än för bostäder (Sveriges Byggindustrier, 2019). Allmännyttan A och Allmännyttan B: s verksamhet innefattar enbart utveckling och förvaltning av hyresrätter medan de andra bolagen även utvecklar och säljer bostäder. För Familjebolaget var intäkterna från bostadsförsäljning 1,8 gånger större än intäkterna för hyresrättsutveckling och förvaltning 2017. För Hybridbolaget är intäkterna för hyresrättsutveckling och förvaltning 35 gånger större än intäkterna för bostadsförsäljning medan Börsbolagets intäkter från bostadsförsäljning är 52 gånger större än intäkterna för hyresrättsutveckling och förvaltning. Allmännyttan A, Allmännyttan B och Familjebolaget är enbart verksamma i Stockholm medan omkring 30 procent av Hybridbolagets och 65 procent av Börsbolagets projekt är i Stockholm.

Hybridbolaget och Börsbolaget beskrivs vidare för att kunna analyseras utifrån Jensens (1989) teori kring börsnoterade bolag. Från bolagens årsredovisningar 2017 kan Börsbolagets likvida tillgångar beräknas till knappt 35 procent av dess totala tillgångar, samma andel för Hybridbolaget beräknas till cirka 0,5 procent år 2017. För seniora beslutsfattare på Börsbolaget utgörs 50 procent av den fasta lönen av en rörlig kortsiktig ersättning. Det kortsiktiga incitamentsprogrammet bestäms och utvärderas med hjälp av prestation i förhållande till bestämda mål såsom rörelseresultat före skatt, resultat per aktie och Nöjd Kund-Index, NKI.

Börsbolagets ledningsgrupp äger mindre än en procent av kapitalet i bolaget medan ledningen i Hybridbolaget äger mer än 25 procent av kapitalet. I Hybridbolaget har ledningsgruppen ett fast antal syntetiska optioner vars värde varierar med aktiekursen. Hybridbolaget delade 2018 ut cirka 20 procent av vinsten medan Börsbolaget delade ut knappt 60 procent. Bolagen har liknande soliditet.

4.2. Investeringsprocessen

Vision

Den minsta gemensamma nämnaren för bolagens vision är att de ska uppföra och förvalta hyresrätter. Allmännyttan A och Allmännyttan B har även som mål – genom ägardirektiv från kommunen – att gynna social och ekologisk hållbarhet och skapa bostäder åt alla.

Familjebolaget poängterar att det vill skapa långsiktigt värde för kunderna i sin vision och Börsbolaget mål innefattar hållbarhet och utveckling. Likaså använder Hybridbolaget ordet “långsiktigt” i sitt affärs mål.

Strategi

Samtliga bolag arbetar med utveckling av hyresrätter för egen förvaltning i Stockholm. Därtill arbetar samtliga främst med markanvisningar och tomträtter.

Nästan allting är på tomträtt när det gäller hyresrätter. Om du skulle ta samma bit mark så är den värd mycket mer som bostadsrätt, så kommunerna måste [därför] ge någon form av rabatt. [...] Stockholms stad har istället ett tomträttssystem som är en rabatt. (Affärscontroller, Familjebolaget)

Familjebolagets strategi går ut på att ha projekt med blandade upplåtelseformer vilket innebär att projektet består av både hyres- och bostadsrätter. Detta gör att bolaget kan dra lärdom av bostadsrätternas prissättning för att motivera hyresrätternas hyresnivåer vid förhandling med hyresgästföreningen. Allmännyttan A: s strategi innefattar att vara extra verksam på utvalda platser för att stimulera en gynnsam utveckling i området vilket påverkar direktavkastningen på bestånden positivt. Allmännyttan A menar att det inte skulle välja att bygga hyresrätter i ett område där ett annat allmännyttigt bolag redan är verksamt i stor utsträckning. Allmännyttan B menar att deras strategi går ut på att bibehålla en stabil ekonomi, ha engagerade medarbetare, effektivisera arbetssättet samt öka produktiviteten.

För Börsbolaget är hyresrättsaffären ett komplement till deras kärnaffär som är att uppföra bostadsrätter. Börsbolaget uttrycker att det finns vissa perioder i konjunkturen som är mer lämpliga för att utveckla hyresrättsprojekt. Hybridbolagets strategi är att utveckla bostäder i lägen där folk frivilligt bosätter sig för att attrahera långsiktiga hyresgäster.

Drömmen för mig är en kund som vill hyra av oss för att de själva valt det, då blir de långsiktiga. Men när bostadsbristen är som den är kanske vissa tar en lägenhet bara för att komma in på bostadsmarknaden. De hyresgästerna blir aldrig långvariga. (Vice vd, Hybridbolaget)

Investeringsmöjligheter

Allmännyttan A menar att investeringsmöjligheterna är begränsade inom Stockholms stad vilket gör att de accepterar alla möjligheter som blir tillgängliga för att utveckla projekt. Detta gäller däremot endast inom de områden som inte andra allmännyttiga bolag verkar inom. Även Hybridbolaget påpekar att det är hög konkurrens på marknaden och att det nu inte kan vara lika selektiva till skillnad från tidigare då investeringsmöjligheterna var fler och konkurrenterna färre. Detta gör att alla tillgängliga projekt i attraktiva lägen accepteras. Allmännyttan B påpekar att bolaget har kapacitet att hantera stora volymer och begränsas därför enbart av tidsaspekten vid val av projekt då processen från idé till byggstart är cirka åtta år. Detta medför att bolaget måste hantera en stor projektportfölj med många lägenheter som befinner sig i olika skeden för att kunna uppehålla önskad byggtakt.

Börsbolaget menar att det har en bemanning som hela tiden letar mark som lämpar sig pris- och lägesmässigt. Detta beskrivs som "en av våra komparativa styrkor" enligt finanschefen. De har även varit selektiva i sina förvärv under en längre tid. Familjebolaget menar att den enda investeringsmöjligheten för hyresrättsprojekt inom Stockholm är att bygga på tomträtt. Bolaget föredrar projekt som tillåter blandade upplåtelseformer.

Preliminär utvärdering

Allmännyttan uttrycker att det använder sig av en preliminär utvärdering. Den görs i syftet att hålla ihop investeringar och i de fall "servettkalkylen", vilket är en simpel kalkyl, ser ut att vara genomförbar går projektet vidare för mer noggrann kalkylering och analys. Hybridbolaget belyser däremot att det har olika kalkyler för olika skeden, vilket antyder att en preliminär utvärdering sker i och med den första affärskalkylen som främst beräknas på erfarenhetsiffror.

Affärskalkyler görs innan man ens startar en detaljplan. Då [räknar] vi bara med erfarenhetssiffror och med andra detaljer som är fasta. (Vice vd, Hybridbolaget)

Allmännyttan B upprättar en mindre avancerad kalkyl med ett antal nyckeltal inför en markanvisning och gör denna mer avancerad för det fall det vinner projektet. Beslutsgrindar används av Familjebolaget, vilka exkluderar oattraktiva investeringsmöjligheter. Börsbolaget gör en preliminär affärskalkyl före påbörjande av detaljplan som enbart baseras på erfarenhetssiffror och fasta parametrar, exempelvis markkostnad.

Investeringsbedömning genom kvantitativa metoder

Fyra av de fem bolagen gör investeringsbedömning genom kvantitativa metoder för varje projekt; Familjebolaget, Börsbolaget, Allmännyttan A och Allmännyttan B. Börsbolagets bedömning utgår ifrån en finansiell kalkyl som genomförs genom att beräkna nuvärdet, internräntan samt nuvärdeskvot. Enligt Börsbolaget förklarar nuvärdeskvoten hur kassaflödesrisken ser ut i det specifika projektet. I tomträttsprojekt behöver bolagen inte investera i marken. Det gör att den initiala investeringen i projekten är så pass liten i förhållande till de rörliga kassaflödena vilket gör att små justeringar kan slå hårt i kalkylen.

Allmännyttan A beräknar projektets diskonterade kassaflöden över en tioårsperiod och poängterar att det inte accepterar projekt som innebär förlust och hänvisar till Allbolagen gällande att bolaget ska verka enligt affärsmässiga principer. Avkastningskravet i varje område bestäms av marknaden och hämtas från benchmarkingverktyget Datscha. Dessa är cirka två till nio procent. Allmännyttan B anlitar en extern part för att värdera projekten. Projekten diskonteras över en tioårsperiod vilket enligt Allmännyttan B är branschpraxis. Även Allmännyttan B hämtar sina avkastningskrav från Datscha, vilka är mellan en till sju procent. Familjebolaget diskonterar i stället sina kassaflöden över 50 år då det räknar med att en renovering av byggnaden sker under det tidsspannet.

