

Fredrik Selmer

# Yield

## En sammenfallende oppfattelse innen næringseiendom?

Oslo, 14. juni, 2010





Oppgavens tittel:	Dato: 14.06.2010		
Yield	Antall sider (inkl. bilag): 101		
En sammenfallende oppfattelse innen næringseiendom?	Masteroppgave	x	Prosjektoppgave
Navn: Fredrik Selmer			
Faglærer/veileder: Kjell Banken			
Eventuelle eksterne faglige kontakter/veiledere:			

Ekstrakt:

Formål med oppgaven var å undersøke om det er en sammenfallende oppfattelse av yield blant aktører innen næringseiendom.

For å undersøke formålet ble det benyttet en kvantitativ spørreundersøkelse blant utvalgte aktører innen næringseiendom. Deltakerne i undersøkelsen har bakgrunn fra långivere, verdivurderere, eiendomsanalytikere og investorer.

De viktigste funnene i oppgaven er som følger:

- Netto yield oppfattes som den mest brukte yielden.
- Regneformelen for netto yield er kjent, men det er ingen universell enighet om hvilke data som skal brukes i formelen.
- Bruken av yield som metode for verdivurdering er ikke akseptert som god.
- Yield egner seg godt som en indikator for å sammenlikne eiendommer med eiendomsmarkedet, og for å følge utviklingen i eiendomsmarkedet.

Undersøkelsen viser at yield er mye brukt, og aktører innen næringseiendom er opptatt av yield. Det er allikevel klart at aktørene innen næringseiendom ikke har en sammenfallende oppfattelse av begrepet yield, noe som svekker reliabiliteten til begrepet. Dette resultatet kan oppfordre til videre studie av begrepets innhold, og anvendelse av yield. En bransjestandard for bruk av yield kan være en utfordring til kommende forskning innen verdivurdering av næringseiendom.

Stikkord:

1. Verdivurdering
2. Yield
3. Næringseiendom
4. Avkastning

(sign.)

## **Innholdsfortegnelse**

1. Oppsummering .....	4
2. Bakgrunn for valg av oppgave .....	7
2.1. Formål med arbeidet.....	7
2.2. Personlig kompetanseheving.....	7
2.3. Bidrag til utvikling av egen virksomhet.....	8
2.4. Kunnskapsdeling og videre forskning.....	8
2.5. Omfang og avgrensning av arbeidet.....	9
3. Problemstilling og forskningsspørsmål.....	10
3.1. Problemstilling .....	10
3.2. Forskningsspørsmål.....	10
3.3. Beskrivelse av oppgavens oppbygning .....	13
3.4. Spesielle forhold som bidrar til å belyse kandidatens prestasjon.....	13
4. Metode.....	15
4.1. Ulike tilnæringsmåter.....	15
4.2. Fordeler og ulemper ved kvalitativ- og kvantitativ metode. ....	16
4.3. Begrunnelse for valg av metode.....	18
4.4. Beskrivelse av metode.....	19
4.5. Styrker og svakheter ved valgt metode .....	21
4.6. Utvalg .....	24
5. Teoretisk oppbygning av yield.....	30
5.1. Substituttprinsippet.....	31
5.2. Forventning til vekst.....	31
5.3. Risiko .....	33
5.4. Svake sider ved bruk av yield .....	43
5.5. Eksempel på bruk av yield for å verdivurdere en næringseiendom. ....	50
6. Analyse og drøftelse av resultater fra spørreundersøkelsen.....	54
6.1. Beskrivelse av spørreundersøkelsen.....	54
6.2. Drøftelse av resultater .....	56
7. Konklusjoner .....	81

7.1	Konklusjon: Hvilken yield oppfattes som den korrekte? .....	81
7.2	Konklusjon: Hvordan regner aktørene seg frem til yield? .....	82
7.3	Konklusjon: Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom? .....	85
7.4	Konklusjon: Hva bruker aktørene yield til? .....	86
7.5	Konklusjon: Har aktørene innen næringseiendom en sammenfallende oppfattelse av yield? .....	88
8.	Referanseliste .....	90

### **Tabelloversikt**

Tabell 1: Endring av yieldnivået fører til stor endring av verdi.....	11
Tabell 2: Yield utvikler seg med leienivå .....	32
Tabell 3: Rangering av aktiva etter risiko .....	34
Tabell 4: Eksempel Gearing .....	37
Tabell 5: Makroøkonomisk realavkastningskrav .....	38
Tabell 6: Prosjektrelatert risikotillegg.....	38
Tabell 7: Rangering av risiko etter type næringseiendom.....	43
Tabell 8: Oppsummering Eiendom 1. Ensjøveien 11 .....	50
Tabell 9: Leieareal og leieinntekter etter leietaker eiendom 1.....	51
Tabell 10: Eiers direkte eiendomskostnader Ensjøveien 11.....	51
Tabell 11: Oppsummering eiendom 2. Gladengveien 3.....	51
Tabell 12: Leieareal og leieinntekter etter leietaker eiendom 2.....	51
Tabell 13: Eiers direkte eiendomskostnader Ensjøveien 11.....	51
Tabell 14: Svaralternativer, Relevant type yield.....	57
Tabell 15: Svaralternativer, Type yield.....	58
Tabell 16: Svaralternativer, Type yield for sammenlikning .....	60
Tabell 17: Svaralternativer, Regneformel for netto yield .....	61
Tabell 18: Svaralternativer, Eiers direkte eiendomskostnader.....	63
Tabell 19: Svaralternativer, Realavkastningskrav.....	66
Tabell 20: Svaralternativer, Yield et annet ord for realavkastningskrav.....	69
Tabell 21: Svaralternativer, Nettokapitaliseringsmetoden .....	71
Tabell 22: Svaralternativer, Tre styrende faktorer .....	73
Tabell 23: Svaralternativer, Markedssammenlikning .....	75
Tabell 24: Svaralternativer, Totalavkastning .....	77
Tabell 25: Svaralternativer, Utvikling av pris.....	79

### **Figuroversikt**

Figur 1: Verdikjeden innenfor eiendom (næring) Thomson (2007) .....	35
Figur 2: Responslogg .....	55
Figur 3: Svarfordeling, Relevant type yield.....	57
Figur 4: Svarfordeling, Type yield.....	58
Figur 5: Svarfordeling, Type yield for sammenlikning.....	60
Figur 6: Svarfordeling, Regneformel for netto yield.....	61
Figur 7: Svarfordeling, Eiers direkte eiendomskostnader.....	63
Figur 8: Svarfordeling, Realavkastningskrav.....	66
Figur 9: Svarfordeling, Yield et annet ord for realavkastningskrav.....	69
Figur 10: Svarfordeling, Nettokapitaliseringsmetoden .....	71
Figur 11: Svarfordeling, Tre styrende faktorer .....	73
Figur 12: Svarfordeling, Markedssammenlikning .....	75
Figur 13: Svarfordeling, Totalavkastning .....	77
Figur 14: Svarfordeling, Utvikling av pris.....	79

### **Vedlegg**

Uttaksskjema, original  
Spørreskjema

Vedlegg A  
Vedlegg B

## **Forord**

Denne masteroppgaven er skrevet som avsluttende del av masterstudiet eiendomsutvikling og forvaltning på fakultetet for arkitektur og billedkunst ved NTNU. Studiet eiendomsutvikling og forvaltning har bidratt med et helhetsbilde av eiendomsfaget i sin helhet, og som deltidsstudie og erfaringsbasert, gir kurset deltakerne en god arbeidsplattform innen fagfeltet.

Temaet i oppgaven er yield, og forståelsen aktører innen næringseiendom har om begrepet. Ved uttak av oppgaven, var emnet verdivurdering generelt. Dette ble valgt etter ønske om å få en dypere innsikt i verdivurdering. Det ble raskt klart at oppgaven måtte spisses mot yield. Yield er et aktuelt begrep innen faget næringseiendom, og arbeidet med oppgaven har vært spennende og lærerik. Kjell Banken har vært min veileder med oppgaven, og jeg ønsker å takke han for all hjelpen underveis.

Jeg vil takke alle som sa seg frivillig til å delta i undersøkelsen, og dermed brukte av sin tid til å hjelpe meg med denne oppgaven. I og med at undersøkelsen var anonym, vil jeg ikke nevne navn. Særlig takk skal de som har fungert som diskusjonspartnere ha.

Avslutningsvis vil jeg også takke min lille familie, som har måttet leve med mine tidsprioriteringer.



---

Fredrik Selmer

Oslo, 14. juni 2010

## **Oppsummering**

Hensikten med denne oppgaven er å undersøke om det finnes en sammenfallende oppfattelse av begrepet yield av aktører innen næringseiendom. For å observere aktørers forståelse av yield, har det blitt utarbeidet fire forskningsspørsmål, som blir besvart i den empiriske delen av oppgaven. Begrepet yield blir presentert i den teoretiske delen. Her introduseres teoretisk bakgrunn og eksempler på bruk av yield som metode for verdivurdering av næringseiendom. Konklusjonen av problemstillingen er satt i sammenheng med resultatet av undersøkelsen i forbindelse med forskningsspørsmålene.

For å forske på forståelsen av yield av aktører innen næringseiendom, har det blitt gjennomført en kvantitativ undersøkelse. Undersøkelsen ble sendt ut til fire ulike grupper av aktører innen næringseiendom ved hjelp av e-post. Svarene fra undersøkelsen har gitt en forståelse av hvordan deltakerne oppfatter bruken av, og den teoretiske bakgrunnen til yield.

Undersøkelsen viser at aktører innen næringseiendom følger med på, og har meninger om begrepet yield. De viktigste funnene fra spørreundersøkelsen er som følger:

- Netto yield oppfattes som den mest brukte yielden.
- Regneformelen for netto yield er kjent, men det er ingen universell enighet om hvilke data som skal brukes i formelen.
- Bruken av yield som metode for verdivurdering er ikke akseptert som god.
- Yield egner seg godt som en indikator for å sammenlikne eiendommer med eiendomsmarkedet, og for å følge utviklingen i eiendomsmarkedet.

Yield er et mye brukt begrep med flere egenskaper. De to viktigste egenskapene er bruk av yield i forbindelse med verdivurdering, og egenskapen til å sammenlikne prisnivået på to eller flere eiendommer til en gitt tid. Yield er en enkel og rask verdivurderingsmetode, og dataen

som trengs for å bruke metoden, er som oftest tilgjengelig. Det har ført gjort yield populært å bruke. Anvendeligheten og den enkle bruken, har ført til at hyppig omtale av yield i artikler som omhandler næringsseiendom i media. En svakhet ved begrepet yield, er at begrepet finnes i forskjellige former, og ved omtale av yield, er det ikke alltid det fremkommer hvilken yield som blir brukt. Undersøkelsen i forbindelse med denne oppgaven viser at aktører innen næringsseiendom ser på netto yield som den mest aktuelle varianten av yield, og at netto yield antas å være den formen for yield som blir brukt når ikke annet er oppgitt.

Undersøkelsen gjennomført i forbindelse med denne masteroppgaven, viser at yield er brukt av aktørene innen næringsseiendom. Det kommer imidlertid frem at den teoretiske forståelsen av begrepet ikke er unison blant aktørene innen næringsseiendom. Blant annet formel for utregning av de forskjellige typene av yield, og hvilke form for data som skal brukes, er aktørene uenige i. Dette svekker reliabiliteten til anvendelsen av yield.

Den ulike forståelsen av yield, er med på å forsterke funnet som viser at yield som metode for verdivurdering ikke er sett på som annet enn en tommelfingerregel. Bruk av yield kan gi et estimat på verdien til en næringsseiendom, men andre metoder er sett på som mer nøyaktige. Allikevel er bruken av yield til å sammenlikne priser på eiendom, og for å følge utviklingen av markedet for næringsseiendom, sett på som god.

Undersøkelsen viser at yield er mye brukt, og aktører innen næringsseiendom er opptatt av yield. Det er allikevel klart at aktørene innen næringsseiendom ikke har en sammenfallende oppfattelse av begrepet yield, noe som svekker reliabiliteten til begrepet. Dette resultatet kan oppfordre til videre studie av begrepets innhold, og anvendelse av yield. En bransjestandard for bruk av yield kan være en utfordring til kommende forskning innen verdivurdering av næringsseiendom.



## **1. Bakgrunn for valg av oppgave**

Begrunnelsen for valg av tema i denne masteroppgaven, kan deles inn i fem grupper. Disse fem gruppene er følgende:

- Formål med arbeidet
- Personlig kompetanseheving
- Bidrag til utvikling av egen virksomhet
- Kunnskapsdeling og videre forskning
- Omfang og avgrensning av arbeidet.

Disse fem punktene vil forklart i dette kapitelet.

### **1.1. Formål med arbeidet**

Formålet med denne oppgaven er å undersøke om det er en sammenfallende oppfattelse av begrepet yield av aktører innen næringseiendom. Yield blir blant annet brukt i sammenheng med verdivurdering av eiendom og som et måleparameter for å sammenlikne priser på eiendom. Yield som metode for verdivurdering og som parameter for sammenlikning av pris på eiendom, vil bli belyst gjennom studie av litteratur på området verdivurdering og deriblant yield. Undersøkelsen i denne oppgaven blir gjennomført for å kartlegge aktørens forståelse av yield. Analysen av dataen fra undersøkelsen skal svare på fire forskningsspørsmål, som igjen kan belyse problemstillingen til oppgaven.

### **1.2. Personlig kompetanseheving**

Valg av tema i denne oppgaven er ikke tilfeldig. Gjennom mitt tidligere studie i USA og jobben min i det daglige, har jeg utført verdivurderinger av næringseiendom. Bruk av yield er

inkludert i metodene jeg har brukt for å regne meg frem til verdien på næringseiendom.

Begrepet har alltid vært litt uklart, og den ukonsekvente bruken av yield blant aktørene innen næringseiendom vist gjennom media, har forsterket vanskeligheten ved å bruke yield. Det at yield var litt diffust for meg og muligens for andre aktører innen næringseiendom, oppmuntret min lyst til å lære mer om yield, og jeg valgte derfor å bruke muligheten jeg har til å fordype meg i fagfeltet gjennom denne oppgaven.

### **1.3. Bidrag til utvikling av egen virksomhet**

Som daglig leder i et eiendomsselskap, har jeg et bredt spekter av arbeidsoppgaver. Blant disse oppgavene, er verdivurdering av selskapets eiendomsportefølje to ganger i året, og eventuelle eiendommer vi ser på som kjøpskandidater.

En god verdivurdering er avhengig av en god modell, men like viktig er korrekt data som skal inn i modellen. Deler av dataen, blant annet utviklingen til avkastningskrav i markedet for næringseiendom, får man gjennom media og analyser gjennomført profesjonelle selskaper. I rapportene og tidsskriftene refereres det ofte til yieldutviklingen, som et syn på utviklingen av avkastningskravet i markedet. Dette brukes aktivt i interne verdivurderinger hos oss. Arbeidet med denne masteroppgaven, og utviklingen av egen kunnskap, kommer således til eiendomsselskapet til gode. Gjennom bredere forståelse av yield, og kunnskap om eventuell feil bruk av begrepet, vil reliabilitet til interne verdivurderinger styrkes.

### **1.4. Kunnskapsdeling og videre forskning**

Jan Revfem (2009b) beskriver yield som både misvisende og diffust i sin artikkel Ingen vei utenom yielden fra bladet Næringseiendom nummer 09 fra 2009. Allikevel er yield et viktig begrep for eiendomsbransjen, og mange har meninger om yielden. Flere sider ved yield har motivert meg til å velge dette temaet i masteroppgaven. Gjennom diskusjoner med andre i

bransjen, viser det seg at flere mener yield er et flytende begrep, uten faste regler som kontrollerer bruken. Det virket derfor interessant å undersøke om oppfattelsen og forståelsen av yield innen fagfeltet næringseiendom, var sprikende.

En annen grunn for valg av tema til denne oppgaven, er at den forhåpentligvis blir lest og brukt av andre. Dermed kan den kanskje motivere andre studenter eller profesjonelle eiendomsaktører, til videre studier yield og bruken av begrepet. Flere aktører i bransjen har etterspurt en felles standard av begrepet. Dette kan være en utfordring til de som eventuelt vil videreføre studiet av yield.

### **1.5. Omfang og avgrensning av arbeidet**

Ved uttak av masteroppgaven, var ønsket å skrive om verdivurdering av næringseiendom. Underveis i gjennomgangen av teorien, ble det klart at oppgaven måtte spisses inn. Det finnes flere ulike metoder for å vurdere verdien til næringseiendom, som kunne ha vært utgangspunkt for denne oppgaven. Men med retningslinjene på tidsbruk og lengde på oppgaven fra NTNU, falt avgjørelsen på begrepet yield.

Yield har mange interessante sider ved seg som kan og bør forskes mer på. En standardisering har blitt nevnt tidligere og kanskje kan denne oppgaven være et utgangspunkt for videre forskning på begrepet yield. Denne oppgaven konsentreres på forståelsen av yield blant aktører innen næringseiendom. Målet med oppgaven, er å undersøke ved hjelp av en spørreundersøkelse, om det finnes en sammenfallende oppfattelse av yield blant aktører innen næringseiendom.

## **2. Problemstilling og forskningsspørsmål**

Formålet med denne masteroppgaven er å besvare problemstillingen som blir presentert i dette kapitlet. For å hjelpe til med å komme frem til en konklusjon, har jeg kommet opp med fire forskningsspørsmål. Disse fire forskningsspørsmålene blir også presentert i dette kapitlet.

Kapitlet avsluttes med oppbygning av oppgaven og en kort presentasjon av min bakgrunn.

### **2.1. Problemstilling**

Revfem (2009b) beskriver yield som misvisende og diffust. Henvisninger til begrepet i media, viser ulik forståelse av begrepet, og lite konsekvent bruk av de forskjellige typene av yield. For å spisse oppgaven innen feltet verdivurdering av eiendom, valgte jeg å konsentrere meg om yield, og bruken av denne metoden innen næringseiendom. Som Revfem (2009b) skriver i sin artikkel, er yield et uklart begrep. Yield har mange sider ved seg, som for eksempel ulike utgaver av yield, som kan være tema i en oppgave. For å ytterligere spisse temaet i denne masteroppgaven, valgte jeg å konsentrere temaet rundt forståelsen av yield blant aktører innen næringseiendom. Problemstillingen lyder derfor:

Har aktørene innen næringseiendom en sammenfallende oppfattelse av yield?

### **2.2. Forskningsspørsmål**

#### **2.2.1. Hvilken yield er mest brukt?**

Kjøp og salg av næringseiendom, og utviklingen av prisen på næringseiendom, er ofte omtalt av pressen. I den sammenheng, blir yield hyppig nevnt. Samtidig blir det ikke alltid nevnt hvilken yield det er snakk om. Det er flere forskjellige utgaver av yield med ulike egenskaper, og hver yield har en egen matematisk formel. Netto yield og brutto yield er to eksempler på

ulike former for yield. Verdien på en eiendom er meget sensitiv i forhold til endring i yield. Faller yieldnivået til en næringseiendom med 0,5 %, øker verdien med nærmere 7,7 % som tabell 1 viser. Tabellen er basert på en eiendom med kr. 100,- i årlig husleie. De ulike formene for yield, bruker ulike type data i sine formler, som gir forskjellige yieldnivåer. På grunn av at verdien til en eiendom er sensitiv til en liten forandring av yield, er det viktig at aktørene innen næringseiendom er konsekvente på sin bruk av begrepet.