Hybridbolaget förklarar att det beräknar värdet av nya projekt utifrån lärdomar från värdering av deras befintliga förvaltningsfastigheter. Avkastningen på det befintliga beståndet modifieras med en riskpremie för att beräkna projektets nuvärde. Hybridbolaget menar att det inte är nödvändigt att göra individuella värderingar för varje projekt i rådande marknadsläge med tanke på ränteläget och den låga inflationstakten. Enligt Hybridbolaget gör det att förändringar i antaganden inte märkbart förändrar utfallet i kalkylen i motsats till vad Börsbolaget menar.

Investeringsbedömning genom kvalitativa metoder

Hybridbolaget bedömer sina projekt främst genom kvalitativa metoder som erfarenhet, kunskap och magkänsla.

Det finns ställen där jag aldrig skulle bygga. Nu ser det jättebra ut men jag skulle ändå aldrig bygga där för det kommer bli problem om tio år. [...] Det finns områden som inte kommer få en bra lösning så länge som jag är verksam och då vill vi inte [etablera oss] där. (Vice vd, Hybridbolaget)

Börsbolaget förklarar att det tidigare varit beroende av enskilda projektledare vilket har lett till att bolaget velat skapa en så repetitiv, strömlinjeformad och industrialiserad process som möjligt.

Genom att ha en metod som är väldigt noggrann, specificerad och industrialiserad så får vi bra kvalitet i våra projekt. (Finanschef, Börsbolaget)

Familjebolaget använder sig av erfarenheter från tidigare projekt som utvärderas med hjälp av kundnöjdhetsundersökningar. Allmännyttan B menar på att det är svårt att kvantifiera de värdeökningar som väntas uppstå vid förtätning av bestånd, vilket gör värdeökning vid förtätning av bestånd värderas som en kvalitativ faktor. Värdeökningen beror på att kostnadseffektivitet från skalfördelar i förvaltningen samt att bolagets närvaro kan öka trivseln och tryggheten i området vilket sänker avkastningskraven i området. Samma fenomen påpekas av Allmännyttan A.

Ibland, då vi är en så stor spelare på marknaden, [...] där vi har rustat upp ett stort antal fastigheter och investerat i centrum, kan de vara så att investeringen inte lönat sig i just den fastigheten. Men i och med att vi har gjort det har värdet på fastigheterna [i området] ökat. (vd, Allmännyttan A)

Beslut

När investeringsbedömningarna skett enligt ovan fattar bolagen beslut om huruvida de ska genomföra projektet. Allmännyttan A menar att de accepterar alla projekt i det skedet där kalkylen visar positiv avkastning. Detsamma gäller för Allmännyttan B och Familjebolaget. Hybridbolaget tar beslutet att acceptera ett projekt då beslutsalkylen blir godkänd. Börsbolaget accepterar enbart projekt där internräntan är betydligt högre än bolagets avkastningskrav och som har positiva nuvärden.

De facto ligger vi betydligt högre på [internränta] än på [kapitalkostnad] och det vill vi göra eftersom att vi verkligen vill ta höjd. (Finanschef, Börsbolaget)

Implementering och övervakning

Hybridbolaget menar att det är en fördel att bygga för egen förvaltning. På så sätt är det möjligt att ha löpande avstämningar i projektet, såväl för kostnader som för att ta in lärdomar avseende kundnöjdhet från det befintliga beståndet. Den fysiska närheten mellan produktutvecklingsavdelningen och förvaltningsavdelningen gör att bolaget har en "kvalitetssäkring i fikarummet som är kontinuerlig". Allmännyttan A följer projektet för att säkerställa att det som levereras är i enlighet med beställningen.

Alla beställare inom bolaget ska följa upp att det som levereras är i enlighet med beställningen, fackmannamässigt utfört och att prissättningen är rimlig. (vd, Allmännyttan A)

Allmännyttan B kvalitetssäkrar alltid sina projekt med hjälp av nyproduktionsenkäter och löpande uppföljning då entreprenörernas egna kontroller inte går att lita på enligt bolaget. Projektkalkyler följs upp tre gånger per år av projektledare och controller. De har även via ett projektstyrningssystem möjlighet att se och följa upp oförutsedda händelser löpande under projektets gång.

På Börsbolaget sker implementationen och övervakning av bland annat platschefer och arbetsledare. Tack vare god rutin och erfarenhet är övervakningen en viktig del av värdeskapandet. Projektet följs även löpande upp med avstämning genom nuvärdesmetoden. Familjebolaget följer upp projektkostnader månadsvis.

Fortsätt, expandera eller överge

Det är inget av de fem bolagen som i praktiken avbryter ett projekt då de redan har blivit accepterat i detta skede då både varumärket och viktiga relationer kan ta skada. Mer specifikt menar Allmännyttan A att det kostar bolaget för mycket att avbryta ett projekt samt att det har råd att "svälja" en förlust.

Om vi får ett projekt som går med förlust ett par miljoner klarar vi det, [vilket] en mindre aktör kanske inte klarar. Då är det bättre att genomföra projektet även om det skulle bli lite tokigt på slutet. På lång sikt blir det nästan alltid en värdeökning och vi har ju våra kåkar i 100 år. Så någon gång kommer vi ikapp med värdet i alla fall, även om konjunkturen går upp och ner. (vd, Allmännyttan A)

Allmännyttan B avbryter inte projekt och de menar på att de "har råd att förgävesprojektera en hel del". Familjebolaget har aldrig "lämnat tillbaka" en markanvisning, utan anser att

bolaget har avgett ett löfte till kommunen som det måste hålla. Bolaget menar att det finns en risk för att inte få fler markanvisningar om det inte håller sina löften till kommunen.

Erfarenhetsåterföring

Samtliga bolag menar att de drar lärdomar från tidigare projekt. Bland annat refererar flera av intervjuobjekten att de använder sig av Nöjd Kund-Index, NKI, för att förstå hur kunderna, det vill säga hyresgästerna uppfattar produkten. Allmännyttan B utbyter erfarenheter med andra fastighetsutvecklare i syfte att ta lärdom. Börsbolagets erfarenhetsåterföring sker via NKI tillsammans med erfarenheter från organisationer ifrån varje projekt för att kunna ta lärdom av misstag samt effektivisera processen. Bolaget menar att det ökat erfarenhetsåterföringen genom att standardisera sina processer. Bolaget uttrycker samtidigt ett behov av ökad delning av idéer, lärdomar och samskapande av framtidens produkter och tjänster.

Familjebolaget är noga med att följa upp projekt med hög frekvens för att ständigt förbättras. Tack vare en noggrann uppföljning samt dokumentering av erfarenheter från alla delar av företag är det en resurs som kan ge goda lösningar på nästa utmaning. Bolaget menar att det har en löpande erfarenhetsåterföring då projektledningen och förvaltningen kan mötas i kafferummet. Genom styrgruppsmöten säkerställer bolaget att det lär sig av tidigare erfarenheter och misstag. Hybridbolaget utför både en ekonomisk uppföljning samt en utvärdering från kundperspektiv för att kunna använda sig av lärdomar från tidigare erfarenheter i kommande projekt.

4.3. Innovation

Enligt teorin är det viktigt att vara innovativ för att undvika *Parmenides Fallacy* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008). Teorin presenterar metoder som ett bolag kan anamma för att främja innovation och förbättra dess investeringsprocess. Metoderna är *design thinking* (Brown, 2008), *faser och beslutsgrindar*, *discovery-driven planning* och *DCF-trap* (Cooper, 2008) (Christensen, Kaufman & Shih, 2008). Nedan återges hur bolagen i studien hanterar innovation.

På Allmännyttan A främjas innovation av "människor med idéer" både genom interna och externa påtryckningar. Det påpekar i sin affärsplan att det i stor utsträckning sker erfarenhetsåterföring från innovationsprojekt som kan implementeras i framtida projekt. I ett försök att skapa god ordning bestämmer ledningsgruppen vilka projekt som är i linje med affärsplanen och ska accepteras. De projekt som accepteras tilldelas en projektledare, arbetsgrupp och styrgrupp som får hålla sig inom en budget enligt den presenterade skissen. Utmaningen är sedan att skala upp innovationen och implementera den till det övriga beståndet. På Familjebolaget uppkommer innovation på liknande vis då den sker till följd av vissa enskilda projektledares engagemang och intresse, vilket gör den väldigt projekt- och personberoende. Det betyder att kunskap är inte har överförs till bolagets erfarenhetspool. Idéer presenteras för och godkänns av ledningsgruppen för att sedan pilottestas med förhoppningen att de ska bli implementerade i standardplattformen. Allmännyttan A nämner att "innovation görs inte om man inte har råd". De framhåller att det är viktigt att kundernas

framtida behov möts och att projekten ska säljas in till hyresgästerna för att det sedan ska finnas möjlighet till hyreshöjning. För att vinna markanvisningstävlingar använder sig Allmännyttan A sig av innovation som en konkurrensfördel. Ibland framhåller även staden att det är något särskilt område de önskar fokusera på som exempelvis energieffektivitet och då fokuserar bolaget på att vara innovativa inom det området.

Allmännyttan B har en innovationsgrupp på tre personer vars uppgifter bland annat består av att fånga upp trender, testa idéer och "omvärldsprylar". I beståndet finns en innovationsfastighet där främst digitaliseringsinnovationer testas. Exempelvis robotdammsugare, elektroniska nycklar och energilösningar. Allmännyttan B "ser till att alltid ha minst ett projekt där vi utmanar oss själva på helheten". Målet är sedan att de lyckade innovationerna ska användas i både nytt och befintligt bestånd.

Då utser vi ett projekt vi testar det mesta på, vi brukar inte sprida [innovationsprojekt mellan bostadsprojekt]. Jag brukar ju säga att vi har en grundläggande bostadsfabrik och den får vi inte störa för mycket för då blir det för stökigt. Men däremot kan vi [ha en fastighet som ett] innovationslabb där vi får hålla på och testa för att sen omarbeta standard så att det kommer ut i bostadsfabriken. (vd, Allmännyttan B)

Allmännyttan B har i praktiken en budget för innovation spridd över olika områden i företaget och kostnaderna tas overhead. Bolaget försöker föra kalkyler över hur en innovation eller nytt arbetssätt påverkar den existerande budgeten.

Vi försöker göra ett affärscase kring alltihop med det blir lite gissningslek såklart. (vd, Allmännyttan B)

Hybridbolaget har ett innovationsråd som är en grupp med cirka sju medlemmar. En person är heltidsanställd i rådet medan resterande kommer från andra delar av verksamheten. Tillsammans arbetar de kontinuerligt med innovationsfrågor vilka rapporteras till koncernledningen. För att mer träffsäkert välja lyckade innovationsprojekt har företaget valt att inte ligga längst fram i utvecklingen och vara en *first mover*, utan i stället vara något mer avvaktande. Innovationsrådet används för att fånga upp förändringar på marknaden och idéer hos medarbetarna. Därför analyseras trender löpande. Idéerna går sedan igenom en första selektering ifall de passar företaget och om de är värda att ta vidare för prövning. Testerna sker i innovationslabbet där idéerna testas i pilotprojekt för att förhoppningsvis implementeras i den dagliga driften ifall projektet är i linje med strategin. Utmaningen ligger i att välja rätt projekt.

Sen är problemet att det är så mycket som händer med digitalisering, vilket gör att vi nu mer än någonsin, måste fundera på hur långt i framkant vi ska vara. Det är väldigt lätt med innovation, när det går så fort som det gör, att [välja fel innovationsprojekt]. (Vice vd, Hybridbolaget)

Enligt Hybridbolagets vice vd tilldelas varje innovationsprojekt en individuell budget i vilken koncernledningen bedömt lämpligt kapital att tillföra det enskilda projektet.

Projektet får en finansiell värdering först efter pilotprojektet i "labben" men magkänslan är fortfarande viktig vid innovationsbeslut. Kostnaderna för projektet tas overhead i koncernen.

Man räknar på det lite grann, men min erfarenhet av innovation är att om du ska känna dig säker på din investering i innovation kommer du göra väldigt få innovationer. Du måste våga tro på idén, testa den småskaligt. Sen räknar vi på det. Klart att innovationen i sig ska vara lönsam när

den rullas ut i stor skala, men om du begränsar dig i ett så tidigt skede [med alltför utförliga kalkyler] blir man ganska tråkig. (Vice vd, Hybridbolaget)

Både Börsbolaget och Hybridbolaget belyser att innovationsprojekt överlag är väldigt riskfyllda och att det är en balansgång mellan att förlita sig på kalkyler och gå på magkänsla.

Börsbolagets finanschef berättar att alla utvecklingsprojekt först och främst värderas med återbetalningsmetoden. Dock finns det inga satta ramar för exempelvis tidsperiod och vissa projekt vill man utföra oavsett om de klarar av återbetalningstiden eller inte. Ambitionen är att göra ekonomiska kalkyler på alla innovationsprojekt men metoden kan variera. Det är viktigt för företagets kultur att det finns någon form av ekonomisk kalkyl som ligger till grund för projekten. Finanschefen nämner också att det är en balansgång mellan att vara noggrann med nuvärdesberäkningar och att våga ta risker. Börsbolaget nämner att det är viktigt att främja en långsiktig relation med sin kundbas. Bolaget skapar en plattform där tjänster som efterfrågas enkelt kan implementeras när kundernas behov och efterfrågan förändras.

Familjebolaget betonar betydelsen av en god motivering för att kunna genomföra ett innovationsprojekt. Så länge det finns tydlig motivering och kalkyl kan även förlustprojekt som ger negativ avkastning accepteras. Enligt Familjebolaget är innovation ett sätt att marknadsföra sig och sälja in sig för att vinna markanvisningstävlingar.

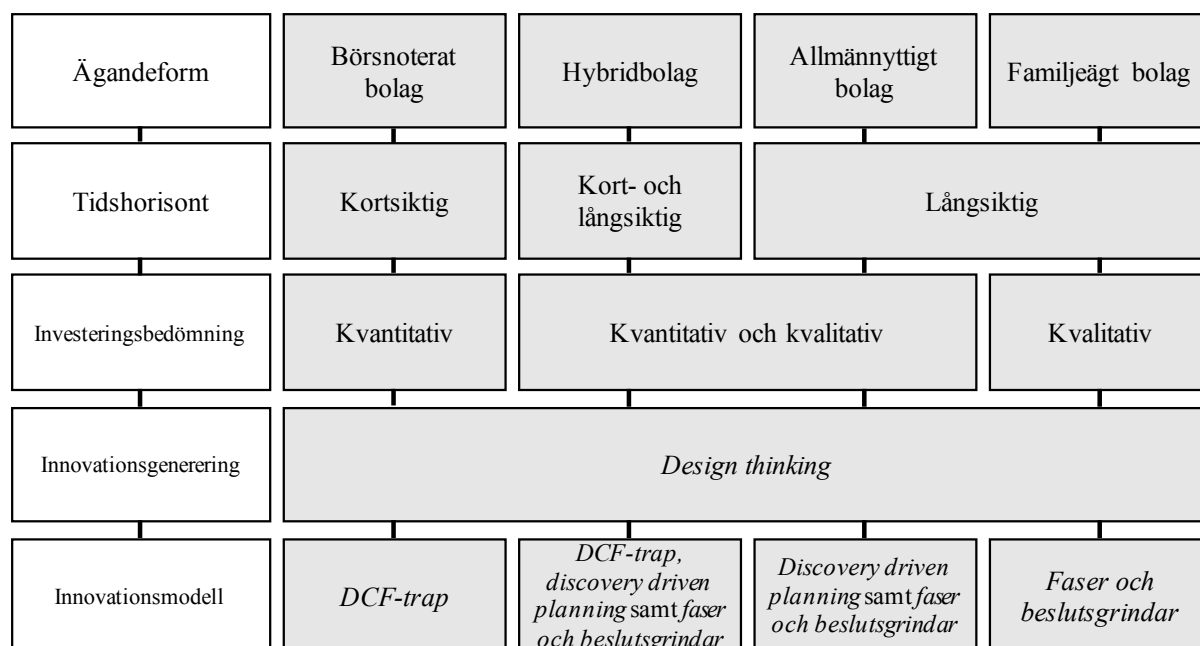
5. Analys

5.1. Investeringsprocessen

Nedan följer en analys av de fem bolagens investeringsprocess. Likheter och skillnader förklaras med hjälp av teorier kring ägarform. Investeringsbedömningar förklaras med hjälp av teori för familjeägda bolag (Anderson, Duru & Reeb, 2012, Bhide, 1993, Bianco et al., 2013) och börsnoterade bolag (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015, Jensen, 1989, Kraus, Lind, 2010). Allmännyttans ägarform och dess påverkan förklaras med hjälp av rapporter (Nordlund, 2012, Lind, Lundström, 2011).

Analysen är koncentrerad till modellen från Dayananda et al. (2002) med fokus på faserna investeringsbedömning utifrån kvantitativa och kvalitativa metoder. Därutöver analyseras huruvida investeringsbesluten följer teorin. Den kvantitativa investeringsbedömningen kommer att analyseras med hjälp av teoretiska kalkyleringsmetoder (Berk, DeMarzo, 2014). Den kvalitativa investeringsbedömningen kommer att analyseras med hjälp av teorier som fokuserar på strategi (Carr, Tomkins, 1996, Alkaraan, Northcott, 2006).

En sammanställning av teorin i kapitel 2 finns nedan i figur 3.



Notera: Figuren beskriver hur ägarform påverkar tidshorisont och därmed investeringsbedömning. Vidare beskriver modellen hur ägarform antas påverka generering av innovation och val av innovationsmodell.
Källa: Figuren baseras på utfallet från studien.