Yield	Verdi	Verdiendring
5,0 %	2000	40,0%
5,5%	1818	27,3%
6,0%	1667	16,7%
6,5%	1538	7,7%
7,0%	1429	0,0%
7,5%	1333	-6,7%
8,0%	1250	-12,5%
8,5%	1176	-17,6%
9,0%	1111	-22,2%

**Tabell 1: Endring av yieldnivået fører til stor endring av verdi.**

Formålet med dette forskningsspørsmålet er å finne ut hvilken yield aktørene i næringseiendom mener er den mest relevante å bruke, og å se om det er enighet blant brukerne av yield, om hvilken yield som er mest relevant.

### **2.2.2. Hvordan regner aktørene seg frem til yield?**

Formålet med dette forskningsspørsmålet er å se om det kan være begrepsforvirring blant brukerne av yield. Det kan være en enighet om hvilken yield som er hyppigst brukt, eller mest betydelig. Det er allikevel ikke sikkert at alle legger de samme kvalitetene inn i samme type yield eller at de bruker riktige variabler under utregning av yield. De ulike variantene av yield har forskjellige utregningsmetoder. I tillegg krever de ulike typer av informasjon i sine formler. Det er derfor viktig å undersøke om aktørene bruker samme fremgangsmåte for å regne seg frem til de ulike formene for yield.

### **2.2.3. Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom?**

Bruken av yield for å finne verdien til en eiendom, er enkel og rask. Nils Arne Gundersen (2009) skriver i sin artikkel Verdssettelse av næringseiendom i tidsskriftet Praktisk økonomi og finans fra 2009 nummer 2, at grunnen til at yielden er så populær å bruke, er at bruken av yield er en tommelfingerregel. Er husleie, direkte eiendomskostnader for huseier og verdi av til eiendommen kjent, er det mulig å regne ut forskjellige varianter av yield. Er samme informasjon som nevnt over, og yield for liknende eiendommer i området kjent, er det mulig å regne ut et anslag for verdien til eiendommen. Forskningsspørsmålet har som hensikt å undersøke om aktørene innen næringseiendom mener bruken av yield, på måten forklart ovenfor, gir et godt bilde på verdien til en eiendom.

### **2.2.4. Hva bruker aktørene yield til?**

Yield er en enkel og rask måte å finne verdien til en eiendom. Metoden er derfor mye brukt, og yielden er et forhåndstall som gjør det enkelt og sammenlikne pris på forskjellige eiendommer. Utgangspunktet for dette forskningsspørsmålet er å se om yield blir brukt til å finne en faktisk pris eller verdi på eiendommer, eller om det kun blir brukt som en måleparameter mot prisen på andre eiendommer.

### **2.3. Beskrivelse av oppgavens oppbygning**

Kapittelet som omhandler metode, gir en teoretisk fremstilling av forskjellige fremgangsmåter for å forske. I kapittelet om metode gis også en forklaring for valg av metode, beskrivelse av metoden valgt, og bakgrunn for utvalget som deltar i forskningsopplegget.

For å gi en bakgrunn for oppgaven og en forståelse av yield, er teorikapitelet om yield med i oppgaven. Det er viktig for leserne av oppgaven å få en forutsetning for å forstå deler av forskningsspørsmålene, og en innsikt i problemene forbundet med yield. Her blir begrepet yield forklart som utgangspunkt for et avkastningskrav, og som en metode for verdivurdering av næringseiendom. Kapittelet avsluttes med et eksempel på bruk av yield innen verdivurdering.

De fire forskningsspørsmålene, er utgangspunktet for den gjennomførte undersøkelsen, som er med for å innhente informasjon om forståelsen og bruken av yield til aktørene innen næringseiendom. Resultatene fra hvert spørsmål som er med i undersøkelsen, blir drøftet og konkludert hver for seg, før utfallet blir sammensatt for å slutte en avgjørelse for hvert enkelt forskningsspørsmål. Utfallet fra denne øvelsen, blir bakgrunnen for konklusjonen på problemstillingen til oppgaven som blir presentert i slutten av oppgaven.

### **2.4. Spesielle forhold som bidrar til å belyse kandidatens prestasjon**

Min stilling som daglig leder i et eiendomsselskap, gjør at jeg jobber i bredden innen eiendomsfaget. Arbeidsoppgavene er spredt innen forvaltning, drift, vedlikehold og utvikling av nærings- og boligeiendom. Et av mine ansvarsområder er å verdivurdere eiendommene selskapet eier, to ganger i året. Dette gjør at jeg opptatt av å bruke en god og korrekt verdivurderingsmodell, med nøyaktig datainnhold. Deler av datainnholdet er å sammenlikne eiendommene jeg verdivurderer med leienivå og verdien av andre eiendommer, som ligger i samme området som våre eiendommer. Noe av informasjonen er tilgjengelig gjennom

mediene, deriblant synet på yield. Jeg forsøker derfor å få med meg alt som blir skrevet om verdivurdering og yield.



### **3. Metode**

Målet med denne masteroppgave, er å finne frem til ny fakta om bruken og forståelsen av yield. For å finne frem til informasjon som tilfredsstillende kravene validitet, reliabilitet og etterprøvnbarhet, er det viktig å velge en korrekt metode og oppfylle kravene innen denne metoden. Med reliabilitet, menes pålitelighet, og betyr at undersøkelser er korrekt gjennomført, angitt med eventuelle feilmarginer, skriver Olav Dalland i sin bok Metode og oppgaveskrivning for studenter 4. utgave fra 2000. Dalland (2000) skriver videre at validitet viser til at informasjonen som fremskaffes må være gyldig og ha relevans for det som skal undersøkes. I følge Idar Magne Holme og Bernt Krohn Solvang og deres bok Metodevalg og metodebruk fra 1996 3. utgave, er metoden som blir valgt, et redskap for å løse problemer, og for å komme frem til ny innsikt om temaet som blir forsket på. Alle fremgangsmåtene forskere bruker for å skaffe ny innsikt til et tema, er en metode.

Holme og Solvang (1996) skriver videre at det er noen grunnkrav til samfunnsvitenskapelig forskning. Disse er:

- Forskningen må ha samsvar med den virkeligheten vi undersøker.
- Utvelgelsen av data må være systematisk.
- Bruken av data må være mest mulig systematisk.
- Resultatene fra undersøkelsene må være kontrollerbare og åpne for kritikk.
- Resultatene må skape ny forståelse av samfunnsforhold og være grunnlag for videre forskning.

Dette er utgangspunktet for metoden valgt for å undersøke problemstillingen.

#### **3.1. Ulike tilnæringsmåter**

Kvalitativ- og kvantitativmetode er de to hovedtilnæringsmetodene innen samfunnsvitenskapelig forskning. Holme og Solvang (1996) opplyser om at valget av type

data avgjør hvilken retning forskeren bør gå når ved valg av forskningsmetode. Begge metodene er med på å bidra til en bedre forståelse av samfunnet vi lever i, og hvordan enkeltpersoner og grupper handler og samhandler innenfor dette samfunnet. Den største forskjellen er at innenfor kvantitativmetode omformer man data til tall og mengdestørrelser. Denne formen for data blir statistisk analysert. Bruken av data fra kvantitative metoder for å regne ut gjennomsnitt og prosenter er typisk for kvantitative metoder i følge Dalland (2000) I kvalitativ forskning er det forskerens forståelse og tolkning av informasjon som er hovedmetoden. Dette kan ikke tallfestes på noen måte i følge Holme og Solvang (1996). Dalland (2000) skriver at kvalitative metoder brukes for å beskrive meninger og opplevelser som ikke kan forklares ved hjelp av tall eller noen form for måling.

### **3.2. Fordeler og ulemper ved kvalitativ- og kvantitativ metode.**

En av de største fordelene ved kvalitativ forskning, er i følge Holme og Solvang (1996) nærheten mellom forsker og forskningsobjekt. I motsetning til kvantitativ metode, der forsker ønsker å undersøke en større populasjon for å kunne bruke statistisk generalisering, så er målet å bruke mer tid med hvert enkelt forskningsobjekt for å kjenne dette bedre. Det er forskerens forståelse og tolkning av objektet som er avgjørende, og da er det ofte ikke mulig av hensyn til tid og ressurser, å forholde seg til en stor populasjon. Målet med kvalitativ metode er å få frem totalsituasjonen, og det innebærer et intensivt studium av hver enhet i undersøkelsen. Gjennom kvantitativ metode, er forskeren mer opptatt av å få frem en dekkende problemforståelse hos alle undersøkelsesenheter. Dette gjøres ved å undersøke en større populasjon, med en fastlagt prosedyre. Blir dette korrekt utført, kan resultatet fra undersøkelsen bli tolket med statistisk generalisering for å si noe om den faktiske problemforståelsen hos en populasjon.

Fremgangsmåten innen de to forskningsmetodene er også forskjellig, og har ulike kvaliteter.

Fordelen med kvalitativmetode, er at den gir forskeren en viss fleksibilitet i fremgangsmåten for å undersøke utvalget. Målet med kvantitativmetode er det motsatte. I kvalitativmetode er forskeren opptatt av å strukturere undersøkelsen så mye som mulig.

I en kvalitativ undersøkelse gir fleksibiliteten muligheten til å endre forskningsopplegget underveis hvis dette gir fordeler. Forskeren vil få erfaring og ny forståelse av det han eller hun undersøker. Derfor er det viktig å kunne utvikle og forbedre forskningsmetoden ettersom forsker får mer og mer grunnleggende forståelse for problemstillingen.

I kvalitativ metode, med liten standardisering av undersøkelsesopplegget, kan sammenlikning av data bli et problem. Dette forsøker kvantitativ metode å unngå med standardisering. Alle undersøkelsesenheter vil få de samme spørsmålene og de samme svaralternativene i følge Holme og Solvang (1996). Dermed styres datainnsamlingen mer av forskeren, og åpner for generalisering. Samtidig er det fare for at informasjonen som har blitt samlet inn, ikke er relevant for problemstillingen. Det kan derfor være greit å ta en fortest, slik at sjansen for å samle inn lite relevant eller unyttig informasjon blir minimert.

Kvalitativ metode er nærmere den daglige samtale, og med nærhet mellom forsker og undersøkelsesobjekt, kan datakilden være med på å forme undersøkelsen. Den enkelte undersøkelse kan fange opp egenarten til enheten i undersøkelsen, og dens situasjon.

Undersøkelsen er troverdig, men det er ikke sikkert den kan karakterisere andre enheters virkelighet.

Objektets oppfattelse og forståelse har ikke samme innflytelse på kvantitative undersøkelser. Gjennom avstand til undersøkelsesobjekt, og selektivt utvalg av spørsmål og svaralternativer på forhånd fra forsker, har objektet liten påvirkning av gjennomførelsen av undersøkelsen. På den andre siden vil ikke forskeren få en oppfattelse av objektets forståelse og virkelighet, og dermed ikke bli påvirket.

Metodevalget vil også styre våre muligheter og avgrensninger for tolkning av data. Gjennom nærhet til datakilden, og den fleksibiliteten kvalitativ forskning gir, er det stor mulighet for relevant tolkning av dataen som har blitt samlet inn. Samtidig kan utvikling av undersøkelsen underveis, gi god data om den enkelte enhet, men som ikke stemmer med informasjon oppgitt av andre enheter. Dermed kan tolkningen av data bli sprikende, noe som kan gjøre det å generalisere en konklusjon relevant for en større populasjon.

Dataen innsamlet fra kvantitativ metode, vil oftest være mer presis på bakgrunn av måten den er innsamlet. Men med liten fleksibilitet i metoden, må forskeren tilpasse spørsmål og svar som passer alle i undersøkelsen. Dette kan føre til informasjon som har noe tilfelles for alle enhetene, men som ikke gir noen god og fulldekkende forklaring på fenomenet som blir undersøkt.

### **3.3. Begrunnelse for valg av metode**

Problemstillingen i oppgaven lyder: Har aktører innen næringseiendom en sammenfallende oppfattelse av yield? Det eksisterer trolig lite innsamlet data som kan brukes til å komme opp med en slutning om problemstillingen. Det er derfor nødvendig å samle inn egen data som er god nok til å kunne hentyde om det er noen felles oppfattelse av begrepet yield.

Problemstillingen åpner for å undersøke en virkelighet som ikke er kjent. Problemstillingen er ikke formet for å teste eller belyse holdbarheten til en teori, med målet er å finne ut om det er en felles forståelse av yield blant aktørene innen næringseiendom. Med denne bakgrunnen, vil tilnæringsmetoden være induktiv, ifølge Knut Halvorsen og hans bok *Forskningsmetode for helse- og sosialfag* fra 1996 3. utgave. En induktiv tilnæringsmetode er normalt forbundet med kvalitative egenskaper, men metoden valgt i denne oppgaven er på grunn av knapphet på tid kvantitativ.

Målet er å finne ut aktørenes holdningen til yield, og hva slags meninger aktørene har om begrepet. For å kunne gjøre en generalisering på vegne av flere aktører, skriver Halvorsen (1996) at strategien bør være omfattende med mange undersøkelsesenheter og få variabler. Andre grunner for valget av en kvantitativ fremgangsmåte, er at den gir få opplysninger om mange undersøkelsesenheter. Dette er nødvendig for å få en høyere reliabilitet. Ved bruk av en kvalitativ metode, er det større sjans for å få data som kun er spesifikke for en og en undersøkelsesenhet. Da kan det være vanskeligere å trekke en generell slutning. En av kvalitetene til kvantitativ metode er at forskeren forsøker å unngå subjektive holdninger. Valget av en kvantitativ metode med undersøkelse av mange enheter, er med på å forsterke muligheten for etterprøvbarehet. Ved å velge å undersøke mange enheter, med begrenset tid på å gjennomføre oppgaven, må forskeren velge en metode som er rask og effektiv. Gjennom utsendelse av en enquête, et standardisert spørreskjema, kan forskeren nå raskt og effektivt frem til en større gruppe. Spørreskjemaet er strukturert og formelt, noe som kan føre til en god presisjon ved tolkning av dataene fra undersøkelsen. Ved valg av et standardisert spørreskjema, kan forskeren rimelig enkelt etterprøve en undersøkelse, ved å sende ut samme skjema til en liknende gruppe som tidligere valgt.

Er målet data som åpner for forståelsen av unike og særegne interesser hos enkeltgrupper eller individer, bør metoden i følge Halvorsen (1996) være en kvalitativ metode. Problemstillingen i denne oppgaven er ute etter en mer felles og gjennomsnittlig forståelse av yield begrepet. For å oppnå dette, skriver Halvorsen (1996) at kvantitativ metode er meg egnet.

#### **3.4. Beskrivelse av metode.**

Jeg har valgt å gjennomføre en enquête ved bruk av spørreskjema. Dette beskriver Halvorsen (1996) som en selvadministrerende metode, der respondenten selv leser spørsmålene og skriver inn svar, eller velger fra de forhåndsbestemte svar alternativene. Alle respondentene

blir invitert til å besvare et skjema som er standardisert, med de samme spørsmålene, stilt i samme rekkefølge. Formen vil være en variant av post-enquête, der respondentene vil motta en e-post som inneholder en link til [questback.no](http://www.questback.no). QuestBack tilbyr online spørreundersøkelser, der forskeren selv kan lage, editere og publisere undersøkelsen (<http://www.questback.no>). De valgte aktørene vil da få tilgang til undersøkelsen, som de fyller ut, og sender inn til QuestBack elektronisk.

Formuleringene av spørsmålene vil være systematiske. Dette innebærer i følge Halvorsen (1996) at ordlyden og rekkefølgen på spørsmålene er avgjort på forhånd. Svarene vil også være systematiske, da spørsmålene vil være lukkede. Det vil si at respondenten ikke fritt kan svare det han eller hun vil, men må velge fra en forhåndsvalgt liste.

Ved utforming av et spørreskjema, er det en rekke punkter forskeren bør tenke igjennom ifølge Halvorsen (1996). Et spørreskjema bør ikke være for langt, og kun inneholde spørsmål som er nødvendig for å belyse problemstillingen. Et annet punkt som er viktig for å motivere respondenten til å fullføre spørreskjemaet, er å starte med enkle spørsmål som en oppvarming. Det er også viktig å avslutte med enklere spørsmål.

Formulering av setninger, og valg av ord og uttrykk i spørsmålene, er meget viktig for å unngå feilkilder i datamengden innsamlet fra spørreskjemaet. Ord og uttrykk som kan virke forvirrende, kan føre til misforståelse hos respondenten. Det igjen kan føre til at respondenten ikke skjønner spørsmålet, eller svarer feil. Bruk av kontrollspørsmål for å teste om respondentene er konsekvente når de svarer, kan også være med på å øke kvaliteten på undersøkelsen.

For å teste om spørreskjemaet fungerer etter sin hensikt, kan det være lurt å gjennomføre en test av spørreskjemaet før undersøkelsen blir sendt ut til utvalget. Dette kan hjelpe til å luke ut utfordringene nevnt ved utforming av et spørreskjema.

### **3.5. Styrker og svakheter ved valgt metode**

I denne oppgaven er det valgt å bruke en kvantitativ metode. Problemstillingen er formulert slik, at det kan virke som om den mest hensiktsmessige metoden, er å hente informasjon fra en større gruppe mennesker, enn det som gjøres ved en kvalitativ metode. Problemstillingen har som hensikt å undersøke om det er noen form for enhetlig forståelse av fenomenet yield blant aktører innen næringseiendom. Problemstillingen åpner for å komme med en konklusjon som sier gjelder for en større populasjon. Da kan det være en fordel å bruke en metode som åpner for å generalisere. Muligheten for generalisering er en av de største styrkene ved en kvantitativ metode. Dette innebærer i følge Holme og Solvang (1996) å skille mellom teori- og problemutviklingsfasen, og datainnsamlingen. Dette fordi forsker ikke skal endre på undersøkelsesopplegget underveis, og dermed gå bort i fra standardisering. Standardisering er et krav for å generalisere, som er med på å gjøre kvantitativ metode mindre fleksibel enn kvalitativ metode.

Den valgte fremgangsmåten er å gjennomføre en spørreundersøkelse. Dette er i følge Kristen Ringdal og hans bok *Enhet og mangfold: samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode* 1. utgave 2001, en systematisk metode med sikte på å samle inn data fra et mindre utvalg av personer fra en populasjon, for å gi en statistisk beskrivelse av den populasjonen utvalget er hentet i fra.

For å samle inn data vil det bli brukt et spørreskjema. I følge Dalland (2000) er en av de største fordelene med spørreskjema at alle deltakerne svarer på de samme spørsmålene. Disse spørsmålene er stilt på samme måte, og i samme rekkefølge. Det er også viktig at spørsmålene som stilles, oppfattes og tolkes likt av dem som er med i undersøkelsen. Denne standardiseringen er grunnleggende for at svarene kan videreutvikles til tallkoder som definerer faste svarkategorier.

Fremgangsmåten i denne undersøkelsen er et postintervju. Dette medfører en avstand mellom forsker og forsøksperson. Når forsøkspersonen svarer på spørsmålene i spørreskjema, er det ingen til å forklare eventuelle uklarheter. Det er derfor viktig at all nødvendig forhåndsinformasjon er med i følgebrevet til undersøkelsen, slik at risikoen for uklarheter er minimal. Det stilles også store krav til forskeren som formulerer spørsmålene. Fremmedord og uttrykk bør ikke brukes. Hvis det er nødvendig å bruke fremmedord og uttrykk, må betydningen av disse forklares.

En annen ulempe med postintervju er at det stilles krav til respondentenes leseferdighet, orienteringsevne og skriveferdighet. Klarer ikke respondentene å tolke spørsmålene riktig, kan de svare på noe annet enn det som var meningen fra forskeren sin side. Dette kan føre til skjevhet i dataen innsamlet fra undersøkelsen som igjen kan lede til feil konklusjon på bakgrunn av undersøkelsen.

Avstanden mellom forsker og respondent leder også til andre mulige problemer skriver Dalland (2000). Det er lettere for en person som er bedt om å være med i en undersøkelse, å la være å svare når forskeren ikke er i nærheten. Er forsker til stede, er det større sjanse for at en forsøksperson gjennomfører undersøkelsen. Et postintervju er en krevende innsamling som også muligens må omfatte purring. Disse vanskelighetene kan lede til problemer med å få høy svarprosent.

Postintervju har flere fordeler Det krever lite arbeid, og ofte koster det lite å samle inn data fra et stort utvalg. Når forskeren først har laget et spørreskjema, sendes dette skjemaet ut i en standardisert form. Spørsmålene og svarene er de samme, stilt i samme rekkefølge til hele utvalget.

En av fordelene med utsendelse av postintervju, er at respondenten kan svare på spørsmålene i sitt eget tempo, og til en viss grad når det passer for han eller henne. Det vil vanligvis følge en svarfrist på slike undersøkelser. Det at svareren kan følge sitt et tempo og ta god tid, gir



forskeren mulighet til å stille mer omfattende spørsmål med lengre svarkategorier. Dalland (2000) skriver også at postintervju gir mulighet for absolutt anonymitet og at postintervju egner seg godt for spørsmål som krever illustrasjoner.

Ved bruk av standardiserte spørreskjemaer, kan forskeren selv styre antall variabler og informasjonsmengden forskeren selv ønsker å samle inn. Dette styres ved at forsker velger antall spørsmål og svaralternativer. Halvorsen (1996) skriver i sin bok at dette åpner for å bruke avanserte metoder for å bearbeide data. Datamaskiner og statistikkprogrammer forenkler analysen av materialet. Velger forskeren i tillegg å bruke lukkede spørsmål, som har forhåndsvalgte svar, forenkles analysen av materialet ytterligere. Denne systematikken åpner også for å sammenlikne svarene fra ulike grupper av respondenter.

Metoden valgt i denne oppgaven, kalles for et strukturert intervju. Spørsmålene og svarene blir presentert på en systematisk måte. Systematiseringen betyr mindre arbeid med databehandlingen og sammenliknbarheten av svarene øker. Bruken av lukkede spørsmål hjelper på motivasjonen til respondenten, men en bakdel er at svareren blir presset til å svar i en bestemt form. Dette kan bidra til et skjevt inntrykk av oppfatningen til deltakeren. En metode for å motvirke denne effekten, er å gjennomgå en pretest, i form av et uformelt intervju, for å luke ut eventuelle spørsmål eller formuleringer som kan missforstås.

Halvorsen (1996) sier også at enquêteer kan virke for demografiske. Hver respondent blir sett på som en sosial enhet, og alles svar teller like mye, uten at det tas hensyn til personens faktiske innflytelse i en sosial gruppe. Datafangsten får også et statistisk preg, da svaret forskeren får, er gitt på et bestemt tidspunkt, og derfor ikke fanger opp prosesser som utvikler seg gjennom tid. Respondentene kan også velge å svare feil, eller ikke å svare sant. Dette kan gi en viss skjevhet i utfallet av undersøkelsen.

### **3.6. Utvalg**

I et forskningsopplegg må nesten alltid antall deltakere i et utvalg velges fra en større populasjon, og forsker blir nødt til å trekke konklusjoner ut i fra funnene fra dette utvalget, i følge Ringdal (2001). I kvantitative undersøkelser er det normalt å gjennomføre et sannsynlighetsutvalg, slik at forskeren kan med størres sannsynlighet generalisere ut i fra sine funn fra det mindre utvalget. For å gjøre dette, må forskeren først kartlegge hele populasjonen, for så å gjennomføre en sannsynlighetsutvelging.

Forskningsspørsmålet sier noe om målgruppa vi ønsker å undersøke. I følge Gustav Haraldsen og hans bok Spørreskjemametodikk: etter kokebokmetoden fra 1999 1. utgave, er det temaet for undersøkelsen som sier noe om hvem som vil være de aktuelle deltakerne i undersøkelsen. I denne oppgaven er teamet yield, og oppgaven ønsker å kunne si noe om hvilken oppfattelse aktørene innen næringseiendom har om yield. De valgte respondentene må derfor ha oppfattelse om hva yield er. Denne presiseringen av hvor deltakerne skal komme fra, er med på å øke bevisstheten på hva undersøkelsen skal måle.

Jeg har i denne oppgaven valgt å dele opp målgruppa etter hvilken rolle de forskjellige respondentene har innen markedet for næringseiendom. Resultatet har blitt fire grupper. Disse gruppene er:

- Investorer
- Eiendomsanalytikere
- Verdivurderere
- långivere

Grunnen for dette valget, er at disse gruppene ofte forholder seg til begrepet yield gjennom sitt arbeid med næringseiendom. Dette er ikke dekkende for alle aktører innen

næringseiendom som har noe med yield å gjøre, men en begrensning jeg velger for å gjøre undersøkelsen lettere å gjennomføre. Dette kan sammenliknes med det Haraldsen (1999) kaller trinn to i representativ utvalgstrekkning, nemlig å finne et register som dekker målgruppa, og som det er mulig å trekke et utvalg fra. Haraldsen (1999) sier at det kan være vanskelig å finne et slikt register. Det kan derfor være nødvendig å velge en gruppe som forskeren vet inneholder den målgruppen som er ønskelig å undersøke. Dette siste poenget blir oppfylt ved at jeg velger fire grupper som ofte er involvert med begrepet yield. Denne praktiske innskrenkningen av trekkgrunnlaget trenger i følge Haraldsen (1999) ikke bryte reglene for metodiske krav, så lenge vi tar forbehold om hvem denne undersøkelsen skal gjelde.

Haraldsen (1999) sier at det er en tredje forutsetning som må være på plass for at vi skal ha kontroll på det vi gjør. Denne tredje forutsetningen er at vi trekker et sannsynlighetsutvalg. Det vil si at de vi trekker ut til å delta i undersøkelsen, har en kjent sannsynlighet for å bli trukket ut. Poenget med dette, er at forskeren trenger å vite hvor mye hver person som er trukket ut, skal ha å si i helhetsbilde forskeren senere skal si noe om, gjennom analysen av resultatet. Er dette forholdet kjent, kan sannsynlighetsberegning regnes ut, og hvor mye resultatene fra undersøkelsen kan variere fra virkeligheten.

Det er vanlig at meningsmålingsbyråer trekker ut utvalget sitt fra telefonkatalogen. Utvalget i denne undersøkelsen i denne oppgaven kunne ha blitt trukket på denne måten. Dette er i følge Haraldsen (1999) ikke godt nok. En forutsetning for å stå i telefonkatalogen, er at du har telefon, og at du velger å registrere deg. Det samme gjelder for utvalget i denne oppgaven. Skal en forsker finne frem til deltakerne fra de fire forskjellige gruppene valgt, er en av mulighetene å søke på [gulesider.no](http://gulesider.no). Problemet med [gulesider.no](http://gulesider.no) er at det er en betalingstjeneste for de som står i katalogen. Det er derfor en stor sjanse for at en stor del av de som faller under de fire kategoriene valgt, ikke vil stå i [gulesider](http://gulesider.no). Jeg har derfor valgt å

spørre personer jeg delvis kjenner innen mitt nettverk, og igjen samle inn flere til utvalget gjennom dette nettverket. Dette er ikke ulikt det Haraldsen (1999) kaller snøballutvalg eller det Ringdal (2001) kaller nettverksutvalg. Haraldsen skriver at dette innebærer å starte med et lite utvalg, og igjen rekruttere nye personer gjennom dette utvalget. Bakdelen med dette, er at kontrollen med utvalget blir flyttet vekk fra forskeren og ut til respondentene, og dermed er det vanskeligere å etablere et representativt utvalg.

Denne fremgangsmåten vil bryte med riktig fremgangsmåte for å kunne drive sannsynlighetsberegninger, og muligheten for å kunne generalisere med stor grad av sikkerhet vil bli minimert. Det er i følge Haraldsen (1999) bare ved bruk av sannsynlighetsutvalg en forsker kan kontrollere for utvalgsfeil når målet er å generalisere fra funnene i en spørreundersøkelse. Målet med undersøkelsen er å se om det er forskjellig syn på yield. Det innebærer ikke en sannsynlighet om hvilket syn aktørene har, men mer som en undersøkelse av forskjellige sider ved fenomenet yield.

Størrelsen på 45 deltakere i undersøkelsen er ikke stor. Haraldsen (1999) skriver at utvalgsstørrelsen bestemmes av ambisjonene til målet, hva slags forhåndskunnskap forskeren har om utvalget, og hvilke praktiske løsninger vi velger i datainnsamlingsfasen.

Hvor høyt listen har blitt lagt når det gjelder presisjon for konklusjonen i en undersøkelse, styrer også antall personer. Jo høyere presisjon forskeren er ute etter, jo flere deltakere må være med. Målet til denne undersøkelsen kan sies å være grovt. Den skal undersøke om det er noe sammenfallende syn på yield. Jeg valgte derfor å holde utvalget på 45 personer, fordelt på de fire yrkesgruppene til utvalget.

Deltakerne som velges jobber alle sammen med næringseiendom. Deler av jobben deres er å ha syn på verdi på eiendom. Det er derfor naturlig å følge med på utviklingen av verdien på eiendommer, og dermed er det stor sannsynlighet for at de har en mening om yield.

Forhåndsinformasjonen om deltakerne er derfor med på å motvirke konsekvensen av et lite utvalg.

Haraldsen (1999) gjør et poeng ut av at frafall til undersøkelsen som blir gjennomført, er et punkt som forskeren bør ha størst mulig kontroll på. Metoden i denne oppgaven, med forholdsvis få personer, valgt mest mulig gjennom mitt eget nettverk, øker sjansen for at deltakerne svarer på undersøkelsen, og dermed unngår skjevhet i dataen.

### **3.6.1. Eiendomsanalytikere**

Representantene i denne delen av utvalget, jobber med et bredt spekter av oppgaver innenfor næringseiendom. Deltakerne i spørreundersøkelsen jobber blant annet hos DTZ og Pangea Property Partners. I følge deres hjemmesider ([www.dtz.no](http://www.dtz.no)) og ([www.pangeapartners.no](http://www.pangeapartners.no)) jobber de for eksempel som rådgivere for private, institusjonelle og børsnoterte utviklere og besittere av næringseiendom. Gjennom kontinuerlig vurdering av eiendomsmarkedet og den økonomiske utviklingen, både nasjonalt og internasjonalt, gir de råd om blant annet finansiering, salg og kjøp av eiendom, lokalisering og børsnotering av selskaper. Selskaper som DTZ utvikler rapporter om eiendomsmarkedet, og utvikler analyser om utviklingen i eiendomsmarkedet fremover i tid. I markedsrapportene er det meninger om hvordan markedet for kjøp og salg av næringseiendom har vært, og hvordan de mener markedet vil utvikle seg. Det var derfor naturlig å invitere representanter fra dette miljøet i Norge, til å delta i spørreundersøkelsen om yield.

### **3.6.2. Investorer**

De inviterte deltakerne i denne gruppen jobber blant annet med kjøp, salg og utvikling av næringseiendom. De sitter som eiere, forvaltere eller en kombinasjon av eier og forvalter, av porteføljer med næringseiendommer, med forskjellige strategier på kjøp og salg. Deltakerne

er opptatt av avkastningen på eiendommene de kontrollerer, både realavkastningen og utviklingen av verdien på porteføljen og de enkelte eiendommene hver for seg.

Det er vanlig at investorer følger utviklingen av leiemarkedet og markedet for kjøp og salg av næringsseiendom. Yield er et begrep som ofte blir brukt som et måleparameter for utviklingen av verdien på næringsseiendom, og hyppig brukt i analyser, artikler og rapporter om næringsseiendom. Derfor er ofte investorer opptatt av utviklingen av yielden, og med den bakgrunnen var de en naturlig del av utvalget til å delta i spørreundersøkelsen.

### **3.6.3. Långivere**

Representanter fra bankvesenet ble også invitert til å være med i spørreundersøkelsen. Flere av bankene i Norge har en stor andel av sin låneportefølje rettet mot næringsseiendom. Bankene er opptatt av å bruke sikre og korrekte metoder å bruke når de regner ut verdiene til eiendommene de er med på å finansiere. De er både opptatt av dagens verdi, og verdiutviklingen over tid. Dette bruker de for å fastlå størrelsen på lånet de eventuelt innvilger, for å regne seg frem til tidsplaner for nedbetaling av lånet, ved finansiering av eiendomsprosjekter og for å begrense sannsynligheten for tap, i følge Jan Fredrik Thronsen og hans artikkel Verdivurdering av næringsseiendom sett med långivers perspektiv, i tidsskriftet Praktisk økonomi og finans, nummer 2 i 2008. Bankene følger derfor utviklingen av markedet for næringsseiendom tett, og de har en mer konservativ holding til avkastningskrav enn det investorer har. Den konservative holdingen til avkastningskravet, og at bankene er opptatt av robuste verdivurderinger, kan gjøre at de har et annet syn på yield enn det resten av utvalget i denne undersøkelsen har.

#### **3.6.4. Verdivurderere**

Denne gruppen av deltakerne jobber i det daglige med å verdivurdere enkeltstående eiendommer, porteføljer av bolig- og næringseiendom, og selskaper som driver innenfor bolig og næringseiendom. Selskaper som DTZ Realkapital og avdelingen DnB NOR Markets i DnB NOR, er eksempler på selskaper som driver innen verdivurdering av næringseiendom. De følger utviklingen i markedet daglig, og jobber kontinuerlig med å forbedre sine modeller de bruker for å verdivurdere. Med bakgrunn i hva de jobber med, er det naturlig at de har et syn på yield, og bruken av den.

#### **4. Teoretisk oppbygning av yield**

Gundersen (2009) skriver blant annet om forskjellige metoder for verdivurdering av næringseiendom. En av metodene han nevner er nettokapitaliseringsmetoden. Ved bruk av denne metoden for å verdisette næringseiendom, divideres en kontantstrøm fra objektet som verdivurderes, på yielden i markedet der objektet ligger. Gundersen skriver at ved bruk av yielden i nettokapitaliseringsmetoden, representerer yielden et avkastningskrav for eiendommen. Yielden er på den måten en funksjon av risikoen knyttet til eiendommen og eiendommens verdi.

Det samme synet på yield har Trond V. Thomson i sin artikkel med tittel Eiendom og finansiell strategi i tidsskriftet Praktisk økonomi og finans, fra 2007 nummer 3. I tillegg til det Gundersen skriver i sin artikkel, mener Thomson yield også styres av forventning til vekst i markedet for næringseiendom.

I boken Commercial Real Estate Analysis and Investments fra 2007 2 utgave, skrevet av Jim Clayton, Piet Eichholtz, David M. Geltner og Norman G. Miller, skriver forfatterne at ved bruk av nettokapitaliseringsmetoden for å finne verdien til en eiendom, fremkommer direkteavkastningen en eiendom vil gi på investeringen. Avkastningen til en eiendom er delt i to. Den ene delen av avkastningen en investering i eiendom avgir, er en eventuell verdiøkning eller verdifall på eiendommen i forhold til kjøpspris. Den andre avkastningen en eiendom gir, er inntektene til eiendommen. Inntektene representerer direkteavkastningen. Clayton et al. (2007) skriver også at verdien til en eiendom er gitt av inntektene til eiendommen, delt på yielden, som da er avkastningskravet. Yielden igjen er styrt av tre faktorer:

1. Substituttprinsippet, også kjent som Opportunity cost of capital.
2. Forventning til vekst.
3. Risiko.



#### **4.1. Substituttprinsippet**

Det grunnleggende innen substituttprinsippet er at ingen er villig til å betale en høyere pris for en gode eller tjeneste, enn det kostnadene ville ha vært for en tilsvarende gode eller tjeneste, i følge Gundersen (2009). Dette er det fundamentale for markedsverdien til en næringseiendom. Ved bruk av nettokapitaliseringsmetoden, der kontantstrømmen til en eiendom divideres med en yield, oppfylles kravet til substituttprinsippet. Yelden fungerer da som avkastningskravet, og dersom investeringen i eiendom gir en god avkastning i forhold til risiko, vil kapital søke til eiendom, dersom denne investeringsformen gir en bedre avkastning i forhold til risiko, enn i alternative plasseringsformer.

Clayton et al (2007) skriver at den risikofri renten investorer får på norske ti års statsobligasjoner og avkastningen på andre investeringer som aksjer, obligasjoner og andre pengemarkedsinstrumenter, har en stor innvirkning på hvor mye investorer er villig til å betale for de løpende inntektene på en næringseiendom. Investeringsseiendom konkurrerer ikke bare med andre eiendommer for salg, men også andre investeringsformer. Som følge av dette, vil investorer putte pengene sine i aksjemarkedet når markedet for aksjer er godt, eller eventuelt investere mer i obligasjoner når de gir en høy rente. Når avkastningen i aksjemarkedet er lavt, og renten obligasjoner gir er lave, vil investorene være villige til å betale mer for de løpende inntektene på næringseiendommer, noe som igjen vil bidra til at yelden vil falle, og investorene må betale en høyere pris for eiendom.

#### **4.2. Forventning til vekst**

Clayton et al (2007) skriver i sin bok at investorer vil se fremover i markedet for leie av næringseiendom og se etter mulighet for vekst i leieprisene. Leieprisene en næringseiendom vil kunne oppnå i fremtiden er avhengig av tilbud og etterspørsel i leiemarkedet. Forventer investorer en økning i leieprisen i fremtiden, vil de være villig til å betale mer for inntekten til

en eiendom, da de forventer at denne inntekten vil øke i fremtiden. Dette understrekes også av Knut Efskin i artikkelen til Christoffer H. Sandøy og Gard Setsås i Finansavisen 7. januar 2010. Efskin viser til eiendommer solgt i 2006 og 2007 som ble solgt til yield under fire prosent. På den tiden hadde yielden allerede falt mye. Forventing til kraftig økning i leieprisen dro allikevel yielden videre ned, selv om andre faktorer i markedet allerede tilsa at yielden var lav. Gundersen (2009) har samme syn. Han mener investorer vurderer utviklingspotensialet til investeringsobjektene. For eksempel ser investorene på de løpene leieavtalene til eiendommene, og vurderer de opp mot markedet. Ligger leienivået under markedsleie for objektet, og at det ikke er lenge til reforhandling av kontraktene som kan gi høyere leieinntekt, er investorer villige til å betale mer for dagens løpende leieinntekter. Eiendommer som er kjøpt på ekstremt lave yield nivåer, kan ha et stort vekstpotensialet med tanke på leienivå, og dermed vil avkastningen på eiendommen øke når leiekontraktene reforhandles. Dette kan være med på å forsvare en høy kjøpspris sett i forhold til dagens inntekter på eiendommen.