Figur 3. Ägarform som faktor vid investeringsprocessen

Samtliga bolag använder sig av en investeringsprocess som är lik modellen (Dayananda et al., 2002). Den huvudsakliga skillnaden mellan teorin och praktiken är att bolagen gör investeringsbedömning huvudsakligen genom kvantitativa metoder eller kvalitativa, inte både och, som modellen beskriver. Skillnaden skulle kunna bero på att kvantitativa metoder är svåra att implementera i praktiken då det kan finnas en rädsla för att utföra exakta kalkyler. Detta beror på att det kan vara svårt att välja korrekta parametrar eller att kalkylerna är tidskrävande (Arnold, Hatzopoulos, 2000). Alternativt kan det bero på att de strategiska besluten och de finansiella kalkylerna inte är en dikotomi utan en integrerad process som kan variera med olika grad av kvantitativa och kvalitativa bedömningar beroende på ägarform.

Vision och strategi

Samtliga bolags visioner innehåller element av långsiktighet i investeringsbesluten. Familjebolagets och Hybridbolagets tidshorisont ligger i linje med teori kring långsiktighet för ett familjeföretag (Anderson, Duru & Reeb, 2012). De familjeägda bolagens ägare antas ha en mindre diversifierad portfölj vilket gör att de är känsligare för bolagsspecifik risk. Familjeägda bolag väntas även vara långsiktiga i bemärkelsen att eftersträva vinst för såväl för nuvarande aktieägare som för ättlingar (Ibid.). Detta visar sig i Hybridbolagets val av att uppföra bestånd endast på geografiskt attraktiva lägen som antas ha bestående värde över tid. Även Börsbolagets tidshorisont är långsiktig där strategiska element kan antas vara mer kortsiktiga för att prestera väl på en reaktiv och volatil marknad (Kraus, Lind, 2010, Anderson, Duru & Reeb, 2012). Allmännyttan A och Allmännyttan B har långsiktiga visioner och strategiska planer i enlighet med deras direktiv.

Investeringsbedömning genom kvantitativa metoder

Av de fem bolagen är det fyra som huvudsakligen använder sig av kvantitativa metoder för investeringsbedömning: Börsbolaget, Familjebolaget och Allmännyttan A och Allmännyttan B. De kvantitativa metoderna som används är nuvärdeskalkyl, nuvärdeskvot och internräntemetoden. Det är enbart Börsbolaget som utöver nuvärdeskalkyler tillämpar internräntemetoden och en nuvärdeskvot, vilket innebär att man dividerar nuvärdet med grundinvesteringen. Resterande tre bolag använder sig enbart av nuvärdeskalkyler. Förklaringsvärde till varför Börsbolaget nyttjar fler metoder kan finnas i att bolaget är börsnoterat och därmed har ett ökat behov av att prestera kortsiktigt för att tillfredsställa aktieägare (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015, Anderson, Duru & Reeb, 2012, Kraus, Lind, 2010). Nyttjandet av fler kalkyler kan ses som ett sätt att försäkra sig om att projekten är värdeskapande och därmed möter börsens förväntningar. En anledning till att de använder sig av kalkyler i stor utsträckning kan bero på vikten av att signalera till aktieägare att projekten är värdeskapande för att minska informationsasymmetrin mellan ledning och aktieägare. Det finns däremot inte något teoretiskt stöd för att fler metoder skulle säkerställa att projekten är värdeskapande. Risken för *empire building* (Berk, DeMarzo, 2014) antas enligt teorin vara förhållandevis hög i Börsbolaget jämfört med övriga bolag i studien då den bransch det huvudsakligen är verksamt inom har låg tillväxt i kombination med att bolaget har stor kassa (Jensen, 1989).

Allmännyttan A och Allmännyttan B följer branschpraxis med avseende på investeringsbedömning för att följa Allbolagen och ägardirektiven vilka kräver affärsmässighet. Affärsmässigheten kan antas innebära kalkylering av ekonomiska och sociala faktorer. Den stora variationen i avkastningskraven gör det svårt att bedöma riskpremien och därmed riskaptiten hos bolagen. Avkastningskravet skiljer sig geografiskt beroende på vilket område som projektet genomförs i. Däremot indikerar räntabiliteten på eget kapital, som finns illustrerat i figur 2, att Allmännyttan A och Allmännyttan B verkar med markant lägre avkastning jämfört med övriga bolag i studien vilket kan analyseras som att CSR prioriteras på lönsamhetens bekostnad.

Hybridbolaget menar att det inte är nödvändigt att göra ekonomiska kalkyler för de enskilda projekten. Förändringar av marknadsförutsättningar påverkar nödvändigtvis inte kalkylen markant då den inte är känslig. Det är tvärtom vad som framförs av Börsbolaget som snarare anser att utfallet är mycket känsligt. Det är möjligt att Hybridbolaget istället har perspektivet att deras kalkyler är beroende av makrofaktorer medan Börsbolaget antagligen beskriver hur utfallen påverkas av interna justeringar. Med detta i åtanke kan deras kommentarer till kalkylens känslighet förklaras. Hur stora förändringar som ändring av ett antagande innebär är beroende på hur stor del av avkastningskravet det är. En förändring som tycks vara liten nominellt kan skapa vara en stor eller liten procentuell förändring.

Då Hybridbolaget inte genomför några projektspecifika kalkyler undviks dess tillhörande fallgropar (Berk, DeMarzo, 2014). Bolaget kan därmed inte rättfärdiga det enskilda projektets förväntade lönsamhet. Detta strider mot vad ett börsnoterat bolag väntas göra då det enskilda projektet antas påverka resultatet på kort sikt. Då bolaget är familjeägt antas det verka

långsiktigt vilket förklarar varför det använder sig av kvalitativa bedömningar som fokuserar på strategi (Carr, Tomkins, 1996). Sammantaget indikerar analysen att Hybridbolaget agerar mer i linje med vad som väntas av ett familjeägt bolag än ett börsnoterat.

Att Allmännyttan A och Allmännyttan B använder kvantitativa metoder för investeringsbedömning kan anses vara affärsmässigt då syftet är att visa projektens väntade lönsamhet. Däremot kan bolagen inte rättfärdiga samtliga projekts enskilda lönsamhet utan enbart portföljens lönsamhet. Detta är i enlighet med deras ägardirektiv om vinst för verksamheten i stort snarare än för varje projekt.

Förklaringsvärde för varför Familjebolaget främst tillämpar kvantitativa metoder vid investeringsbedömning går inte att förklara med hjälp av teorin (Alkaraan, Northcott, 2006) som menar att bolaget bör fokusera på kvalitativa bedömningar. Kalkylerna som förs i den kvantitativa bedömningen är däremot mer långsiktiga än vad de andra bolagens är med en tidshorisont på 50 år. Tidshorisonten kan förklaras med att bolaget är familjeägt med långsiktiga ägare med låg riskaptit (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015, Anderson, Duru & Reeb, 2012).

Investeringsbedömning genom kvalitativa metoder

Hybridbolaget bedömer sina projekt med hjälp av kvalitativa faktorer så som magkänsla och erfarenhet. Då strävan är att uppföra och förvalta bestånd på attraktiva lägen för att attrahera långsiktiga och goda hyresgäster måste detta anses vara i linje med teorin kring ett familjebolags långsiktighet (Alkaraan, Northcott, 2006). Även agentkostnaderna antas vara lägre än för Börsbolaget eftersom att företaget är familjeägt och därmed har incitament att skapa långsiktigt värde (Bhide, 1993). Enligt Alkaraan & Northcott (2006) är kvalitativa bedömningar mer lämpade för det långsiktiga perspektivet som det familjeägda bolaget väntas ha. Hybridbolaget agerar i denna bemärkelse mer i linje med teorin kring hur ett familjeföretag bör agera snarare än hur ett börsnoterat bolag bör agera. Kombinationen av att vara börsnoterat och ha inflytelserika aktieägare, med stark anknytning till bolaget, bör innebära att intressenter har större förtroende för ledningen. Målkongruens uppstår då det inte råder någon intressekonflikt mellan ledning och aktieägare. Därmed finns förklaring till varför Hybridbolaget har möjlighet att tillämpa kvalitativa bedömningar i större utsträckning än Börsbolaget. Teorierna ovan förklarar därmed hur de två ägarformerna påverkar agerandet.

Utdelningsandelen samt andelen likvida medel av tillgångar är lägre hos Hybridbolaget än hos Börsbolaget vilket tyder på att de återinvesterar mer kapital i verksamheten. Detta gynnar långsiktiga strategiska projekt snarare än direkt tillfredsställer aktieägare med utdelning. Andelen likvida medel kan även förklaras av att Börsbolaget endast har hyresrättsförvaltning som ett komplement till dess huvudverksamhet. Därmed antas det generera större kassaflöden än för Hybridbolaget då de färdigställda projekten säljs och vinsten realiserar.