Dagens leienivå pr. år	100.000,-
Kjøpspris	2.000.000,-
Yield (Leienivå/ kjøpspris)	$(100.000/2.000.000) = 5\%$
Reforhandlet leie pr. år	150.000,-
Ny yield (nytt leienivå/ kjøpspris)	$(150.000/2.000.000) = 7,50\%$

**Tabell 2: Yield utvikler seg med leienivå**

Tabell 1 viser et eksempel på en eiendom med årsleie på kr. 100.000,- og en salgspris på kr. 2.000.000,- Ved å dele årsleie på kjøpspris, viser eksempelet at eiendommen ble kjøpt til en

bruttoyield (de ulike variantene av yield blir forklart senere i kapitlet) på 5%. Ved en reforhandling av årsleien til kr. 150.000,- som deles på den samme kjøpsprisen, viser utregningen at med en ny og høyere årsleie for objektet, vil investeringen gi en brutto yield på 7,5 %.

### **4.3. Risiko**

Risiko påvirker prisen på en eiendom, og derfor yielden, på grunn av investorers forhold til risiko. I følge Clayton et al (2007) liker ikke investorer risiko, og er derfor villige til å betale mer for mindre risikable investeringer. En investor vil være villig til å betale mer for en eiendom med en fremtidig inntekt han eller hun ser på som mindre risikabel, enn en eiendom med en inntekt med høyere risiko.

Risikomessig ligger eiendom normalt i mellom aktivaklassene obligasjoner og aksjer.

Lars Flåøyen har i sin artikkel *Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom* i *Praktisk økonomi og finans* nummer 4 i 2007, en tabell som viser avkastning og risiko på ubelånt eiendom de siste 19 årene før 2007, sammenliknet med aksjer og obligasjoner. Risikoen er målt ved standardavvik, som i følge Kjetil Sander i sin artikkel *Standardavvik og varians* fra 2004 tilgjengelig på <http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2636/1/Standardavvik-og-variens/Hva-er-standardavvik-og-variens-og-hvordan-beregne-disse-verdiene.html>, viser hvor mye en serie varierer fra seriens gjennomsnitt. I følge <http://www.pareto.no/no/Pareto-Forvaltning/Informasjon/Risiko--Avkastning.aspx> er standardavvik det mest brukte risikomålet.

	<b>Avkastning</b>	<b>Standardavvik</b>
Eiendom i Norge (ubelånt)	10,7 %	6,8 %
Obligasjoner i Norge	8,1 %	4,5 %
Obligasjoner i Utlandet	7,1 %	5,0 %
Aksjer i Norge	13,9 %	26,8 %
Aksjer i Utlandet	9,2 %	16,6 %

**Tabell 3: Rangering av aktiva etter risiko**

Tabell 2 viser at eiendom i Norge (10,7 %) ligger under aksjer i Norge (13,9 %) og over obligasjoner i Norge (8,1 %), ved sammenlikning av avkastning.

Det samme er tilfellet med tilhørende risiko til de tre aktivaklassene, målt ved standardavvik.

Når det gjelder risiko, ligger eiendom klart nærmere obligasjoner, enn når det gjelder avkastning. Forklaringen for at eiendom ligger i mellom disse to aktivaklassene, er at eiendom har et element av aksjer ved seg, og et element av obligasjoner.

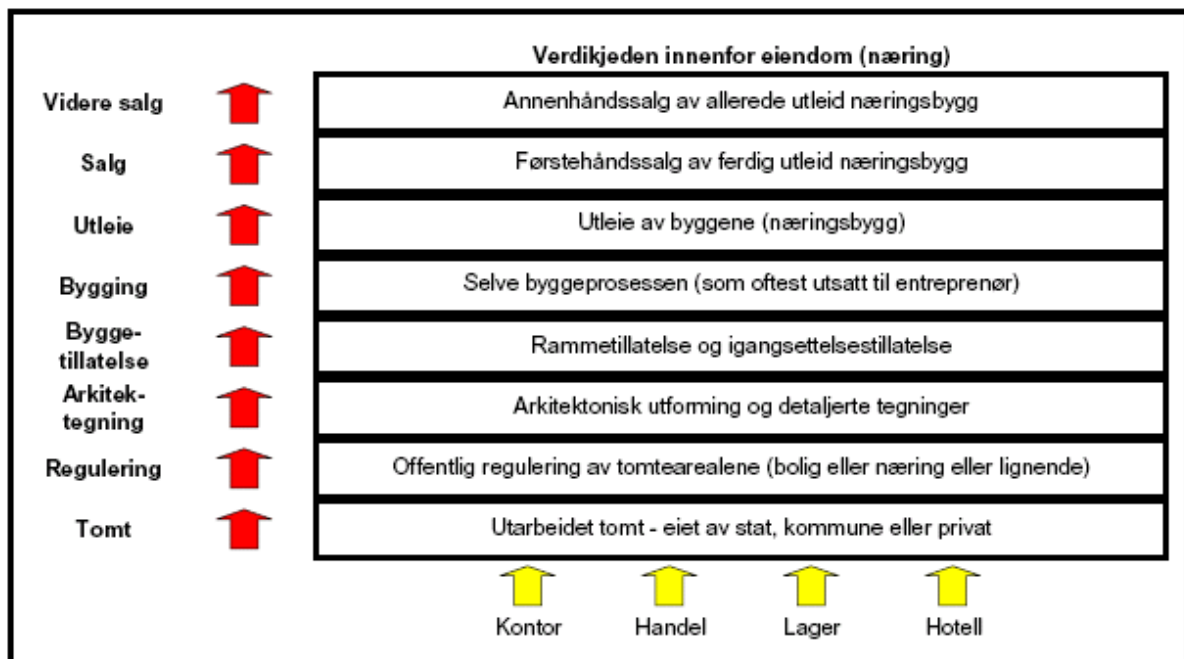
Netto leieinntektene, som er leieinntektene fratrukket eiers direkte kostnader, til en eiendom med lang leiekontrakt, kan sammenliknes med kupongen til en obligasjon. Kupongen til en obligasjon er renten en investor får på det investerte beløpet eller prisen på obligasjonen i følge DnB NOR og deres hjemmeside

[https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner\\_sertifikater/hva\\_er\\_obl.html](https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner_sertifikater/hva_er_obl.html). Verdien på en kontantstrøm fra en obligasjon og en eiendom, blir vurdert etter de samme faktorene, som for eksempel renteendring, inflasjon og sikkerhet av kontantstrømmen. Sikkerheten til kontantstrømmen til en obligasjon, består av den finansielle styrken til utgiver av obligasjonen. Sikkerheten til kontantstrømmen fra en eiendom, består av den finansielle styrken til en eller flere leietakere.

En eiendom uten en leietaker, eller leietakere med kun kort tid igjen av kontrakten, vil bli priset med en funksjon av tilbud og etterspørsel etter areal i leiemarkedet. Dette kan sammenliknes med prising av aksjer, som også baserer seg på nåverdi av forventet kontantstrøm i fremtiden skriver Flåøyen (2007).

#### 4.3.1. Risiko i forbindelse med investerings- og eierstrategi

Ulike typer eiendom og eiendomsaktiviteter er forbundet med forskjellig nivå av risiko skriver Thomson (2007). Eiendomsutvikling og eiendomsbesittelse er to forskjellige eierstrategier innen næringsseiendom, og har både forskjellig forretningsrisiko og forventning til avkastning. Disse to strategiene ligger i forskjellige områder av verdikjeden vist i figuren nedenfor.



Figur 1: Verdikjeden innenfor eiendom (næring) Thomson (2007)

Eiendomsutvikling kan omfatte alle delene i verdikjeden innenfor eiendom som vist i figuren, med unntak av den delen kalt annenhåndssalg. Siden utvikling er forbundet med mange uvissheter underveis som for eksempel politisk behandling, er denne investerings- og eierstrategien forbundet med høyere risiko enn for eksempel eiendomsbesittelse. Rene eiendomsutviklere tar på seg større forretningsrisiko, og forventer derfor større avkastning på investert kapital.

Aktører som driver innenfor området eiendomsutvikling, er ikke alltid med på alle leddene for eiendomsutvikling som vist i figur 1. Enkelte aktører har spesialisert seg på ett eller flere ledd,

og dette fører ofte til at eiendommer blir omsatt flere ganger før den er ferdigutviklet, i følge Thomson (2007). Det klassiske eksempelet på dette, skjer i tider med økonomisk vekst. Eldre bygårder som må totalrehabiliteres, eller som blir omregulert fra næring til bolig, blir ofte omsatt en rekke ganger før gården er ferdig utviklet og ombygget. Eneste som har skjedd for hver gang bygården har blitt omsatt, er en ferdigbehandling av ett nytt nivå fra figuren. For hvert nivå fra verdikjeden innenfor eiendom som blir behandlet og utviklet, fjernes en del av risikoen med utviklingen av eiendommen. Blir dette gjort riktig, stiger verdien til eiendommen i takt med at risikoen minker.

Thomson (2007) skriver at eiendomsbesittere ønsker i motsetning til eiendomsutviklere, ikke å utvikle eiendommene de eier, med unntak av mindre ombygninger for å tilpasse seg krav til leietakere. Eiendomsbesittere ønsker seg betalingsdyktige leietakere og lange leiekontrakter, bygg med god kvalitet og attraktiv beliggenhet med knapphet av tilbud (Disse punktene blir forklart senere i dette kapitlet). Denne kombinasjonen fører til meget lav forrentingsmessig risiko, og dette fører igjen til lavere avkastning på egenkapitalen.

En vanlig metode for å øke avkastningen på egenkapitalen, er i følge Thomson (2007) å belåne opp eiendommen, ofte kalt gearing. Ved å øke belåningen, minsker behovet for egenkapital, og avkastningen i forhold til størrelse på egenkapitalen øker. Tidligere var det ikke uvanlig at banker var villig til å belåne opp til 80 % av verdien til en eiendom, så fremt denne eiendommen hadde en god og lang leiekontrakt. Med denne finansieringsstrategien, kan eiendomsbesittere oppnå en høy avkastning på egenkapitalen, men med økt belåning, øker også risikoen for eiendommen.

Eksempel Gearing		
Kjøpspris		200 000
Årlig husleie		18 000
Egenkapital (ek) 100%		200 000
Lån 0%		-
Rente		6 %
Avkastning ek	Inntekt/ ek	
	18000/200000	
		<b>9 %</b>
Avkastning ek med gearing:	(inntekt-lånekostnad)/ek	
Lån 80% av kjøpesummen		160 000
Rentekost 6% årlig rente		9 600
Egenkapital 20%		40 000
Avkastning ek:	(18000-9600)/40000	
		<b>21 %</b>

Tabell 4: Eksempel Gearing

Eksempelet i tabell 4 er basert på et bygg med kjøpspris kr. 200 000,- og en årlig husleie på kr. 18 000,- Ved kjøp av denne eiendommen ved bruk av 100 % egenkapital, får kjøper 9 % årlig avkastning på sin egenkapital.

Låner kjøper av bygget, 80 % av kjøpesummen (gearing) og står selv for 20 % egenkapital, vil kjøper oppnå en årlig avkastning på egenkapital på 21 %.

Flåøyen (2007) har et liknende syn på investeringsstrategi som Thomson (2007), og hvilke nivå på avkastningen som følger av de forskjellige strategiene. Flåøyen (2007) deler strategiene i følgende tre strategier:

- Core: Her investerer investorer i lange, sikre kontrakter hvor direkteavkastningen står for størsteparten av avkastningen.
- Value added: Denne form for investering preges av noe høyere risiko. En typisk investeringseiendom her vil ha korte leiekontrakter, noe ledighet og oppgraderingsbehov. Aktiv forvaltning spiller stor rolle for å oppnå høyere leie i

fremtiden. Avkastningen vil være en blanding av løpende avkastning og verdistigning på eiendommen.

- Opportunistisk: Dette omfatter for eksempel utbygging, og med det verdistigning som største del av avkastningen.

#### **4.3.2. Andre undergrupper av risiko**

Thronsen (2008) skriver at Nordea ser på yield som det samme som et realavkastningskrav..

Nordeas teoretiske oppsett over realavkastningskravet, vises i følgende tabeller.

	10 års statsobligasjonsrente
-	Forventet inflasjon (10 år)
=	Risikofritt realavkastningskrav
+	Risikotillegg for: endret realrente, endret markedsbalanse, endret investoratferd
=	Makroøkonomisk realavkastningskrav

**Tabell 5: Makroøkonomisk realavkastningskrav**

Prosjektrelaterte elementer:
Risikotillegg for: Lokalisering, objekt, leiekontrakt
Prosjektrelatert risikotillegg

**Tabell 6: Prosjektrelatert risikotillegg**

Utgangspunktet for Nordeas avkastningskrav er 10 års statsobligasjonsrente i følge tabell 4.

Dette er kupongrenten på en obligasjon med 10 års løpetid utstedt av den norske stat.

Nordea ser på yield som tilsvarende realavkastning, og trekker derfor ut den forventede inflasjonsraten for 10 år fra 10 års statsobligasjonsrente i tabell 4. De fleste leiekontrakter til næringseiendommer er knyttet opp mot en indeksjustering med konsumprisen som utgangspunkt. Ved å trekke ut den forventede 10 års inflasjonsraten, oppnås et risikofritt realavkastningskrav. Dette er et forventet avkastningskrav til et helt risikofritt eiendomsprosjekt med staten som leietaker, der alle eierkostnader er kjente og forutsigbare, og inflasjonen var gitt i all tid fremover.



De tre neste risikotilleggene i tabell 4 legges til for å fange opp makroøkonomiske risikoelementer.

Risikoen for endret realrente skal dekke muligheten for at realrenten blir forandret. Realrenten er renten etter skatt, fratrukket inflasjon. Denne renten er som oftest renten på lånet gitt i forbindelse med investeringen.

Risikotillegget for endret markedsbalanse skal dekke muligheten for at markedsbalansen endrer seg. Det vil si endringer i tilbud og etterspørsel av næringseiendom, som påvirker leieprisen.

Risikotillegget for endret investoratferd er risikoen for at investorer foretrekker andre aktivaklasser som aksjer og obligasjoner, som er det samme som substituttprinsippet.

Når det makroøkonomiske avkastningsgrunnlaget er regnet ut, legger Nordea til risikoen knyttet til den spesifikke eiendommen som skal verdivurderes. I følge tabell 5 er disse tre tilleggene er for risiko:

- lokalisering
- objekt
- leiekontrakt

### ***Lokalisering***

Lokalisering har en stor betydning på hvor attraktiv en eiendom er for leietakere.

Attraktiviteten til eiendommen har påvirkning på leienivå som kan oppnås, og god beliggenhet kan føre til færre ledige lokaler i eiendommen i fremtiden. Pris og ledighet er risikoelementer som har påvirkning på avkastningen til en eiendom. I følge artikkelen Finansiering av næringseiendom i dagens marked, skrevet av O.B. Humborstad i Praktisk økonomi og finans fra 2009 nummer 2, er det svært viktig å vurdere markedsleien til en eiendom en investor vurderer. Ved opphør av en leiekontrakt, vil markedsleien muligens være

nivået på den nye kontantstrømmen til eiendommen. Er markedisleien lavere enn kontraktsleien, er det liten sjanse for at leiekontrakten fornyes. Derfor må markedisleien ved opphør av kontrakten vurderes, og denne størrelsen er beheftet med betydelig usikkerhet. Likvide eiendommer er eiendommer som har egenskapene god beliggenhet, god standard og riktig størrelse. Dette gir bruksmessig etterspørsel over tid, og er derfor attraktive investeringsobjekter. Et interessant fenomen er at de likvide eiendommene er de eiendommene som faller mest i verdi når markedet er i en nedgangskonjunktur, sammenliknet med normaleiendommer i periferien. En forklaring til dette kan være at eiendom med god beliggenhet opplever en større økning i verdi i oppgangstider, og at i et svakt marked, kan gode eiendommer fortsatt omsettes, mens aktører med eiendommer med mindre god beliggenhet, ikke har tilgang til kjøpere.

### **Objekt**

Risikotillegg for objekt skal i følge Thronsen (2008) ta høyde for eiendommens tilstand og kvaliteter. Dette omfatter blant annet tidsmessighet, standard på eiendommens tekniske anlegg og arealeffektivitet. Leietakere har den siste tiden blitt mer og mer opptatt av hvilke kvaliteter en eiendom har, som for eksempel inneklime og kostnader per arbeidsplass. Humborstad (2009) mener risikoen til en eiendoms kontantstrøm avhenger av blant annet hvilke alternativer som er aktuelle for eiendommen. Flexibilitet for bruk og oppdeling av bygget, og type potensielle leietakere må vurderes. Svært spesialiserte bygninger, i mindre lokalmarkeder, innen spesielle bransjer, har en liten alternativ anvendelse. Enkelte industrieiendommer i utkantstrøk er eksempler på dette. Fornyer ikke industriforetaket leiekontrakten, er det liten sannsynlighet for å skaffe en ny leietaker, og kontantstrømmen bortfaller helt.

Standard er knyttet til en eiendoms attraktivitet i markedet, særlig i prestisjemarkedet (den mest attraktive beliggenheten). Dette vil ha en betydning på kontantstrømmen i eiendommen og eiendommens verdi. Det er kostbart å oppgrade en eiendom til en høyere standard, og størrelse på nødvendig investering i oppgradering og vedlikehold for å holde på leietakere eller tiltrekke nye, er ofte forbundet med stor usikkerhet. Oppgradering og vedlikehold vil ha stor innvirkning på kontantstrømmen til en eiendom. Kontantstrømmen har igjen påvirkning på direkteavkastning og verdien på eiendommen.

### ***Leiekontrakt***

Det siste risikotillegget i Nordeas avkastningsgrunnlag, omfatter leiekontrakten. Risiko i forbindelse med leiekontrakten omfatter lengde på leietid, kvalitet på leietaker og om leiesum er over eller under markedsleie.

Humborstad (2009) skriver at lav risiko tilknyttet leietaker, gir en forutsigbar kontantstrøm for eiendommen. Derfor prises eiendommer med statlige leietakere med en lavere yield.

Statlige leietakere vurderes som den sikreste leietakeren det er mulig å ha, da den norske stat er garantist for husleien. På den andre siden av skalaen er leietakere i konjunkturutsatte bransjer. Soliditeten til leietakeren følger markedet leietaker operer i, og er dette markedet svakt, følger det naturlig at leietakeren kan få betalingsproblemer. Kredittvurdering av leietakere er derfor en viktig del av markedsvurdering og vurdering av risiko for en eiendom. Det er viktig å se på markedet en leietaker opererer i, leietakers posisjon i det markedet og markedets fremtidsutsikter.

Lengden på leiekontrakten er også avgjørende i forhold til risikoen til kontantstrømmen til en eiendom. En lang leiekontrakt gir en lavere risiko for kontantstrømmen til eiendommen. Det er flere grunner til at en lang leiekontrakt vil prises høyere enn en kort leiekontrakt. Kort gjenværende leietid øker risikoen for skifte av leietaker, forandring av størrelse på leiepris,

ledighet og investeringer i objektet med tanke på tilpasning av lokalene til en ny leietaker, eller for å beholde eksisterende bruker. Alle disse punktene påvirker kontantstrømmen til en eiendom.

I artikkelen til Sandøy og Setsås (2010), finner vi et eksempel som viser at investorer innen næringseiendom er villige til å betale mer for en solid leietaker med en lang leiekontrakt. I ett intervju med Knut Efskin i artikkelen omtales blant annet et eiendomssalg på Grini i Bærum. Grini Næringspark ble solgt til en yield på 6,1 prosent. I den samme artikkelen sier Knut Efskin at yelden i Oslo ligger for de mest attraktive eiendommene på 6,5 prosent på det samme tidspunktet som salget av Grini Næringspark. Disse eiendommene er normalt høyere priset enn eiendom i periferien av Oslo. Grunnen til at kjøper var villig til å betale en så høy pris for kommende leieinntekter, er at Statens strålevern har sitt hovedkontor på eiendommen. I tillegg var gjenværende leietid for leiekontrakten til Statens strålevern på 17 år ved salgstidspunktet. Dette anses som en meget lang leiekontrakt. En kombinasjon av særdeles sikker leietaker, og en lang leiekontrakt, minker risikoen forbundet med leiekontrakten for eiendom, og fører derfor til en høy pris. Kjøper av eiendommer understreker dette selv, da Havila Ariel ASA opplyser om at de vurderer kontantstrømmen i eiendommen som lang og sikker, med en liten risiko fra leietakers side.

### ***Risiko i forbindelse med type eiendom***

Thomson (2007) deler næringseiendom grovt sett inn i fire undergrupper. Disse undergruppene er kontorbygg, hotell, logistikk (lagerbygg) og handel. Hver gruppe har sine særegne risikoelementer. Thomson mener leiekontrakter og løpetid på dem, sammen med næringsbyggets kvalitative tilstand, beliggenhet og lokalt overskudd eller underskudd er med på å avgjøre hvilken forretningsmessige risiko bygget har. Thomson har laget følgende tabell

som viser hvordan han ser de forskjellige undergruppene han opererer med under næringsseiendom i forhold til forretningsmessig risiko.

Kvalitative faktorer	Kontorbygg	Hotell	Logistikk	Handel
Indeksjustert leiekontrakt	Ja	Nei	Ja	Ja
Omsetningsbasert leiekontrakt	Nei	Ja	Nei	Ja
Typisk lengde på leiekontrakt	5-15	10-20	5-10	7-15
Nivå på investering per kvm	Middels	Meget høy	Lav	Høyt
Rangering av risiko	Mindre	Større	Middels	Middels

**Tabell 7: Rangering av risiko etter type næringsseiendom**

Tabellen viser en kvalitativ inndeling av risiko i forhold til de ulike eiendomsgruppene. Det finnes enkeltstående eksempler på eiendom under de ulike undergruppene av type eiendom som ikke passer inn i dette bildet av risiko i følge Thomsen. Allikevel mener han at denne tabellen generelt passer med markedets syn på risiko i forhold til type eiendom gruppen representerer.

## **5.4 Svake sider ved bruk av yield**

### **5.4.1 Tommelfingerregel**

Roger J. Brown omtaler bruken av yield for å gi en verdivurdering av en eiendom som en tommelfingerregel, i sin bok PRIVATE REAL ESTATE INVESTEMENT fra 2005. En tommelfingerregel er en enkelt og omtrentlig regel, som er lett å huske, i følge Wikipedia på siden <http://no.wikipedia.org/wiki/Tommelfingerregel> skrevet i 2008. Definisjonen for en tommelfingerregel gir et inntrykk av at yield ikke gir et presist bilde av verdien til en næringsseiendom ved bruk av yield som metode for verdivurdering. Brown (2005) skriver

videre at ved å bruke nettokapitaliseringsmetoden tas forbeholdene om at eiendommen er kjøpt uten belåning (gearing) og i en skattefri hverdag. I tillegg er det tre mer problematiske forbehold som følger av nettokapitaliseringsmetoden. Disse er:

- Inntjeningen til eiendommen er evigvarende.
- Inntjeningen er uendret.
- Risikogrunnlaget for eiendommen er statisk.

Disse tre forbeholdene er nesten garantert å være feil. Ingen kontantstrøm er evigvarende og lik fra år til år. Kontantstrømmen vil forandre seg gjennom levetiden til en eiendom.

Risikobildet til en næringseiendom er påvirket av mange faktorer, som omtalt i kapitlet om risiko. Det er en god sjanse for at dette bildet vil forandre seg.

Bruk av yield ved verdivurdering av næringseiendom er en rask og enkelt metode som gir et bilde på verdien av en eiendom, til tross for forbeholdene metoden tar. Metoden er også bedre enn tommelfingerregelen som ble brukt tidligere, der aktører innen næringseiendom ganget husleien med ti for å finne frem til kjøpesummen på eiendommen.

#### **5.4.2 Ulike typer yield**

Det er flere metoder for å finne yielden som skal brukes ved en verdivurdering av en næringseiendom. En av metodene er som vist modellen til Nordea, som regner ut en yield i forhold til forskjellige risikoaspekter ved objektet som yielden skal regnes ut til. Enn annen metode som er hyppig brukt, er å finne en yield gjennom observasjoner av markedet for næringseiendom, og mer spesifikt omsetning av næringseiendommer som kan sammenliknes med det objektet som blir verdivurdert. I følge Thronsen (2008) er det fornuftig å finne

avkastningskravet som kan forventes, ut i fra hva som er oppnådd i det åpne markedet.

Samtidig er det viktig å være kritisk til informasjonen som blir oppgitt.

Yield er et populært tema når omsetning av næringsseiendom omtales i media. Særlig når utviklingen av markedet for næringsseiendom er i fokus, eller det skrives om rekordhøye salg, er yieldnivået hyppig diskutert. En av utfordringene er da hvilken type yield som blir omtalt.

Det finnes forskjellige former for yield, med forskjellige egenskaper. De mest vanlige er brutto yield, netto yield, brutto markeds yield og netto markeds yield i følge Revfem (2009b).

I tillegg til disse, er også prime yield mye omtalt i media. Når da media skriver at en eiendom ble solgt til 7,2 prosent, er det vanskelig å vite hvilken yield 7,2 prosent sikter til.

Revfem (2009b) skriver i sin artikkel at brutto yield er løpende inntekter på inngåtte kontrakter til en næringsseiendom, dividert på antatt markedsverdi på eiendommen. Norwegian Property bruker blant annet denne formen for yield i sine kvartalsrapporter.

Netto yield er i følge Revfem (2009b) den hyppigst brukte formen for yield. Denne regnes ut ved å trekke fra eiers direkte eiendomskostnader fra de løpende inntektene på inngåtte kontrakter, og dividere denne summen på antatt markedsverdi. Netto yield er vanlig å bruke ved omtale av eiendomstransaksjoner. Jan Revfem bruker netto yield i sin artikkel *Entra selger i Bærum* på <http://ne.no/31808>, skrevet 26. november 2009. Artikkelen handler om et tidligere nevnt salg av Grini Næringspark til Havila Arial ASA, og Revfem (2009a) skriver at leieinntektene er oppgitt til kr. 6,9 millioner, og salgssummen endte på kr. 105,5 millioner.

Dette gir en brutto yield på 6,54 prosent. Videre skriver han med forbehold om at eiendommen har normale eierkostnader, vil den oppnådde salgsprisen gi en netto yield på 6,1 prosent. I følge Revfem (2009a) ligger normale eierkostnader på ca. 6.5 % av brutto leieinntekter.

Brutto markeds yield måler i følge Revfem (2009b) det samme som brutto yielden, med unntak av at de løpende leieinntektene har blitt justert til dagens leienivå hvis alle kontraktene til eiendommen hadde blitt reforhandlet i dagens marked.

For å regne ut netto markeds yield gjøres de samme justeringene av den løpende leieinntekten som ved utregning av brutto markeds yield, men eiers direkte eiendomskostnader trekkes ifra de markedsjusterte leieinntektene.

Prime yield er yielden en investor kan forvente å måtte betale for prestisje eiendommene i følge Revfem (2009b). Dette er som oftest eiendommer med attraktiv beliggenhet, god standard og solide leietakere, med beliggenhet i Central business district områder i de større byene. Central business district eller CBD som er den populære forkortelsen, er som regel områder med en stor tetthet av kontor bygg, med finans selskaper og advokatfirmaer som hyppige leietakere. Prime yield er ofte omtalt i media, som en indikator for den laveste yielden som en investor kan forvente å betale i markedet for næringsseiendom ved ett bestemt tidspunkt.

Thronsen (2008) skriver det er fornuftig å finne avkastningskravet eller yielden som er oppnådd i det åpne markedet. Det er ikke alltid like lett. To tilsynelatende like bygninger, kan ha store forskjeller. I følge William B. Brueggemann og Jeffrey D. Fisher og deres bok Real Estate Finance and Investments fra 2005 12 utgave, må ikke bare type bygg og beliggenhet være likt for at yield fra et salg skal kunne i en verdivurdering på et annet bygg. Andre egenskaper som kvaliteten til byggene som sammenliknes, konstruksjon, størrelse, alder og funksjonalitet må også være likt for å kunne bruke yield fra et salg av et næringsbygg til å verdivurdere en annet næringsbygg. Dette gjelder også type leietaker, innhold i leieavtaler som lengde, pris, indeksjustering, vilkår for fornyelse og andre faktorer i en kontrakt som kan ha innvirkning på verdien til en eiendom. Et eksempel på forskjeller fra et bygg til et annet



kunne ha vært salget av Grini næringspark. Hadde nabogården vært til salgs til samme tid, men med små, ikke statlige leietakere, ville denne gården trolig ikke oppnådd det samme yield nivået på sitt salg, da risikoen med leietakerne ville ha vært større. Hver av disse leietakerne kunne fått problemer med å betale husleie, deres leieavtaler har forskjellige løpetider, og hvis leietaker ikke fornyer leieavtalen, kan gårdeier få store investeringsbehov i bygget for å tiltrekke seg nye leietakere.

Eksempel på utregning av forskjellig type yield:

Forutsetninger:

Enbruker bygg på 1 000 m<sup>2</sup> bruttoareal, nylig kjøpt for kr. 15 000 000

Husleie pr. m <sup>2</sup>	kr.1 000 eks mva	
Markedsleie pr. m <sup>2</sup>	kr. 1 100 eks mva	
Løpende husleie i følge kontrakt	kr. 1 000 000 eks mva	
Gårdeier kostnader	kr. 65 000 eks mva	
Brutto yield:	$1\,000\,000 / 15\,000\,000$	= 6.7 %
Netto yield:	$(1\,000\,000 - 65\,000) / 15\,000\,000$	= 6,2 %
Brutto markeds yield:	$1\,100\,000 / 15\,000\,000$	= 7,3 %
Netto markeds yield:	$(1\,100\,000 - 65\,000) / 15\,000\,000$	= 6,9 %

Nabogården skal legges ut for salg, og har hørt at bygget ved siden av gikk til 7,3 %. Eieren vet at netto yield er den vanligste formen for yield, og tror 7,3 % da er netto yield.

Bygget er på 1 500 m<sup>2</sup> bruttoareal.

Dagens kontrakt ble inngått på samme tid som nabogården og netto husleien er kr. 1 500 000

Verdivurderingen blir da:  $1\,500\,000 / 7,3\%$  = 20 550 000

Verdivurdering med riktig netto yield:  $1\,500\,000 / 6,2\%$  = 23 080 000

Dette utgjør en forskjell på kr. 2 530 000, eller 12,3 %.

Dette viser problematikken med blanding av yield begrepet, og en liten prosentvis forskjell på yieldnivået i en verdivurdering, vil ha store utslag på den endelige verdivurderingen.

### **5.4.3 Gårdeierkostnader**

Det er nevnt tidligere at netto yield er den mest relevante og hyppigst brukte formen for yield. Revfem (2010b) understreker dette i sin artikkel som omhandler yield. For å kunne regne ut netto yield, må gårdeierkostnadene være kjent, slik at netto leieinntekter kan divideres på antatt eiendomsverdi. Salg av eiendom blir ofte nevnt i media, og salget av Grini næringspark har blitt brukt som et eksempel. Sandøy og Setsaas (2009) og Revfem (2010a) skriver i sine artikler at antatt netto yield for salget lå på 6,1 %. Brown (2005) skriver i sin bok at salg til lave yielder ofte blir skrytt av i media, men siden netto yield er en funksjon av netto inntekt, er yelden avhengig av at inntektene blir fratrukket de korrekte kostnadene. Brown ser følgende problemer med dette:

- Salg av eiendom kan noen ganger føre til en endring av den skattepliktige verdien av eiendommen. Dette vil føre til en høyere skatt, og kontantstrømmen fra eiendommen blir forandret.
- Det er i selgers interesse at eierkostnadene er så lave som mulig, slik at netto inntektene blir høye. Dette fører til en høyere verdivurdering av eiendommen.
- I de fleste prospekter, angis kun forrige års eierkostnader. Det er ikke sikkert at disse kostnadene er representative over tid.

- Kostnadene sier ingenting om hvordan eiendommen er forvaltet. Kostnadsforskjellen er stor hvis en eiendom er forvaltet av egen organisasjon, eller om en profesjonell part forvalter eiendommen.

Brueggeman og Fisher (2005) deler meningene til Brown når det gjelder eiers direkte eiendomskostnader. De mener også at det er flere usikkerheter rundt de kostnadene som blir rapportert, og at mange kostnader ved å eie et bygg verken er gjentakende eller stammer fra driften av eiendommen. Større utskiftninger eller reparasjoner som ikke blir dekket av fellesutgiftene, oppstår gjennom levetiden til et bygg. Slike kostnader er ofte vesentlige i størrelse, og vil ha en stor innvirkning på innteksstrømmen til en eiendom. Kjøper av et næringsbygg må derfor ha en grundig teknisk gjennomgang av bygget, for å undersøke om det vil komme noen store, nødvendige utskiftninger i fremtiden.

Clayton et al (2007) og Brueggeman og Fisher (2005) skriver i sine bøker at bruken av yield for å sammenlikne prisen på en eiendom med andre solgt i markedet, eller for å finne et avkastningskrav, har denne svakheten ved seg, at det ikke er noen enighet om hvilke kostnader som skal trekkes ifra de løpende inntektene, for å komme frem til netto inntekter for en eiendom. Det er stor varians i hvilke kostnader som er med, om større tilpasninger og reparasjoner er trukket ut, eller om faste summer blir fratrukket hvert år for å jevne ut kostnadene over tid. Dette er viktig å ha i bakhodet ved bruk av yield fra andre eiendomstransaksjoner i markedet.

#### **5.4.4 Yielden gir lite informasjon**

En av grunnene til at yielder er blitt så populær innen verdivurdering av næringseiendom, er at den som en tommelfingerregel er enkel og rask å bruke, i følge Gundersen (2009). Den er både mye brukt og hyppig referert til i media, mye på grunn av at den er enkel å bruke, samt

at både kjøpesum og leieinntekter er lett tilgjengelig informasjon, som gjør at man raskt kan gjøre en utregning.

Til tross for at yielden er så populær, så gir den lite informasjon. Den sier ikke noe om kjøpet eller salget av en næringseiendom, var en god eller dårlig handel. Varigheten til netto inntektene er ikke med i beregningen, de løpende inntektene til eiendommen kan være knyttet til en leiekontrakt som går ut om ett eller ti år. Yielden er et øyeblikksbilde som kan brukes til å sammenlikne investeringen opp mot prisnivået, i følge Revfem (2009b). Det som er viktig i en eiendomsinvestering, er som oftest vekstpotensialet, og over tid, totalavkastningen, løpende inntekter og verdistigningen. En type informasjon yielden ikke sier noe om.

### **5.5 Eksempel på bruk av yield for å verdivurdere en næringseiendom.**

Dette eksempelet på bruk av yield for å verdivurdere en næringseiendom, er basert på to eiendommer fra Ensjø i Oslo. Eiendommene ligger cirka 300 meter i fra hverandre, og er i hovedsakelig brukt til bilrelatert virksomhet av leietakerne i byggene. Byggene er oppført på seksti tallet, og fremstår med samme kvaliteter og egenskaper. Med denne bakgrunnen, kan eiendommene vurderes å være sammenliknbare.

Eiendom 1. Ensjøveien 11 ble lagt ut for salg i januar 2010. Fra salgsprospektet laget av Jacob A. L'orsa for Foss & co næringsmegling, lest på

<http://fossco.biz/?finnkode=20698606&ptype=salg>, får vi følgende opplysninger om

Ensjøveien 11:

Prisantydning	47 000 000
Leieinntekter pr. år	3 676 836
Bruttoareal	3 553

**Tabell 8: Oppsummering Eiendom 1. Ensjøveien 11**

Leietakere	Areal	Leieinntekter i 2010
Markveien Karosseri AS	2118	1 593 480
Skotvedt	888	1 302 876
Ruterknekt	547	780 480
Sum bygning	3553	3 676 836

Tabell 9: Leieareal og leieinntekter etter leietaker eiendom 1.

Eiers direkte eiendomskostnader i 2008	
Forvaltning, regnskap og revisjon	135 000
Fullverdiforsikring	38 500
Vedlikehold/ drift	210 000
Sum	383 500

Tabell 10: Eiers direkte eiendomskostnader Ensjøveien 11

Eiendommen nr. 2 som skal verdivurderes ligger i Gladengveien 3. Følgende opplysninger stammer fra budsjett for 2010, regnskap for 2009 og leiekontrakter for eiendommen:

Leieinntekter pr. år	8 011 200
Areal, BTA	7 696

Tabell 11: Oppsummering eiendom 2. Gladengveien 3

Leietakere	Areal	Leieinntekter 2010
RøhneSelmer Ensjø	6880	6 434 500
RøhneSelmer Bilutleie	100	461 570
Selmer Eiendom	100	100 000
Selmer Forvaltning	616	700 000
Sum bygning	7696	7 696 070

Tabell 12: Leieareal og leieinntekter etter leietaker eiendom 2.

Eiers direkte eiendomskostnader 2010	
Forvaltning	223 832
Fullverdiforsikring	84 046
Revisor	45 000
Diverse kostnader	75 949
Ordinært vedlikehold	244 750
Sum	673 577

Tabell 13: Eiers direkte eiendomskostnader Ensjøveien 11

Opplysningene fra salgsprospektet for eiendom 1. Ensjøveien 11 gir følgende brutto yield og netto yield:

Brutto yield:  $\text{Brutto leieinntekter} / \text{salgspris} = 3\,676\,836 / 47\,000\,000 = 7,82\%$

Netto yield:  $\text{netto leieinntekter} / \text{salgspris} = (3\,676\,836 - 383\,500) / 47\,000\,000 = 7,01\%$

Verdivurdering av eiendom 2. Gladengveien 3 med hjelp av brutto yield og netto yield fra salgsprospektet for eiendom 1. Ensjøveien 11, gir følgende verdier:

Brutto yield gir følgende verdi:

$\text{Brutto leieinntekt} / \text{brutto yield} = 7\,696\,070 / 7,82\% = 98\,376\,781$

Netto yield gir følgende verdi:

$\text{Netto leieinntekt} / \text{netto yield} = (7\,696\,070 - 673\,577) / 7,01\% = 100\,178\,222$

Selger av eiendom 1. Ensjøveien 11 har lagt ut eiendommen for salg, med en verdivurdering av eiendommen som gir en pris på kr. 47 000 000. Dette gir en brutto yield på 7,82 %, og en netto yield på 7,01 % i følge opplysningene gitt av megler i salgsprospektet.

Brukes disse opplysningene til å verdivurdere eiendom 2. Gladengveien 3 ved hjelp av nettokapitaliseringsmetoden, gir dette en verdivurdering med bruk av brutto yield på kr. 98 376 781. Legges netto yield til grunn, gir dette en verdi på kr. 100 178 222.