Börsbolaget har upphört att använda sig av kvalitativa metoder då de tidigare har varit problematiska för att utföra pålitliga bedömningar. Kunskap och erfarenhet har varit personbaserad vilket har gjort att de har varit svåra att tillgodogöra sig för bolaget. I enlighet med modellen (Dayananda et al., 2002, Neale, 1991) önskar bolaget hellre mer

standardiserade processer för erfarenhetsåterföring som bland annat ökar kvaliteten av investeringsbedömning. Kvalitativa bedömningar ger större utrymme för *empire building* (Berk, DeMarzo, 2014) och att bolaget därför aktivt avstår från dem (Jensen, 1989). Utifrån Alkaraan & Northcott (2006) kan de finnas risk att bolaget, genom att inte göra större kvalitativa bedömningar, förbiser långsiktigt viktiga strategiska faktorer. Eftersom Börsbolagets strategi är mer kortsiktig än de andra fyra bolagen är det lämpligt att fokusera på kvantitativa mått.

Ägarformen hos Familjebolaget bidrar inte med ett relevant förklaringsvärde gällande dess agerande. Familjebolaget lägger liten vikt vid kvalitativa bedömningar vilket enligt teorin gör det lättare att främja ett strategiskt och långsiktigt perspektiv (Carr, Tomkins, 1996). I detta hänseende tenderar Familjebolaget snarare att agera utifrån teorin för ett börsnoterat bolag (Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist, 2015). Vad det beror på är inte möjligt att förklara med hjälp av teorierna som används i denna studie.

Allmännyttan A och Allmännyttan B lägger stor vikt vid den kvalitativa bedömningen. Förtätning av det egna beståndet antas öka värdet på fastigheterna. Detta bedöms med hjälp av erfarenhet som kan vara svårt att kvantifiera. Därmed klassificeras det som en kvalitativ bedömning. Bolagens överhängande fokus på den kvalitativa bedömningen tyder på att den långsiktiga samhällsnyttan väger tyngst hos Allmännyttan A och Allmännyttan B. Det skulle kunna leda till att den kortsiktiga affärsmässigheten negligeras, vilket skulle styrkas genom bolagens låga prioritering av vinst på kort sikt. Argumentet tydliggörs av hur Allmännyttan A menar att de har möjlighet att "svälja" förlustprojekt så länge som projekten väntas skapa långsiktigt värde. Det möjliggörs genom kravet på att vinst ska genomsyra verksamheten och att vinstkrav inte sätts på de enskilda projekten. Enligt rapporten "Nyttan med Allmännyttan" (Windell, 2015) kan denna typ av investeringar vara riskabla för allmännyttans lönsamhet.

Beslut

För långsiktiga projekt är det, i enlighet med Alkaraan & Northcott (2006), mer lämpligt att fatta investeringsbeslut som motiveras av kvalitativa och strategiska faktorer. Finansiella kalkyler kan snedvrider bedömningar ifall det är svårt att kvantifiera relevanta faktorer. Att Hybridbolaget fattar sina beslut på kvalitativa grunder kan förklaras av dess låga agentkostnader.

Ägarformen i Börsbolaget förklarar användandet av Berk & DeMarzos (2014) kalkyleringsmetoder och beslutsregler då det som tidigare nämnts minskar risken för *empire building* och sänker informationsasymmetrin. Detta väntas i sin tur höja bolagsvärderingen då aktieägarna har större insyn i bolagets verksamhet och potential enligt *lemons principle* (Berk, DeMarzo, 2014). Däremot anses deras internräntemetod leda till ett irrationellt beslutsfattande då Börsbolaget endast accepterar projekt där internräntan markant överstiger kapitalkostnaden. Då detta strider mot beslutsregeln tillämpar bolaget metoden felaktigt. Detta leder till suboptimering av investeringar då värdeskapande projekt inte alltid accepteras (Berk, DeMarzo, 2014). Däremot är det rimligt att anta att bolagen måste inkludera en riskkomponent vad gäller möjligheten att avbryta ett projekt som upphör att ha ett positivt nuvärde. Eftersom att det är väsentligt att upprätthålla goda relationer till kommunen, då de är

en viktig leverantör av mark, är det svårt för bolagen att avbryta ett påbörjat projekt. Risken för att behöva fullfölja ett förlustbringande projekt för att bibehålla en god relation bör därför tas hänsyn till i det projektspecifika avkastningskravet. Om Börsbolaget felaktigt tillämpar avkastningskravet för bolaget i stort kan en extra marginal mellan internräntan och avkastningen förklara varför det tar ovan nämnda risk i beaktning.

Allmännyttan A och Allmännyttan B samt Familjebolaget agerar korrekt enligt nuvärdesprincipens beslutsregel ur kortsiktigt perspektiv då de kräver att avkastningen ska vara positiv, vilket är grundläggande för att skapa ekonomiskt värde. Det är däremot möjligt att ifrågasätta om avkastningskraven är korrekt beräknade. Dessutom är det intressant att analysera huruvida kalkyleringsmetoderna och beslutsreglen kommer att lyckas integrera det kortsiktiga perspektivet med den långsiktiga strategin.

Hybridbolaget använder sig varken av kalkyleringsmetoder vilket gör att deras kortsiktiga perspektiv är bortprioriterat. Bolaget riktar istället in sig på kvalitativ investeringsbedömning då det fokuserar på långsiktigt värdeskapande. Det skiljer sig från den väntade betydelsen som kortsiktig vinst antas ha för ett börsbolag. Förklaring till detta kan finnas i att ägarfamiljen besitter en röstmajoritet samt äger en stor andel i bolaget (Anderson, Duru & Reeb, 2012). Kompensationsprogrammet, där samtliga i ledningsgruppen har möjlighet att bli kortsiktigt belönade med avseende på aktiekursen, skapar en målkongruens för både kortsiktiga och långsiktiga ägare (Jensen, 1989).

Erfarenhetsåterföring

God erfarenhetsåterföring är essentiell för att förbättra kvalitet och realism i beslutsfattande och investeringsbedömning (Neale, 1991). Att samtliga bolag tillämpar erfarenhetsåterföring tyder på att Neales (1991) teori överensstämmer med empirin. Tydligast struktur för erfarenhetsåterföring finns hos Börsbolaget som kontinuerligt verkar för standardiserade processer. Processerna ska underlätta erfarenhetsåterföring och se till att de återförda erfarenheterna tillämpas och tillgodogörs. Börsbolaget önskar därutöver förbättrad erfarenhetsåterföring då det verkar finnas insikt om dess betydelse för att kunna skapa ett välgrundat beslut. Som tidigare nämnts kan även detta bidra till minskad risk för *empire building* (Berk, DeMarzo, 2014) då ledningen måste motivera och efterhandsgranska samtliga investeringar. Att bolaget kommunicerar till ägare att det tillämpar erfarenhetsåterföring kan signalera att de ständigt lär sig från sina misstag och förbättrar sin process vid investeringsbeslut. Allt annat lika, väntas det i sin tur innebära att investerare är villiga att betala högre pris för aktier i Börsbolaget enligt *lemons principle* (Berk, DeMarzo, 2014).

Detsamma gäller för Allmännyttan A och Allmännyttan B vars många intressenter, kommunen, medborgare och skattebetalarna, kräver bevis på att bolagen är värdeskapande, även om definitionen av värdeskapande varierar mellan olika typer av intressenter. Att Börsbolaget, Allmännyttan A och Allmännyttan B använder sig av standardiserade processer kan i viss mån förklaras av att deras ägarformer innebär högre krav på transparens då dess investerare önskar god insyn i bolaget.

Hybridbolaget följer upp projekt med hjälp av ekonomiska kalkyler. Det skulle kunna bero på att det finns ett behov att redogöra för intressenter vilket värde ett projekt har skapat samt hur erfarenheterna kan bidra med i framtiden. Att de däremot tillämpar erfarenhetsåterföring i mindre utsträckning kan vara en följd av att informationsasymmetrin inte antas vara lika stor som för Allmännyttan A, Allmännyttan B och Börsbolaget. Då utvinningen av erfarenheter effektiviseras väntas dessa vara värdeskapande.

Familjebolagets ägarform har färre intressenter och därmed minst informationsasymmetri vilket kan förklara varför det inte har en lika standardiserad process för erfarenhetsåterföring

5.2. Innovation

Detta avsnitt har för avsikt att förklara hur bolag tillämpar innovation med hänsyn till ägandeform. Teorier om innovationsmodeller från kapitel 2.1.3. presenteras, sammanfattas och klassificeras utifrån metodens premisser för att acceptera och implementera innovation och om den anses vara övervägande kvantitativ eller kvalitativ. Syftet med klassificeringen är att kunna föreslå en passande matchning av ägandeformerna till innovationsmodellerna för att sedan analysera hur väl ägandeformen kan förklara hur bolagen främjar innovation. Teorier från Carr & Tomkins (1996) och Jensen (1989) används som verktyg för att förklara vilka metoder och ägarformer som bäst matchar varann. Klassificeringen återfinns i figur 3.

5.2.1. Metoder för att främja innovation

Design thinking (Brown, 2008) klassificeras som både kvantitativ, kvalitativ och strategisk medan *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) klassificeras som lämpliga för bolag som fokuserar på kvalitativ och strategisk bedömning. Vi klassificerar därtill *DCF-trap* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008) som lämplig för att underlätta bedömningar som framför allt grundar sig på kvantitativa mått och *discovery-driven planning* (Ibid.) som lämplig för bolag som gör kvantitativa, kvalitativa och strategiska bedömningar.

5.2.2. Matchning och klassificering

Utifrån klassificeringen ovan har en matchning gjorts mellan ägandeform och innovationsmodell.

Samtliga ägarformer matchas med *design thinking* (Brown, 2008) vars syfte att identifiera och generera lämpliga innovationsprojekt som uppfyller både ekonomiska och strategiska mål. Detta är nödvändigt, oavsett tidshorisont eller ägarform, då det leder till efterfrågad innovation. Metoden lämpar sig för samtliga typer av ägarformer då den är flexibel och kan justeras utifrån olika premisser.

Börsnoterade bolag matchas förslagsvis med *DCF-trap* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008) i och med det kvantitativa fokuset som antas finnas inom ett börsnoterat bolag. Ett börsnoterat bolag antas ha ett mer kortsiktigt tidsperspektiv samtidigt som det har ett behov av att minska informationsasymmetrin gentemot aktieägare (Jensen, 1989).

Informationsasymmetrin kan bland annat minskas genom att kommunicera värdefull information till aktieägare genom kvantifierbara mått.

Familjeägda bolag matchas förslagsvis med *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) då det lämpar sig väl med kvalitativt och strategiskt inriktade bedömningar enligt vår klassificering. Matchningen motiveras av ägarfamiljens långsiktiga och koncentrerade innehav. På grund av detta finns det inte lika stora behov av att signalera ett besluts värdeskapande för att minska informationsasymmetrin som det gör i ett börsnoterat bolag. *Faser och beslutsgrindar* (Ibid.) underlättar även att innovation integreras väl med bolagets strategiska mål. Den kortsiktiga kvantitativa signaleringen antas då bli mindre viktig då framförallt långsiktig lönsamhet eftersträvas.

Allmännyttiga bolag matchas förslagsvis med antingen *discovery-driven planning* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008) eller *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) för att främja innovationsprocessen. Det är möjligt att tillfredsställa de allmännyttiga bolagens ägardirektiv med hjälp av föreslagna metoder. Det innebär att en kvantitativ, kvalitativ och strategisk metod skulle lämpa sig för att tillgodose dessa behov.

Hybridbolag kan enligt vår klassificering matchas med antingen *discovery-driven planning*, *faser och beslutsgrindar* eller *DCF-trap* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) beroende på vilken ägarform som är dominerande. Metodernas kvantitativa element lämpar sig för att minska informationsasymmetrin gentemot utomstående aktieägare medan de kvalitativa elementen som säkerställer att strategin gynnar bolaget långsiktigt lämpar sig för ett familjeägt bolag.

5.2.3. Analys av tillämpning av innovationsmetod utifrån matchning

Nedan följer en analys av hur väl ägandeformernas matchning med teorin förhåller sig till empirin.

Empirin tydliggör att *Parmenides fallacy* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008) undviks aktivt av samtliga bolag på ett eller annat sätt då inget av dem förutsätter *business as usual*. Minst en av de teoretiska åtgärderna för att undvika fällan återfinns i varje bolag.

Det finns empiriskt stöd för att Börsbolaget är måna om att främja en långsiktig relation med sin kundbas. Att möta behov och efterfrågan, i kombination med att bevisa för aktieägarna att projekten är värdeskapande, indikerar en tillämpning av *design thinking* (Brown, 2008).

Börsbolaget är noga med att kvantifiera och validera samtliga innovationsprojekt. Detta kan förklaras genom att det minskar risken för *empire building* (Berk, DeMarzo, 2014).

Förklaringsvärde kan även finnas i att kvantitativa mått på innovationsprojekten är ett sätt att signalera att projekten väntas vara värdeskapande, vilket sänker informationsasymmetrin och ökar värdet på bolaget. Börsbolaget är ensamma om att försöka kvantifiera innovationsprojekt. Bolaget tillämpar däremot inte nuvärdesmetoden utan de använder sig istället av återbetalningsmetoden. En förklaring till varför bolaget använder

återbetalningsmetoden snarare än diskonterade kassaflöden är att antaganden vad gäller risk och tidshorisont är osäkra, innebärande att tillförlitliga beslut är svåra att fatta. En noggrann risk och känslighetskalkyl för innovationsprojekt kan därmed bli överflödig. En enklare kalkyleringsmetod kan innebära mindre osäkerhet då den tillåter ett bredare utfall och rättfärdigar innovation på ett tydligt vis. Då bolaget inte använder sig av diskonterade kassaflöden kan det inte hamna i *DCF-trap* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008) och inte heller sätta siffror på innovationsdöden för att undvika den.

I Hybridbolagets innovationslabb testas idéer för att undersöka huruvida de kan bli effektivt implementerade i den dagliga driften. Detta har likheter med *design thinking* (Cooper, 2008) då de har hyresgästens behov och önskemål samt beståndets effektivitet i åtanke vid utveckling av innovation.

Hybridbolagets innovationsråd, där medlemmarna har god insikt i verksamhetens olika delar, är en grupp som har kompetens att bedöma om projektet är redo att gå vidare till nästa fas eller om det bör läggas ned. Koncernledningen agerar sedan grind om projektet accepteras eller ej. Varje projekt tilldelas också en individuell budget av koncernledningen. Då koncernledningen både bedömer om projektet är i linje med företagets strategi och om det är inom den satta budgeten visar empirin att bolaget använder sig av element från *discovery-driven planning* samt *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008). Detta är i linje med både teori (Ibid.) samt vår klassificering och matchning om vilken metod som lämpar sig för de olika typerna av ägande.

På Familjebolaget finns det ingen uttalad tanke kring innovation utan den sker på den enskilda projektledarens initiativ. Det finns därmed ingen utarbetad metod för att generera innovativa idéer som är i linje med bolagets finansiella eller strategiska mål. Empirin visar inga spår av *design thinking* (Brown, 2008). Detta kan inte förklaras med hjälp av teori.

Empirin visar däremot tecken på att bolaget tillämpar *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) för att utvärdera projektidéer. Detta minskar risken för att projekten skulle bli förkastade på bristfälliga grunder. Familjebolaget hade vid intervjutillfället endast en fas och beslutsgrind som projektet behövde passera med ledningens godkännande. Ytterligare väldefinierade grindar torde ge en mer nyanserad bild av vilka projekt som är värdeskapande. Detta skulle möjligtvis kunna förbättra valen av projekt och dess resultat hos Familjebolaget. Att Familjebolaget använder sig av *faser och beslutsgrindar* (Ibid.) stämmer överens med vår klassificering och matchning.

På Allmännyttan A främjas innovation med hjälp av efterfrågan från exempelvis Stockholms stad då idéer och projekt utvecklas i syfte att motsvara vissa specifika önskemål och efterfrågan. Detta är inte nödvändigtvis i linje med vad hyresgästerna efterfrågar. Risken är att detta kan hämma rätt applicering av *design thinking* (Brown, 2008) då innovationen inte primärt grundar sig i att attrahera hyresgäster baserat på deras efterfrågan och behov. Att *design thinking* (Ibid.) saknas i processen bekräftas av bolaget som upplevt en problematik med att integrera rätt sorts innovation.

Allmännyttan A har standardiserat sin innovationsprocess enligt metoden *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008). Det är i enlighet med vår matchning av bolag och metod. Projektledaren leder arbetsgruppen genom de olika faserna medan styrgruppen avgör om projektet utvecklas i linje med strategin, vilken är noga definierad i och med det kommunala ägandet och medföljande direktiv.

Allmännyttan B är måna om att analysera trender och efterfrågan och ser därför till att alltid ha ett pågående utmanade projekt för att uppfylla kunders framtida behov. I innovationslabbet uppmuntras prototyper som leder till att projekten prövas och förbättras tills att de lämpar sig att bli en del av standardplattformen i enlighet med *design thinking* (Brown, 2008).

Det saknas empiriskt stöd för att det finns en tydlig struktur som gynnar värdeskapande innovation på företaget då den inte främjas med hjälp av finansiella eller strategiska argument. *Faser och beslutsgrindar* eller *discovery-driven planning* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) skulle eventuellt innebära en mer strukturerad innovationsprocess, vilket skulle kunna främja innovation.

6. Slutsatser

Studien ämnar kartlägga investeringsprocessen för hyresrättsutvecklare, förklara skillnader i investeringsbedömning samt hantering av innovation i bolagen utifrån ägarform.