Dette eksempelet viser at bruk av yield i en verdivurdering av næringseiendom, er en rask og ikke komplisert metode. Samtidig er det grunn til å vurdere nøyere om en brutto yield på 7,82 % og en netto yield på 7,01 % er noe lavt. På tidspunktet eiendom 1. Ensjøveien 11 ble lagt ut for salg, opplyste Knut Efskin fra DnB NOR Næringsmegling i artikkelen til Revfem (2009a) at deres organisasjon antok at prime yielden for Oslo markedet lå på cirka 6,5 %. Dette er yielden en investor kan forvente å betale for prestisje eiendommene i Oslo som forklart i

kapittelet om forskjellige typer yield. At selger forventer en forskjell på kun 0,5 % mellom prime yield i Oslo, og netto yield for Ensjøområdet, kan virke litt vel optimistisk.

Eiendommen lå fortsatt ute for salg 19. mai 2010, som kan forsterke tvilen om at eiendommen er priset noe høyt. Det er derfor grunn til å være skeptisk ved bruk av salget av eiendom 1.

Ensjøveien 11 og yielden denne eiendommen er lagt ut for salg, til å verdivurdere eiendom 2.

Gladengveien 3, og tro at prisen dette gir er markedsprisen for eiendommen.

## **6. Analyse og drøftelse av resultater fra spørreundersøkelsen**

I dette kapitlet vil undersøkelsen oppaven baserer seg på bli presentert. Gjennomføringen av undersøkelsen vil bli forklart og de enkelte spørsmålene i undersøkelsen vil bli gjennomgått med en avsluttende konklusjon basert på svarene til hvert enkelt spørsmål.

### **6.1 Beskrivelse av spørreundersøkelsen**

Spørreundersøkelsen var en postenquete, utsendt gjennom selskapet Questback. En av tjenestene Questback leverer, er spørreundersøkelser utsendt ved hjelp av E-post.

Spørreundersøkelsen ble laget på hjemmesiden til Questback. Eier av spørreundersøkelsen skriver inn spørsmålene som skal stilles, og hvilke type svar som er ønskelig å få fra deltakerne i undersøkelsen. Valgmulighetene til svaralternativer er mange, men i denne undersøkelsen ble det brukt lukkede svar, med ferdig utfylte svaralternativer. Alle spørsmålene hadde enten et alternativ der deltakerne kunne svare vet ikke, eller de kunne være nøytral. Undersøkelsen besto av tolv korte spørsmål, og det skulle derfor ikke ta lang tid å gjennomføre for deltakerne.

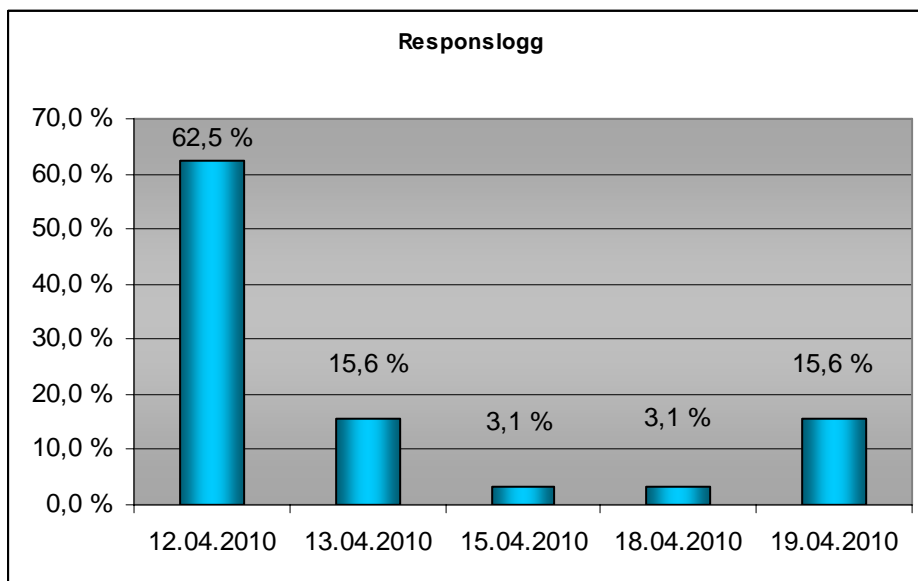
For å få tak i deltakere til undersøkelsen jeg skulle sende ut, tok jeg telefonisk kontakt med personer fra mitt nettverk. Alle ble spurt om de ville delta i en undersøkelse som ville omhandle yield. De ble informert om at undersøkelsen ville være anonym og bli sendt ut til deres E-post. De ble også informert om lengden på undersøkelsen. Enkelte av de jeg spurte kunne også bidra med flere deltakere til undersøkelsen.

Ved utsendelsen av undersøkelsen 12. april 2010, fikk deltakerne en E-post som forklarte blant annet hva undersøkelsen gjaldt, hvem som sendte den ut og på hvilken bakgrunn. De fikk også opplyst at undersøkelsen var totalt anonym, hvilket innebar at jeg ikke kunne sporet svarene tilbake til den enkelte deltaker. Deltakerne kunne starte undersøkelsen ved følge en elektronisk lenke nederst på E-posten. Ble E-posten sendt videre, ville ikke denne lenken



fungere. Dette sikret at ingen andre enn de inviterte deltakerne fikk tilgang til spørreundersøkelsen.

Etter at deltakerne hadde gjennomført undersøkelsen, ble de takket for at de brukte sin tid til å hjelpe meg. De ble også innformert om at de senere vil få tilgang til oppgaven hvis de ønsker det. De som ikke hadde svart innen 19. april, fikk tilsendt en E-post som påminnte dem om at de fortsatt hadde mulighet for å gjennomføre undersøkelsen. Dette ble sendt automatisk av Questback, da jeg ikke visste hvilke deltakere som ikke hadde svart. De som allerede hadde svart på undersøkelsen, fikk ikke denne påminnelsen.. I tillegg ringte jeg rundt for å minne om at undersøkelsen fortsatt var aktiv, men at den snart ville bli avsluttet. Undersøkelsen ble avsluttet 21. april.



**Figur 2: Responslogg**

Responsloggen til undersøkelsen viser en svarprosent på 71,1 %. Det vil si at 32 av de 45 inviterte deltakerne, svarte på undersøkelsen. Figur 2 viser frekvensfordelingen til responsloggen. Ikke overraskende gjennomførte 20 av de 32 som svarte på undersøkelsen, undersøkelsen i løpet av den første dagen. 55,5 % svarte i løpet av de to første dagene. Påminnelsen hadde også en viktig effekt. Fem svar kom inn samme dag som den ble sendt ut.

Undersøkelsen var som skrevet, anonym også for meg. Dette ble valgt for at ingen deltakere skulle vegre seg til å gjennomføre testen. Det ville heller ikke hatt noen hensikt for oppgaven å kunne spore undersøkelsen tilbake til den enkelte deltaker. Hensikten med oppgaven er å undersøke oppfattelsen av yield generelt, ikke om det er noen trender som følger den enkelte person, eller de enkelte yrkesfeltene som deltar i undersøkelsen.

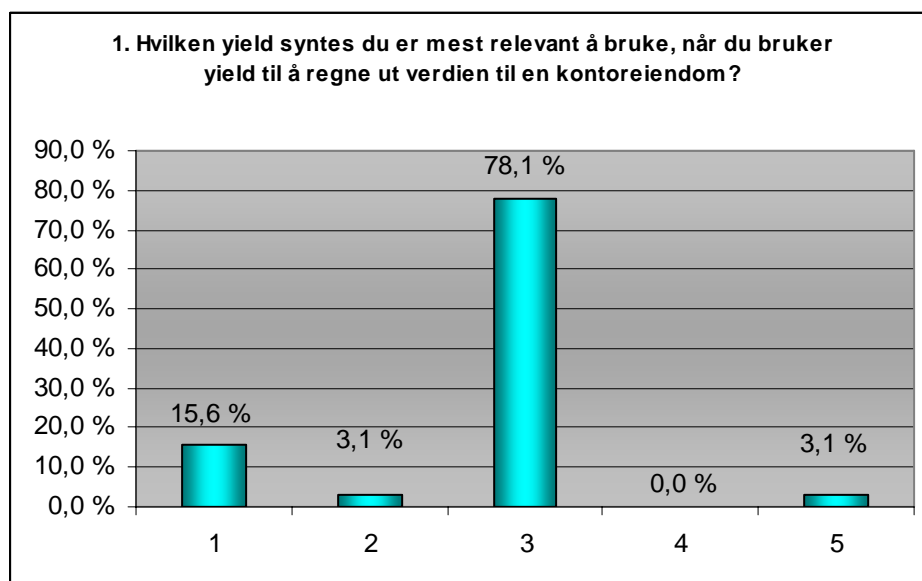
## **6.2 Drøftelse av resultater**

Under drøftelsen av resultatene fra spørreundersøkelsen, vil de enkelte spørsmålene med de tilhørende svarene, bli analysert hver for seg. Bakgrunn for valg av spørsmål vil bli presentert, og i hvilken sammenheng spørsmålet stilles.

Konklusjonen til de enkelte spørsmålene vil basere seg på både drøftelsen av spørsmålet og svarene i fra undersøkelsen. Dette vil fremkomme som litt repetitivt.

Svarene fra deltakerne blir presentert i figur- og tabellform.

### 6.2.1 Hvilken yield syntes du er mest relevant å bruke, når du bruker yield til å regne ut verdien til en kontoreiendom?



Figur 3: Svarfordeling, Relevant type yield

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Markeds yield	5	15,6 %
2 Brutto yield	1	3,1 %
3 Netto yield	25	78,1 %
4 Prime yield	0	0,0 %
5 Vet ikke	1	3,1 %
Totalt	32	

Tabell 14: Svaralternativer, Relevant type yield

Det første spørsmålet i undersøkelsen ble stilt i sammenheng med forskningsspørsmålet:

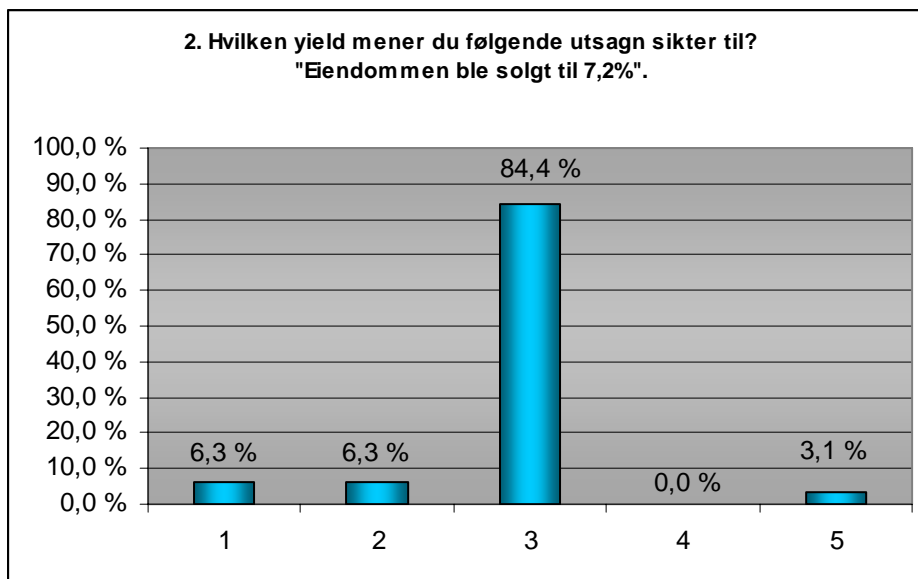
Hvilken yield oppfattes som den korrekte? Ønsket var å kartlegge hvilken yield deltakerne bruker, når de bruker yield som verdivurderingsmetode, for å regne ut verdien på en kontoreiendom. Kontoreiendom ble valgt for å spisse inn type eiendom, i tilfelle deltakerne varierer på bruk av type yield på forskjellig type eiendom. Kontoreiendom er også den type næringsseiendom som hyppigst blir omtalt i media.

Svarene er fordelt på markeds yield, brutto yield, netto yield og vet ikke. Definisjonene på de forskjellige typene av yield er forklart under teoridelen av oppgaven.

## Konklusjon:

Figuren og tabellen viser at 78,1 % av respondentene mener netto yield er den mest relevante å bruke, når yield blir brukt til å verdivurdere en kontoreiendom. Markeds yield er foretrukket av 15,6 % av deltakerne, mens 3,1 % svarte brutto yield og samme prosentandel svarte vet ikke. Det kan derfor virke som netto yield er den variant av yield deltakerne mener er den mest relevant å bruke ved bruk av yield for å regne ut verdien til en kontoreiendom.

### 6.2.2 Hvilken yield mener du følgende utsagn sikter til? ”Eiendommen ble solgt til 7,2%”.



Figur 4: Svarfordeling, Type yield

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Markeds yield	2	6,3 %
2 Brutto yield	2	6,3 %
3 Netto yield	27	84,4 %
4 Prime yield	0	0,0 %
5 Vet ikke	1	3,1 %
Totalt	32	

Tabell 15: Svaralternativer, Type yield

Dette spørsmålet ble stilt for å videre undersøke forskningsspørsmålet: Hvilken yield oppfattes som den korrekte? Meningen med spørsmålet var å undersøke hvilken yield deltakerne mener andre aktører innen næringseiendom refererer til når de omtaler eiendomstransaksjoner i pressen.

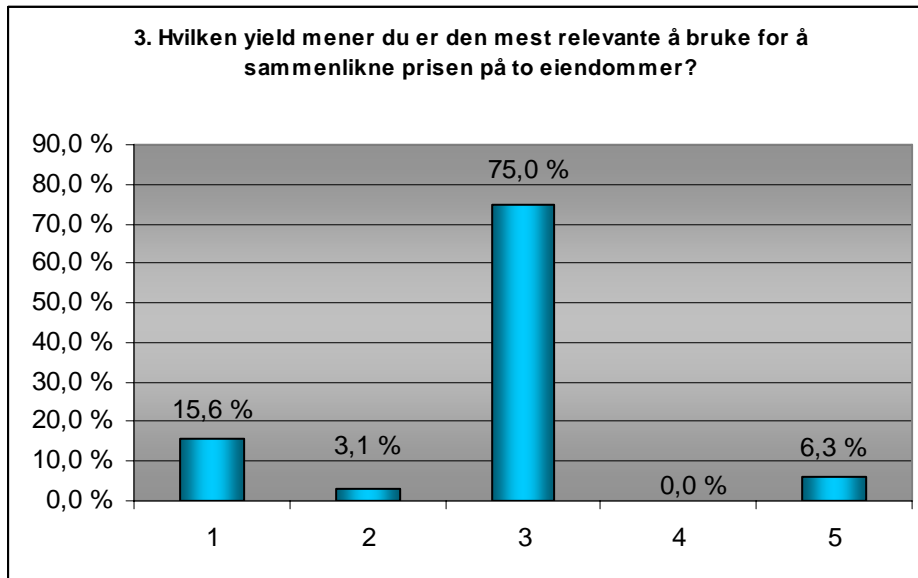
Artikler i pressen som omhandler eiendomstransaksjoner lyder ofte som setningen ”eiendommen ble solgt til 7,2 %”. Et eksempel på det er tidligere referert til i artikkelen til Sandøy og Setsaas (2009) i finansavisen. Der kommenterer Knut Efskin salget av Grini Næringspark, og sier at eiendommen ble solgt til 6,1 %. Hvilken yield Efskin sikter til, er usikkert. Verdivurdering av en eiendom ved bruk av yield, er sensitiv til valg av yield som blir lagt til grunn. Skal yield bli brukt til å sammenlikne priser, er det derfor viktig at alle parter involvert bruker det samme utgangspunktet.

6,3 % svarte at de tror det er markeds yield som blir referert til. Den samme prosentdelen tror det er brutto yield. 84,4 % tror det er netto yielden som er den korrekte. 3,1 % prosent har svart at de ikke vet.

### **Konklusjon:**

Fordelingen av de som har svart med et yield valg i undersøkelsen, er spredt utover marked, brutto og netto yield. Det er et stort flertall som mener at det er netto yield som blir omtalt i spørsmålet, og det virker derfor som om at de fleste mener det er netto yield som er den mest relevante å bruke når det ikke er spesifisert hvilken yield som blir omtalt.

### 6.2.3 Hvilken yield mener du er den mest relevante å bruke for å sammenlikne prisen på to eiendommer?



Figur 5: Svarfordeling, Type yield for sammenlikning

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Markeds yield	5	15,6 %
2 Brutto yield	1	3,1 %
3 Netto yield	24	75,0 %
4 Prime yield	0	0,0 %
5 Vet ikke	2	6,3 %
Totalt	32	

Tabell 16: Svaralternativer, Type yield for sammenlikning

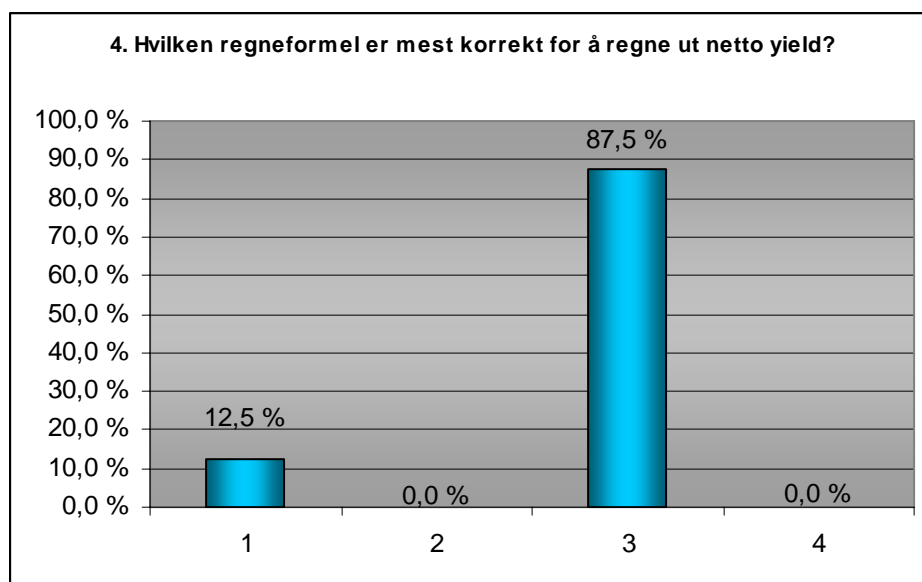
Dette spørsmålet er det siste som ble stilt i forbindelse med forskningsspørsmålet: Hvilken yield oppfattes som den korrekte? Bakgrunnen for dette spørsmålet var ønsket om å undersøke hvilken yield aktørene innen næringseiendom velger når de skal sammenlikne prisen på to eiendommer. En av egenskapene til yield, er nettopp det å kunne sammenlikne prisene på to eiendommer gjennom å regne ut yielden for eiendommene som sammenliknes. Valget av hvilken type yield som blir brukt, har konsekvens for utregningsmetode. Det er viktig at samme type yield og dens regnemetode, er den samme for begge eiendommene. Er ikke bruken av yield og utregningsmetodene konsekvente, blir bruken lite valid.