Kartläggningen av hyresrättsutvecklare utgår från modellen för investeringsprocessen av Dayananda et al. (2002). Samtliga bolag i studien har haft en investeringsprocess som i stor utsträckning följer modellen. Diskrepansen mellan den teoretiska investeringsprocessen och empirin beror på att flertalet av bolagen i studien antingen använder sig av kvantitativ eller kvalitativ investeringsbedömning. Detta skiljer sig från modellen där de båda typerna av bedömning bör göras. Diskrepansen kan eventuellt förklaras av de olika ägarformernas incitament att utföra kortsiktiga eller långsiktiga investeringsbedömningar.

Allmännyttan A och Allmännyttan B ska verka enligt affärsmässiga principer, de använder sig därför av metoder som är jämförbara med andra aktörer på marknaden. De kalkylerar diskonterade kassaflöden över en tioårsperiod samt hämtar sina avkastningskrav från Datscha. Då direktiven innefattar krav på att uppfylla samhällsnytta motiverar de en långsiktig strategisk bedömning. Bolagen menar även att de genom samhällsnytta skapar värdeökning på befintligt bestånd i de områden de verkar. Enligt bolagen sker värdeökningen då fastigheterna blir mer attraktiva för hyresgäster och andra intressenter. Analysen antyder att bolagen premierar CSR på bekostnad av lönsamheten.

Börsbolaget agerade i enlighet med teorin (Jensen, 1989). Kortsiktighet, informationsasymmetri och risken för *empire building* (Berk, DeMarzo, 2014) skulle kunna förklara varför bolaget huvudsakligen fokuserar på kvantitativa metoder för investeringsbedömning.

Familjebolaget använde sig av mer kvantitativ bedömning än väntat, vilket inte är i enlighet med teorin. Vid den kvantitativa bedömningen använde sig Familjebolaget av en markant längre tidshorisont än branschpraxis vilket kan förklaras av ägarnas långsiktiga perspektiv.

Hybridbolaget använder sig däremot av den typ av investeringsbedömning som Familjebolaget hade förväntats använda, vilket framförallt är strategiska och kvalitativa bedömningar. Hybridbolaget använder sig mindre än väntat av kvantitativ investeringsbedömning vilket tolkas som att den stora andelen familjeägt kapital påverkar bolaget mer i denna bemärkelse än det faktum att det är börsnoterat. En förklaring till detta kan vara ägarfamiljens stora andel i bolaget samt att ägarfamiljen finns representerad i ledningsgruppen. Detta bör innebära minskade agentkostnader samt informationsasymmetri då ägarna har god insyn i verksamheten (Jensen, 1989).

Vår klassificering och matchning av empiri till innovationsmodell med avseende på ägarform leder till slutsatsen att alla företagen i studien bör använda metoden *design thinking* (Brown, 2008) som verktyg att skapa innovation. För att främja innovationsprocessen i bolagen föreslår vi metoderna *DCF-trap*, *faser och beslutsgrindar* samt *discovery-driven planning* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008).

Matchningen föreslår att Börsbolaget väntas använda sig av *DCF-trap* med tanke på dess kortsiktighet och behov av att signalera värde till aktieägare (Jensen, 1989). Empirin indikerar att bolaget använder sig av något som liknas vid *design thinking* (Brown, 2008). Börsbolaget använder kvantitativa metoder vid innovationsprojekt vilket är i linje med teorin. Däremot utför det ingen beräkning av *DCF-trap* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008) men bolaget använder sig av återbetalningsmetoden för att rättfärdiga projekt.

Familjebolaget föreslås främja innovation med hjälp av *faser och beslutsgrindar* alternativt *discovery-driven planning* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008) då strategisk och kvalitativ bedömning är central för långsiktigt lönsamma projekt. Det finns inget empiriskt stöd för att bolaget använder sig av *design thinking* (Brown, 2008). Däremot använder sig Familjebolaget som väntat av *faser och beslutsgrindar* (Christensen, Kaufman & Shih, 2008, Cooper, 2008).

Allmännyttan A och Allmännyttan B bör enligt sina ägardirektiv integrera affärsmässighet med samhällsnytta vilket gör att de antas tillämpa metoder som tar hänsyn till både kvantitativa och kvalitativa mått vid investeringsbedömning. Allmännyttan A tillämpar visserligen *design thinking* (Brown, 2008) men det kan ifrågasättas om innovationen utgår ifrån marknadens efterfrågan. Allmännyttan B tillämpade en metod som kan liknas vid *design thinking* (Ibid.) men empirin stödjer inte att bolaget använder sig av processer som främjar innovation enligt teorin av Christensen et al (2008) eller Cooper (2008).

6.1. Bidrag

Denna uppsats har bidragit till en djupare förståelse för hur investeringsprocessen för långsiktiga tillgångar ser ut i praktiken samt bidragit med förklaringsvärde varför investeringsbedömning skiljer sig mellan bolag med olika ägarform. Uppsatsen bidrar även

till större förklaringsvärde till när kvantitativa och kvalitativa bedömningar utgör en dikotomi och när de kompletterar varandra.

Analysen av Hybridbolaget bidrar med förklaring av hur ett familjeägt börsnoterat bolag agerar, där teori beträffande börsnoterade bolag tappar sin relevans till förmån för teorier som behandlar familjeägda bolag.

Uppsatsen har även bidragit med en klassificering samt matchning av innovationsmetoder baserad på teori med avseende på ägarform. Ägarform kan varken med hjälp av teori eller klassificering och matchning förklara innovation i bolagen fullt ut.

6.2. Begränsningar

En begränsande faktor för studien har varit att intervjuobjekten i vissa fall har saknat komplett information kring specifika detaljer som inte ingick i deras dagliga arbete. Studien begränsas även av att den endast behandlar fem bolag. Fler intervjuer hade kunnat generera större kvantiteter empiri för att analysera bidragen och bidra med ytterligare stöd för att presentera relevanta slutsatser. Det är även möjligt att bolagen i studien inte är representativa för sin ägarform. En mer omfattande insamling av tidigare teorier och forskning hade eventuellt kunnat bidra med ytterligare perspektiv som kunnat påverkat studiens analys och resultat.

6.3. Diskussion och vidare forskning

Vidare forskning skulle förslagsvis fokusera på att kvantitativt undersöka studiens frågeställning. Dessa skulle kunna utgå ifrån enkäter som riktar sig till börsnoterade bolag, familjebolag, hybridbolag samt allmännyttiga bolag för att testa om studiens slutsatser gäller i stort och om de i så fall har något signifikant förklaringsvärde. Framtida studier skulle även kunna analysera investeringsprocessen med utgångspunkt i något annat perspektiv än ägarform för att se om det kan bidra med större förståelse eftersom teorin för ägarform inte kunde förklara samtliga bolags investeringsbedömning. Vidare skulle framtida forskning systematiskt kunna analysera vilka innovationsmetoder som väntas användas av de olika ägarformerna.

7. Appendix

7.1 Definitioner

Allbolagen: *Lag 2010:879 om allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag.*

Allmännyttigt bostadsbolag: Kommunala bostadsföretag i Sverige vars uppgift är att tillhandahålla hållbara och prisvärda bostäder för alla.

Bostadsutvecklare: Ett företag som investerar i mark och/eller byggnader. Bolaget anlitar sedan byggtreprenörer för att uppföra bostäder. Vissa större bostadsutvecklare har sin egen byggtreprenad.

Borgensavgift: En borgensavgift är en kompensation av en borgenär till dennes borgensman för den risk som borgensmannen åtar sig.

Blandad upplåtelseform: Inom ramen för studien avser blandad upplåtelseform ett projekt som innefattar både hyresrätter och bostadsrätter.

Datscha: Datscha är ett bolag som erbjuder en värderingstjänst för kommersiella fastigheter i Sverige.

Driftnetto: Driftnetto definieras som "Hyresintäkter minskat med fastighetskostnader" (Fastighetsägarna, 2016).

Familjeägt bolag: I uppsatsen används Europeiska kommissionens definition av ett familjeägt bolag. Definitionen innebär bland annat att ett familjebolag uppstår när majoriteten av rösträtterna besitts av bolagets grundare eller närstående. Definitionen innefattar även personen som har förvärvat majoriteten av aktiekapitalet. Det innebär även att majoriteten av rösterna innehas direkt eller indirekt samt att åtminstone en representant från familjen är involverad i bolagets styrning. Om bolaget är börsnoterat definieras det som familjeägt om personen, eller dess närstående, som grundat eller förvärvat bolaget besitter åtminstone 25 procent av de röstberättigade delarna givet dess aktiekapital.

Innovationsdödare: Innovationsdödare är investeringskalkyleringar vars antaganden leder till att innovation ses som mindre lönsam än *business as usual* vilket leder till att innovation inte görs.

Investeringskalkylering: Investeringskalkylering innebär att göra bedömningar av investeringars lönsamhet med hjälp av kalkyler.

Investeringsprocess: Investeringsprocessen är alla steg som måste genomgå för att utföra en investering (Dayananda et al., 2002).

Läroboksmetoder: Traditionella metoder som ofta ingår i den grundläggande utbildningen för ekonomirelaterade studier.

Nöjd Kund-Index, NKI: Ett index som rankar kundnöjdhet med hjälp av standardiserade frågor.

Markanvisningstävlingar: En markanvisningstävling anordnas av kommuner. Tävlingen går ut på att vinna en markanvisning. En markanvisning innebär en exklusiv rätt att förhandla om att köpa mark av kommunen. Bostadsutvecklare tävlar genom att visa förslag på de projekt som de vill uppföra. Kommunen värderar projekten utifrån i förväg fastställda parametrar som är kända för de tävlande. Exempel på parametrar är miljöprofil, upplåtelseform, pris och den tävlandes ekonomiska förmåga.

SABO: Sveriges Allmännyttiga Bostadsföretag är en bransch- och intresseorganisation för över 300 allmännyttiga kommunala bostadsföretag över hela Sverige.

7.2. Intervjuguide

1. Investeringsprocessen

- 1.1. Hur har ni utformat er investeringsprocess för hyresrättsprojekt som ni uppför och förvaltar? Beskriv gärna stegen i detalj från idé till avslutat projekt.
- 1.2. Är processen alltid densamma? Till exempel, skiljer sig processen mellan markanvisningar och markförvärv?
- 1.3. Uppför ni hyresrättsprojekt på tomträtter? Om ja, har ni anpassat er process utifrån IFRS 16? (right-of-use asset)?
- 1.4. Hur långt in i processen kan ni i normalfall välja att avbryta ett projekt innan bolaget tar skada?

2. Värdering

- 2.1. Vilken är er huvudmetod för att värdera era projekt och hur kompletterar ni den?
- 2.2. Hur motiveras era variabler, till exempel diskonteringsräntan eller tidshorisont?
- 2.3. Har ni separata värderingsmodeller för uppförande av fastigheterna och förvaltning av fastigheterna?
- 2.4. Hur mäter och värderar ni kvalitet?

3. Avkastningskrav

- 3.1. Vad är ert avkastningskrav och hur motiveras det?
- 3.2. Hur finansierar ni er för att få rätt hävstång till projekten?
- 3.3. Använder ni er av ett standardiserat avkastningskrav eller anpassas det, till exempel efter konjunkturcykeln eller projekt?
- 3.4. Hur rangordnar ni projekt? Vilken roll spelar avkastningskravet i beslutet?

4. Osäkerhet i värderingen

- 4.1. Vilka makrofaktorer är mest riskfyllda för er?
- 4.2. Hur tar ni hänsyn till eventuella lagändringar som kan komma påverka värderingar, till exempel presumtionshyror, marknadshyror, tillgänglighetskrav?

5. Innovation

- 5.1. Hur arbetar ni med innovation? Till exempel digitalisering och miljömärkning.
- 5.2. Hur värderar ni innovationsprojekt?
- 5.3. Hur väljer och fördelar ni innovationsprojekt?

8. Källförteckning

- Alkaraan, F. & Northcott, D. 2006, "Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools? A study of practice in large UK manufacturing companies", *British Accounting Review*, vol. 38, no. 2, pp. 149-173.
- Allmännyttan 2019, 05/11-senast uppdaterad, *Vad är allmännyttan?* [Hemsida Allmännyttan, SABO], [Online]. Hämtad: <https://www.allmannyttan.se/vilka-vi-ar/vad-ar-allmannyttan/> [2019, 05/11].
- Anderson, R.C., Duru, A. & Reeb, D.M. 2012, "Investment policy in family controlled firms", *Journal of Banking and Finance*, vol. 36, no. 6, pp. 1744-1758.
- Arnold, G.C. & Hatzopoulos, P.D. 2000, "The theory-practice gap in capital budgeting: Evidence from the United Kingdom", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 27, no. 5-6, pp. 603-626.
- Asker, J.W., Farre-Mensa, J. & Ljungqvist, A. 2015, "Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?", *Review of Financial Studies*, vol. 28, no. 2, pp. 342-390.
- Berk, J. & DeMarzo, P. 2014, *Corporate finance*, Third edn, Pearson Education, Inc., Boston.
- Bhide, A. 1993, "The hidden costs of stock market liquidity", *Journal of Financial Economics*, vol. 34, no. 1, pp. 31-51.
- Bianco, M., Bontempi, M.E., Golinelli, R. & Parigi, G. 2013, "Family firms' investments, uncertainty and opacity", *Small Business Economics*, vol. 40, no. 4, pp. 1035-1058.
- Brown, T. 2008, "Design Thinking", *Harvard business review*, vol. 86, no. 6, pp. 84-92.
- Butler, R., Davies, L., Pike, R. & Sharp, J. 1991, "Strategic Investment Decision-Making: Complexities Politics and Processes", *Journal of Management Studies*, vol. 28, no. 4, pp. 395-415.
- Carr, C. & Tomkins, C. 1996, "Strategic investment decisions: The importance of SCM. A comparative analysis of 51 case studies in U.K., U.S. and German companies", *Management Accounting Research*, vol. 7, no. 2, pp. 199-217.
- Christensen, C.M., Kaufman, S.P. & Shih, W.C. 2008, "Innovation killers: How financial tools destroy your capacity to do new things", *Harvard business review*, vol. 86, no. 1, pp. 98-105+137.
- Cooper, R.G. 2008, "Perspective: The stage-gates® idea-to-launch process - Update, what's new, and NexGen systems", *Journal of Product Innovation Management*, vol. 25, no. 3, pp. 213-232.
- CSR Sweden 2019, 05/11-senast uppdaterad, *Vad är CSR?* [Hemsida CSR Sweden], [Online]. Hämtad: <https://www.csrsweden.se/vad-ar-csr/> [2019, 05/11].
- Dayananda, D., Irons, R., Harrison, S., Herbohn, J. & Rowland, P. 2002, "Capital budgeting: an overview" in *Capital Budgeting, Financial Appraisal of Investment Projects* Cambridge Univeristy Press, United Kingdom, pp. 5.

- Di Digital 2018, 06/21-senast uppdaterad, *Byggbranschen sämst på digitaliseringen* [Homepage of Di Digital], [Online]. Hämtad: <https://digital.di.se/artikel/ny-rapport-det-ar-branschen-som-utnyttjar-digitaliseringen-samst> [2019, 05/02].
- Europeiska kommissionen, *Common European definition of a family business* [Hemsida Europeiska kommissionen], [Online]. Hämtad: https://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family-business_nn [2019, 05/02].
- Fastighetsägarna 2016, *Rekommendation från Fastighetsägarna Sverige: Årsredovisning i fastighetsföretag*, 18 edn, Fastighetsägarna.
- Friedman, M. 1970, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine*, New York.
- Jensen, M.C. 1989, "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard business review*, vol. 67, no. 5, pp. 61-74.
- Kraus, K. & Lind, J. 2010, "The impact of the corporate balanced scorecard on corporate control-A research note", *Management Accounting Research*, vol. 21, no. 4, pp. 265-277.
- Lind, H. & Lundström, S. 2011, *Hur ett affärsmässigt bostadsföretag agerar*, Institutionen för Fastigheter och Byggande, KTH.
- Neale, C. 1991, "The benefits derived from post-auditing investment projects", *Omega*, vol. 19, no. 2-3, pp. 113-120.
- Nordlund, B. 2012, *Marknadsmässiga avkastningskrav och allmännyttiga kommunala bostadsaktiebolag*, SABO, Karlstad.
- SABO, *Allmännyttan* [Hemsida SABO], [Online]. Hämtad: <https://www.sabo.se/allmannyttan/> [2019, 05/02].
- Sandahl, G. & Sjögren, S. 2003, "Capital budgeting methods among Sweden's largest groups of companies. The state of the art and a comparison with earlier studies", *International Journal of Production Economics*, vol. 84, no. 1, pp. 51-69.
- Shank, J. & Govindarajan, V. 1992, "Strategic Cost Management: The Value Chain Perspective", *Journal of Management Accounting Research*, no. 4, pp. 179-194.
- Siljevall, A. 2018, 07/07-senast uppdaterad, *Bygg sämst på digitalisering* [Hemsida Byggindustrin], [Online]. Hämtad: <http://byggindustrin.se/artikel/nyhet/bygg-samst-pa-digitalisering-26899> [2019, 05/02].
- Sveriges Byggindustrier 2019, 04/03-senast uppdaterad, *Byggkonjunkturen* [Hemsida Sveriges Byggindustrier], [Online]. Hämtad: https://www.sverigesbyggindustrier.se/UserFiles/Files/BI_Analys/BK1_2019.pdf [2019, 05/02].
- Windell, K. 2015, 15-senast uppdaterad, *Nyttan med Allmännyttan* [Hemsida SABO], [Online]. Hämtad: http://hurvibor.se/wp-content/uploads/Nyttan_m_Allmannyttan_sammanfattn_lu.pdf [2019, 05/02].
- Yin, R K, 1994, "Case Study Research: design and methods", Second edn, Sage Publications.