### Konklusjon:

Resultatet av svarene til dette spørsmålet, er som ved de to foregående spørsmålene, spredt utover markeds, brutto og netto yield. Samt noen som har svart at de ikke vet. 15,6 % av svarte markeds yield. 3,1 % svarte brutto yield. 75 % svarte netto yield. 6,3 % av deltakeren svarte at de ikke visste. Svarene er også til dette spørsmålet i klar favør av netto yield.

Allikevel er det en større del en tidligere som velger markeds yield som sitt svar. Dette er derfor større usikkerhet.

#### 6.2.4 Hvilken regneformel er mest korrekt for å regne ut netto yield?



Figur 6: Svarfordeling, Regneformel for netto yield

Alternativer	Verdi	Prosent
1 (Markedsleie - eiers direkte eiendomskostnader) / eiendommens antatte verdi	4	12,5 %
2 Bruttoleie / eiendommens antatte verdi	0	0,0 %
3 (Bruttoleie - eiers direkte eiendomskostnader) / eiendommens antatte verdi	28	87,5 %
4 Vet ikke	0	0,0 %
Totalt	32	

Tabell 17: Svaralternativer, Regneformel for netto yield

Dette er det første spørsmålet stilt i forbindelse med forskningsspørsmålet: Hvordan regner aktørene seg frem til yield. Hensikten med forskningsspørsmålet er å undersøke om aktørene innen næringseiendom har en teoretisk sammenfallende oppfattelse av yield. Små endringer i yielden ved verdivurdering av næringseiendom, fører til store utslag i verdien til eiendommen. Selv om aktørene er enig i hvilken yield som er den mest korrekte å bruke, er det like viktig at de regner seg frem til denne yielden med samme formel, slik at en bruk av yield blir mest mulig korrekt.

Valget av å spørre etter forståelsen av netto yield, er valgt på grunn av teorien om at netto yield er den mest anvendte, og dermed kanskje den mest korrekte yielden. I følge artikkelen til Revfem (2009b) i bladet *Nærings Eiendom*, er det netto yielden som er den mest relevante å bruke.

Svaralternativene til spørsmålet var fordelt på tre forskjellige regneformler, og svaret vet ikke. Svaralternativ en var (markedsleie minus eiers direkte kostnader) / eiendommens antatte verdi. Dette er regneformelen for å regne seg frem til nettomarkeds yield.

Svaralternativ to var bruttoleie / eiendommens antatte verdi. Dette er regneformelen for å regne seg frem til brutto yield.

Svar alternativ tre var (brutto leie minus eiers direkte kostnader) / eiendommens antatte verdi. Dette er den korrekte regneformelen for å regne seg frem til netto yield.

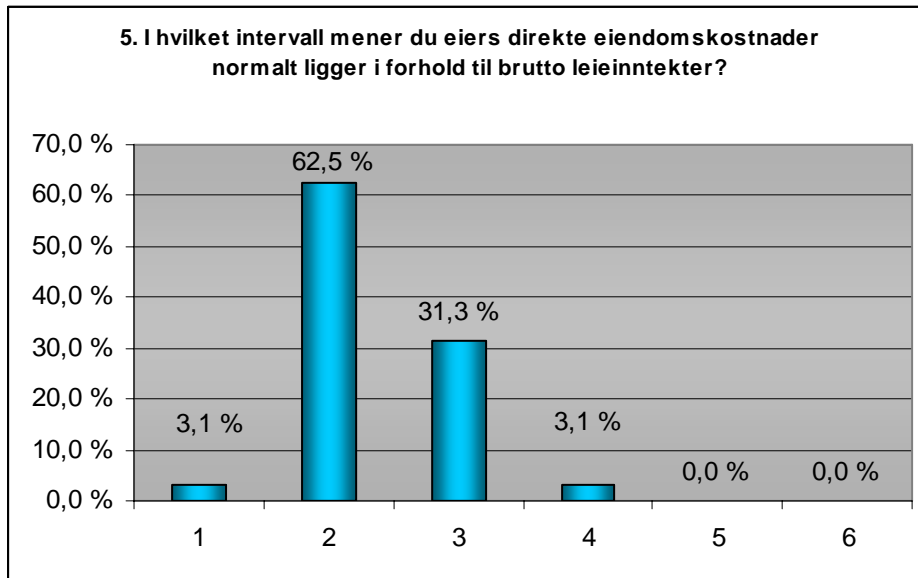
### **Konklusjon:**

12,5 % av deltakerne har svart at regneformelen for å regne seg frem til netto yield var svar alternativ en. Dette er regneformelen for nettomarkeds yield, og er ikke korrekt.

87,5 % av de som har svart på undersøkelsen, har valgt svar alternativ tre, som er den korrekte regnemethoden for å regne seg frem til netto yield. Dette viser at majoriteten av deltakerne i undersøkelsen vet den riktige regneformelen for netto yield.



## 6.2.5 I hvilket intervall mener du eiers direkte eiendomskostnader normalt ligger i forhold til brutto leieinntekter?



Figur 7: Svarfordeling, Eiers direkte eiendomskostnader

Alternativer	Verdi	Prosent
1 0 - 5 %	1	3,1 %
2 5 - 10 %	20	62,5 %
3 10 - 15 %	10	31,3 %
4 15 - 20 %	1	3,1 %
5 Høyere	0	0,0 %
6 Vet ikke	0	0,0 %
Totalt	32	

Tabell 18: Svaralternativer, Eiers direkte eiendomskostnader

Spørsmålet er stilt i forbindelse med forskningsspørsmålet: Hvordan regner aktørene seg frem til yield? Bakgrunnen for forskningsspørsmålet er ønsket om å etterprøve den teoretiske enigheten til aktørene innen næringseiendom.

Regnemethoden for å regne seg frem til yielden som trolig er den mest relevante, netto yield, er å trekke eiers direkte eiendomskostnader fra brutto leien, og dele denne summen på den antatte verdien av eiendommen. Skal verdien til en eiendom regnes ut ved bruk av denne

formelen, må eiers direkte eiendomskostnader være kjent, for å få et riktig bilde av verdien til eiendommen som skal verdivurderes. Kostnadene har en innvirkning på realavkastningen til eiendommen, og vil således påvirke eiendomsverdien.

De historiske kostnadene til en eiendom, vil som oftest fremkomme i regnskapet til en eiendom, eller de blir oppgitt av selger. Problemet er hvilke kostnader som hører med under begrepet eiers direkte kostnader, og om disse kostnadene har en stor variasjon i størrelse fra år til år. Regnes for eksempel rehabiliterings- og vedlikeholdskostnader med i eiers direkte kostnader, så vil trolig kostnadene ha en stor årlig variasjon. Vedlikehold av en eiendom går i sykluser, og rehabilitering kan ofte komme i forbindelse med utskifting av leietakere.

Gjennomsnittet av eiers direkte kostnader gjennom flere år gir kanskje et bedre bilde av nivået til disse kostnadene.

Bruk av yield for å regne seg frem til verdien til en eiendom, er en rask og enkel metode for å få en forståelse av verdien til en eiendom. For at metoden skal være en tommelfingerregel som er enkel å bruke, har mange aktører innen næringseiendom en formening om i hvilket intervall eier direkte eiendomskostnader skal ligge. Dette intervallet blir referert til i prosent, og regnes ut ved å dele kostnadene på bruttoinntektene til en eiendom.

Media referer ofte til yield, når de omtaler næringseiendom. Et godt eksempel er artikkelen til Revfem (2009b) på internettsiden ne.no. Artikkelen omhandler salget av Grini Næringsparks. Revfem skriver at eiendommen ble solgt til en brutto yield på 6,54 prosent. Han skriver videre med forbehold om at eiendommen har normale eierkostnader, vil den oppnådde salgsprisen gi en netto yield på 6,1 prosent. I artikkelen har dermed forfatteren en formening om i hvilket nivå eiers kostnader normalt ligger.

Svarene til oppgaven var på 5 prosent intervaller, opp til 20 %. Det var også anledning til å svare høyere enn 20 % og vet ikke.

**Konklusjon:**

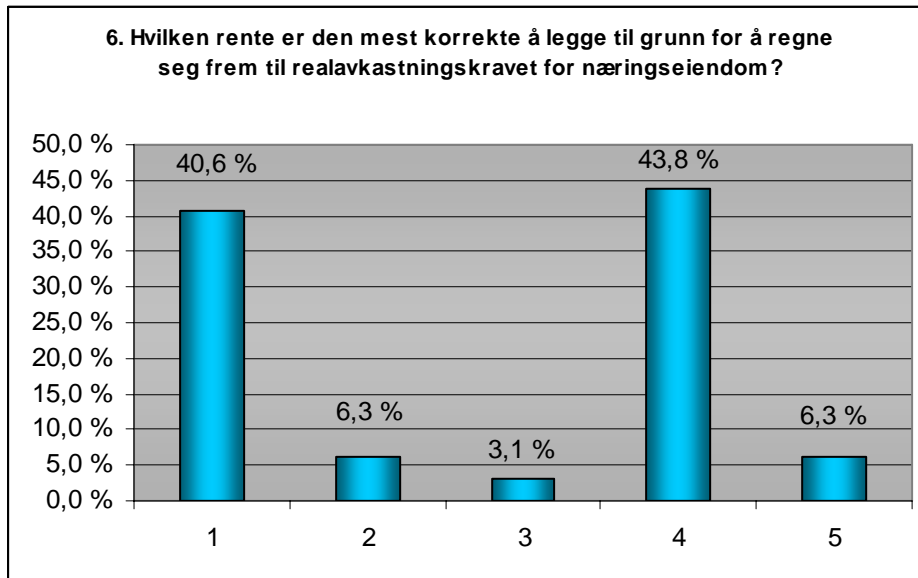
3,1 % svarte at de mener eiers direkte kostnader ligger vanligvis mellom 0-5 % i forhold til brutto leieinnteker.

62,5 % av deltakerne mener eiers direkte kostnader ligger mellom 5-10 %.

31,3 % mente eiers kostnader ligger mellom 10-15 %.

Det var ikke en like klar konsensus blant deltakerne til dette spørsmålet. Majoriteten svarte at kostnadene ligger mellom 5-10 %, men det er klart at deltakerne har sprikende meninger om nivået på eiers direkte kostnader sett i forhold til brutto leie. Det er derfor ingen konsensus blant deltakerne for hvilke prosentintervall eiers direkte kostnader ligger i forhold til brutto leieinntekter.

## 6.2.6 Hvilken rente er den mest korrekte å legge til grunn for å regne seg frem til realavkastningskravet for næringsseiendom?



Figur 8: Svarfordeling, Realavkastningskrav

Alternativer	Verdi	Prosent
1 10 års statsobligasjonsrente	13	40,6 %
2 5 års swap rente	2	6,3 %
3 3 måneders nibor	1	3,1 %
4 10 års swap rente	14	43,8 %
5 Vet ikke	2	6,3 %
Totalt	32	

Tabell 19: Svaralternativer, Realavkastningskrav

Grunnen til at dette spørsmålet var med i spørreundersøkelsen, var for å teste ut den teoretiske forståelsen av yield til aktører innen næringsseiendom. Spørsmålet er stilt i sammenheng med forskningsspørsmålet: Hvordan regner aktørene seg frem til yield?

Realavkastningskravet til en investering er enkelt forklart bygget opp fra en risikofri rente fratrukket forventet inflasjon, pluss risikotillegg. Realavkastningskravet tar ikke hensyn til forventning til vekst.

Det fremkommer i teoridelen av denne oppgaven at yielden er en funksjon av risikoen knyttet til en eiendom. Risikoen til en eiendom kan deles inn i makroøkonomisk risiko, og

risikoelementer knyttet til den enkelte eiendommen. Skal yielden regnes ut ved bruk av leieinntekter og en eiendoms antatt verdi, brukes ofte siste års leie, eller leien forventet i inneværende år i henhold til leiekontraktene til en eiendom. Brukes denne metoden til å regne ut yield, vil ikke yielden vise noen forventning til vekst i inntektene til eiendommen yielden er regnet ut i fra.

Sammenliknes forklaringen til realavkastning og metoden for å regne seg frem til yield, fremkommer det at yield er det samme som realavkastningskravet til en eiendom. Yield og realavkastningskravet er funksjoner av blant annet makroøkonomiske risikoelementer, med basis i en risikofri rente. Den risikofrie renten blir ofte referert til som enten 10 års statsobligasjonsrente eller 10 års swap rente. Dette er to forskjellige renter, og de ligger vanligvis på forskjellige nivåer. Det er derfor interessant å undersøke hvilken av disse rentene aktørene innen næringseiendom legger til grunn for å regne seg frem til yielden til en næringseiendom.

Svaralternativene til spørsmålet var fire forskjellige renter og svaret vet ikke. Begge 10 års rentene som ofte blir referert til som utgangspunktet for å regne ut avkastningskravet til en investering, var svaralternativer. I tillegg var 5 års swap rente og 3 måneders nibor svaralternativer.

I følge <http://no.wikipedia.org/wiki/Obligasjon> (2010) er en statsobligasjonsrente den renten utsteder av obligasjonen må betale innehaver av obligasjonen. Statobligasjoner blir i Norge utstedt av Norges Bank. 10 års statsobligasjonsrente er således renten på en obligasjon utstedt av Norges Bank, med varighet på 10 år.

I følge DnB NOR (2010c) på hjemmesiden deres

[https://www.dnbnor.no/markets/valuta\\_og\\_renter/rentesikring/renteswap](https://www.dnbnor.no/markets/valuta_og_renter/rentesikring/renteswap) er renteswap en

avtale om å bytte rentebetingelser mellom to parter. Dette innebærer at den ene parten bytter

sin flytende rente mot den annen parts faste rente og omvendt. Byttet skjer innen samme valuta. 5 og 10 års swap rente refererer til avtaler med varighet på henholdsvis 5 og 10 år.

I følge Dnb NOR (2010a)

[https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner\\_sertifikater/hva\\_er\\_nibor.html](https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner_sertifikater/hva_er_nibor.html) står nibor for Norwegian Interbank Offered Rate, og er den renten norske banker er villige til å låne hverandre penger for, innen en gitt tidsperiode. 3 måneders nibor er da renten for en slik avtale med 3 måneders løpetid.

### **Konklusjon:**

40,6 % svarte at de mener 10 års statobligasjonsrente er den mest korrekte å legge til grunn for å regne seg frem til realavkastningskravet til en næringseiendom.

6,3 % av deltakerne mente 5 års swap rente er mest korrekt.

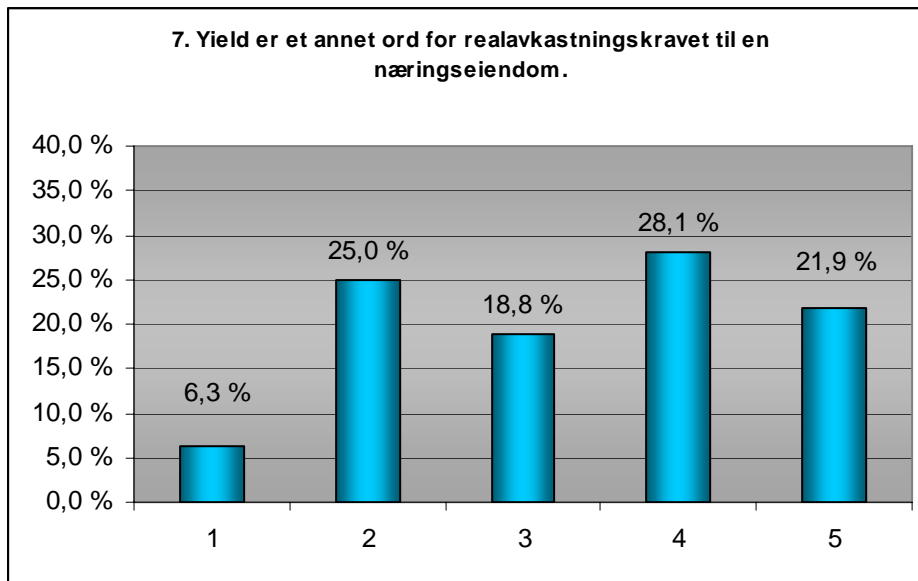
3,1 % velger 3 måneders nibor som utgangspunkt for å regne seg frem til et realavkastningskrav.

43,8 % bruker 10 års swap rente.

6,3 % vet ikke hvilken rente som normalt legges til grunn for å regne ut realavkastningskravet.

Svarene er spredt utover alternativene. 10 års swap rente har flest tilhengere, men det skiller kun 3,2 % mellom 10 års swap rente og 10 års statsobligasjon. Legger man sammen prosentandelene til begge 10 årige rentene, viser det seg at 84,4 % mener det er korrekt å bruke en lang rente som utgangspunkt til et realavkastningskrav. Hvilken som er den mest korrekte å bruke, er det ikke konsensus om. Dette er interessant, da det er forskjell mellom de 10 årige rentene, som vil føre til forskjellige realavkastningskrav, eller yieldnivå i en verdivurdering.

### 6.2.7 Yield er et annet ord for realavkastningskravet til en næringseiendom.



Figur 9: Svarfordeling, Yield et annet ord for realavkastningskrav

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Svært lite tilfreds	2	6,3 %
2 Lite tilfreds	8	25,0 %
3 Nøytral	6	18,8 %
4 Tilfreds	9	28,1 %
5 Svært tilfreds	7	21,9 %
Totalt	32	

Tabell 20: Svaralternativer, Yield et annet ord for realavkastningskrav

De seks siste spørsmålene i spørreundersøkelsen var formulert som utsagn. Deltakerne i spørreundersøkelsen skulle svare på hvor enige de var til utsagnet, på en skala 1-5, der en var svært lite tilfreds og 5 var svært tilfreds.

Det første utsagnet var med i undersøkelsen for å besvare følgende forskningsspørsmål: Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom? Thronsen (2008) sammenlikner fremgangsmåten for å regne seg frem til realavkastningskravet til en næringseiendom, og det yielden dekker når den blir brukt som avkastningskrav for en

eiendom. Begge avkastningskravene dekker de samme risikoelementene. Spørsmålet skulle undersøke om deltakerne i undersøkelsen var enige i denne tankegangen.

### **Konklusjon**

6,3 % av deltakerne var lite tilfreds med dette utsagnet.

25 % av deltakerne var lite tilfreds.

18,8 % var nøyttale til at yield og realavkastningskravet til en eiendom er det samme.

28,1 % var tilfreds med tankegangen.

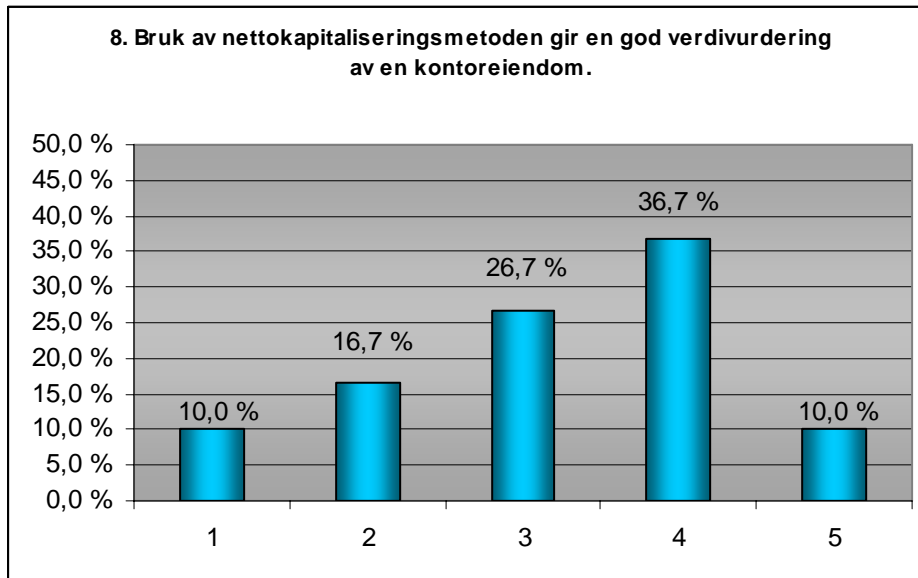
21,9 % var svært tilfreds.

Ingen av svaralternativene utpeker seg som en klar favoritt blant deltakerne i undersøkelsen.

Svarene er fordelt utover skalaen, men 50 % har svart at de enten er tilfreds eller svært tilfreds med utsagnet at yield er et annet ord for realavkastningskravet til en næringseiendom. Dette er allikevel ikke nok til å si at yield og realavkastningskrav blir vurdert som det samme av deltakerne i undersøkelsen. Thronsen (2008) viser i sin artikkel en teoretisk oppbygning av realavkastningskravet for næringseiendom. Metoden i artikkelen blir brukt av Nordea for å verdivurdere eiendom, og bruken av realavkastningskrav for å verdivurdere eiendom kan således sees på som en solid metode. Fordelingen av svarene til deltakerne utover skalaen fra svært lite tilfreds, til svært tilfreds, viser at deltakerne ikke er enige om at bruken av yield til å verdivurdere en eiendom er like solid som bruken av realavkastningskrav for å verdivurdere en eiendom.



## 6.2.8 Bruk av nettokapitaliseringsmetoden gir en god verdivurdering av en kontoreiendom.



Figur 10: Svarfordeling, Nettokapitaliseringsmetoden

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Svært lite tilfreds	3	6,3 %
2 Lite tilfreds	5	25,0 %
3 Nøytral	8	18,8 %
4 Tilfreds	11	28,1 %
5 Svært tilfreds	3	21,9 %
Totalt	30	

Tabell 21: Svaralternativer, Nettokapitaliseringsmetoden

Deltakerne skulle også rangere dette utsagnet etter hvor tilfredse de var med utsagnet.

Utsagnet var med i undersøkelsen i forbindelse med forskningsspørsmålet: Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom?

Nettokapitaliseringsmetoden er metoden der leieinntektene og yield nivået til en eiendom blir brukt for å regne ut verdien til en eiendom. Metoden blir sett på som en tommelfingerregel, og har fått kallenavnet quick and dirty på grunn av sin enkelthet.

To av deltakerne i undersøkelsen svarte ikke på dette spørsmålet.

**Konklusjon:**

10 % svarte at de er svært lite tilfreds med bruken av nettokapitaliseringsmetoden som verdivurderingsmetode.

16,7 % er lite tilfreds.

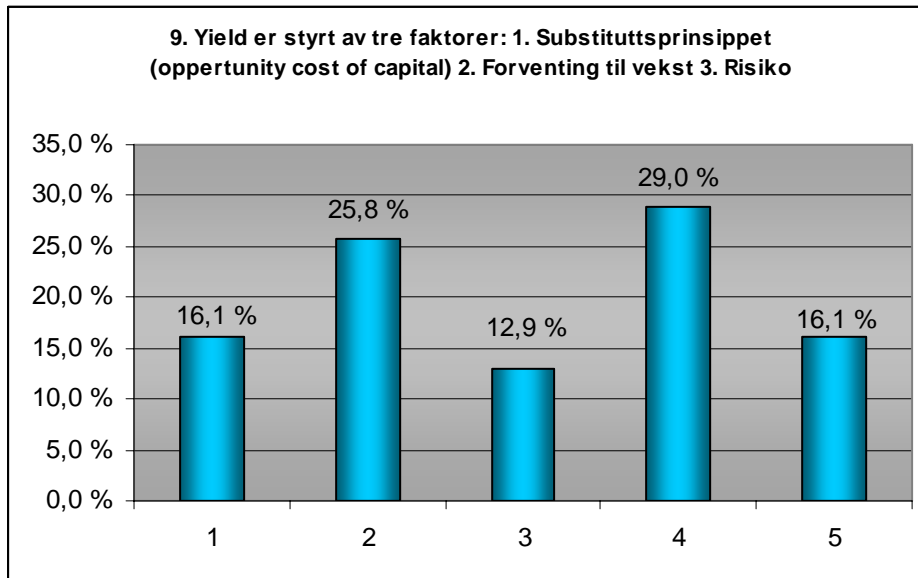
26,7 % er nøytrale til utsagnet.

36,7 % er tilfreds med nettokapitaliseringsmetoden.

10 % er svært tilfreds med å bruke nettokapitaliseringsmetoden for å regne seg frem til verdien av en kontoreiendom.

Det er ingen av svaralternativene som viser seg som noen favoritt. 80,1 % av svarene er enten nøytrale, lite tilfreds eller tilfreds med utsagnet.

**6.2.9 Yield er styrt av tre faktorer: 1. Substituttprinsippet (oppportunity cost of capital).  
2. Forventning til vekst. 3. Risiko.**



Figur 11: Svarfordeling, Tre styrende faktorer

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Svært lite tilfreds	5	16,1 %
2 Lite tilfreds	8	25,8 %
3 Nøytral	4	12,9 %
4 Tilfreds	9	29,0 %
5 Svært tilfreds	5	16,1 %
Totalt	31	

Tabell 22: Svaralternativer, Tre styrende faktorer

Dette utsagnet var med i undersøkelsen for å undersøke deltakernes forståelse av yield, og for å hjelpe til med å svare på forskningsspørsmålet: Hvordan regner aktørene seg frem til yield?

Alle tre faktorene nevnt i utsagnet er med på å påvirke avkastningskravet til en investor i forhold til en spesifikk investering.

Substituttprinsippet går ut på at en investor ikke er villig til å betale mer for en investering, enn investoren hadde måttet betale for en tilsvarende investering, som hadde gitt en samme avkastningen.

Forventning til vekst vil påvirke prisen en investor er villig til å betale for en eiendom. Hvis en eiendom som er ute for salg har en husleie under markedsleie, vil en investor ofte være villig til å betale mer for denne eiendommen, enn det dagens leieinntekter til eiendommen ville tilsa. Investoren vil være villig til å betale en overpris på grunn av forventningen om stigning på leieinntektene, som igjen tilsier en økt verdi på eiendommen.

Risikoen til en eiendom er med på å styre prisen. Utgangspunktet er at investorer ikke liker risiko, og derfor er villig til å betale mer for en investering med lav risiko, enn en investering med høy risiko. En eiendom med leietakere investorer vurderer som solide, anser investorene som en sikker investering, og vil være villige til å betale mer for eiendommen.

Yield blir ofte kalt realavkastningskravet til en eiendom. Et realavkastningskrav blir påvirket av forskjellige faktorer, blant annet de tre faktorene nevnt i utsagnet: Yield er styrt av tre faktorer: 1. Substituttprinsippet (oppportunity cost of capital). 2. Forventning til vekst. 3. Risiko. Det var derfor ønskelig å se om aktører innen næringseiendom er enige i at yield blir påvirket av disse faktorene.

En deltaker valgte å ikke svare på dette spørsmålet.

### **Konklusjon:**

16,1 % av deltakerne var svært lite tilfreds med utsagnet.

25,8 % svarte lite tilfreds.

12,9 % var nøytrale til utsagnet.

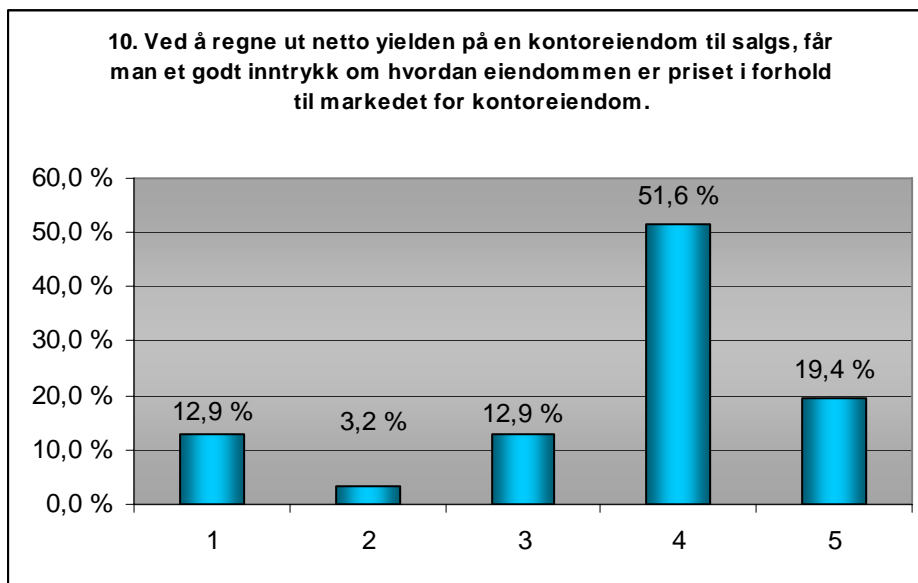
29 % var tilfreds med de tre faktorene i utsagnet.

16,1 % av svært tilfreds med utsagnet.

Ingen av svar alternativene peker seg ut som et klart svar. Hoveddelen av svarene ligger fra lite tilfreds til tilfreds, altså i midten av svaralternativene. Det kan derfor ikke konkluderes

med at aktørene mener faktorene substituttprinsippet, forventning til vekst og risiko fullgodt styrer yielden.

### 6.2.10 Ved å regne ut netto yielden på en kontoreiendom til salgs, får man et godt inntrykk om hvordan eiendommen er priset i forhold til markedet for kontoreiendom.



Figur 12: Svarfordeling, Markedssammenlikning

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Svært lite tilfreds	4	12,9 %
2 Lite tilfreds	1	3,2 %
3 Nøytral	4	12,9 %
4 Tilfreds	16	51,6 %
5 Svært tilfreds	6	19,4 %
Totalt	31	

Tabell 23: Svaralternativer, Markedssammenlikning

Baktanken med denne påstanden, var å se om aktørene innen næringseiendom bruker yield til å sammenlikne eiendom for salg, med nivået på eiendomsmarkedet på det aktuelle

tidspunktet. Påstanden ble stilt i sammenheng med forskningsspørsmålet; Hva bruker aktørene innen næringseiendom yield til?

Yield blir hyppig brukt til å sammenlikne priser på eiendom i markedet, og yieldnivået i eiendomsmarkedet blir ofte referert til i media. Det var derfor naturlig å etterprøve om deltakerne i spørreundersøkelsen brukte yielden til å sammenlikne pris på enkelt eiendommer med markedet.

Netto yielden ble valgt i påstanden på grunnlag av at denne varianten av yield har blitt utpekt som den mest aktuelle yield typen å bruke, blant annet av Revfem(2009b).

For å fjerne en eventuell usikkerhet ved bruk av forskjellig variant av yield til å regne ut verdien til ulike typer eiendom, ble kontoreiendom spesifisert i utsagnet. Kontoreiendom er i tillegg den type eiendom som blir mest omtalt i media i sammenheng med yield.

En deltaker valgte å ikke svare på dette spørsmålet.

### **Konklusjon:**

12,9 % svarer svært lite tilfreds på spørsmålet om de er enig med uttalelsen.

3,2 % svarer de er lite tilfreds.

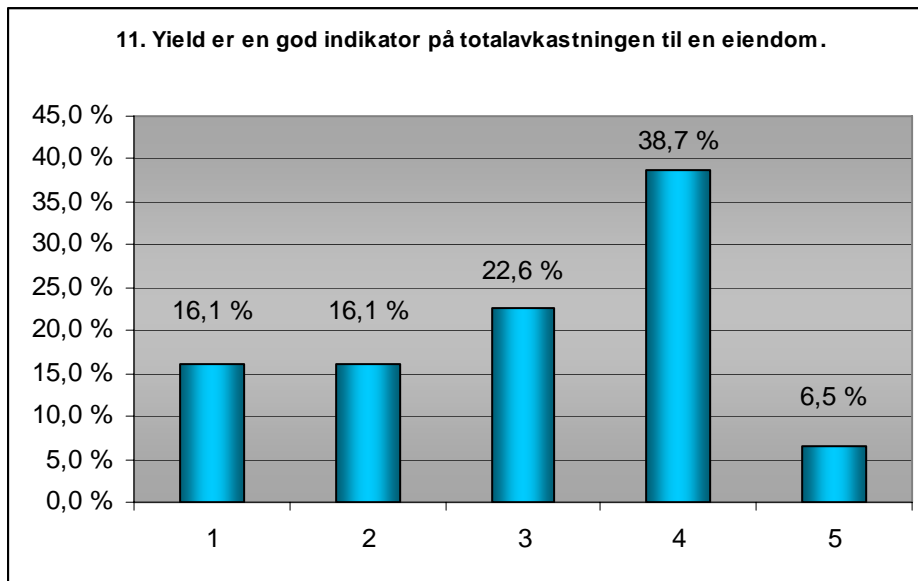
12,9 % svarer de er nøytrale.

51,6 % svarer de er tilfreds.

19,4 % svarer de er svært tilfreds.

Valget av svaralternativer til deltakerne tilhørende dette utsagnet er spredt utover hele skalaen. Det er likevel et klart flertall som er mer positive, enn negative til uttalelsen. 70 % av deltakerne svarer de er tilfreds eller svært tilfreds med å bruke netto yield for å sammenlikne en kontor eiendom med markedet. Dette viser at de fleste deltakerne i undersøkelsen mener at yield er et godt redskap for å sammenlikne priser på kontoreiendom.

### 6.2.11 Yield er en god indikator på totalavkastningen til en eiendom.



Figur 13: Svarfordeling, Totalavkastning

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Svært lite tilfreds	5	16,1 %
2 Lite tilfreds	5	16,1 %
3 Nøytral	7	22,6 %
4 Tilfreds	12	38,7 %
5 Svært tilfreds	2	6,5 %
Totalt	31	

Tabell 24: Svaralternativer, Totalavkastning

Denne påstanden var med i undersøkelsen for å undersøke forståelsen av yield blant aktører innen næringseiendom, og er med i undersøkelsen i forbindelse forskningsspørsmålet: Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom?

Totalavkastningen til en eiendom består av to deler. Den ene er de løpende inntektene til eiendommen i form av leieinntekter, også kalt direkteavkastningen til en eiendom.

Den andre er en eventuell verdi økning eller verdi fall som følge av faktorer som det generelle eiendomsmarkedet, beliggenhet, leieinntekter eller andre elementer som har innvirkning på verdiutviklingen av en næringseiendom.

Som Jarle Norman Hansen og Knut Løken skriver i sin artikkel Regnskapsanalyse for eiendomsselskaper i Praktisk økonomi og finans nummer 2 i 2007, er yielden den mest relevante og det vanligste nøkkeltallet som blir brukt om direkteavkastningen innen næringseiendom. Skal verdien til en eiendom regnes ut ved hjelp av yield, deles netto leieinntekter på yielden, og resultatet av dette er en verdivurdering av eiendommen. I denne verdivurderingen ligger det ikke noe forventning til vekst av leieinntektene, og dermed ikke noen verdiutvikling på eiendommen.

For å regne ut yielden til en eiendom solgt, deles netto inntektene til eiendom på salgssummen. Denne metoden tar eller ikke hensyn til noen eventuell vekst i verdien.

Påstanden om at yielden er en god indikator på totalavkastningen til en næringseiendom er ikke korrekt.

En deltaker valgte å ikke svare på spørsmålet.

### **Konklusjon:**

16,1 % av deltakerne i undersøkelsen svarte at de var svært lite tilfreds med påstanden.

16,1 % svarte at de var lite tilfreds med at yield er en god indikator for totalavkastningen på en næringseiendom.

22,6 % svarte at de var nøytrale til uttalelsen.

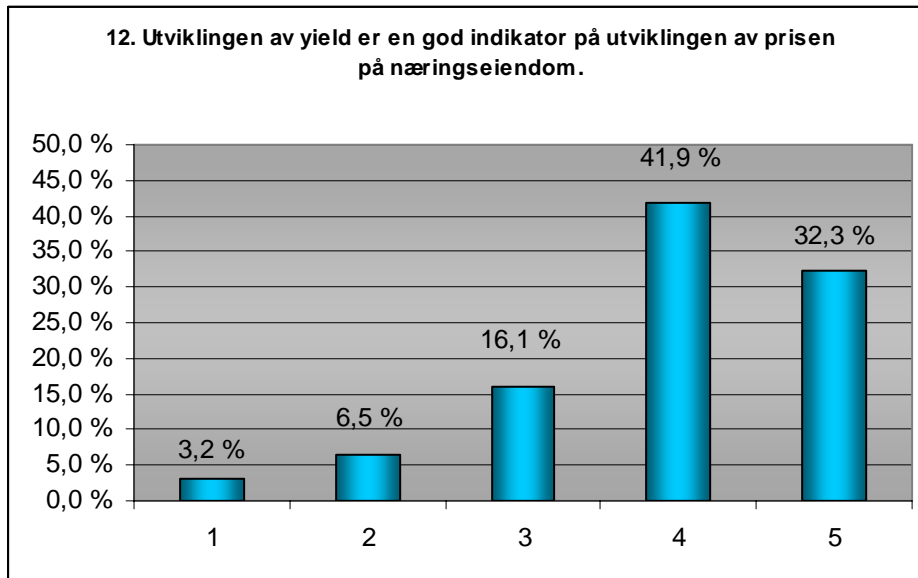
38,7 % svarte at de var tilfreds med yield som en indikator på totalavkastningen til en eiendom.

6,5 % svarte at de var svært tilfreds med uttalelsen.

Svarene til deltakerne er spredt utover svaralternativene. Det er en høyere andel av deltakerne som er tilfred eller svært tilfreds med uttalelsen, enn det er deltakere som er lite eller svært lite tilfreds med at yield er en god indikator på totalavkastningen til en eiendom. Dette kan vise at flere aktører innen næringseiendom ikke har en like dyp forståelse av begrepet yield.



## 6.2.12 Utviklingen av yield er en god indikator på utviklingen av prisen på næringsseiendom.



Figur 14: Svarfordeling, Utvikling av pris

Alternativer	Verdi	Prosent
1 Svært lite tilfreds	1	3,2 %
2 Lite tilfreds	2	6,5 %
3 Nøytral	5	16,1 %
4 Tilfreds	13	41,9 %
5 Svært tilfreds	10	32,3 %
Totalt	31	

Tabell 25: Svaralternativer, Utvikling av pris

Uttalelsen er med i undersøkelsen i forbindelse med forskningsspørsmålet: Hva bruker aktørene innen næringsseiendom yield til?

Yield begrepet har flere bruksområdene. Et av de mest brukte er som erstatteren til den gamle 10-gangern. Denne metoden var en tid tilbake populær som en tommelfingerregel, og ved å gange leieinntektene til en eiendom med ti, ble resultatet en kjapp beregning av prisen på en næringsseiendom. Bruk av yield til verdivurdering er fortsatt sett på som quick and dirty, men er allikevel mye brukt som en tommelfingerregel for verdivurdering.

Et annet bruksområdet for yield, er å regne ut yelden til en eiendom for å sammenlikne yelden med eiendomsmarkedet generelt. Utviklingen til yelden i eiendomsmarkedet er ofte referert til i media, og særlig prime yelden for kontoreiendom. Går det generelle yieldnivået ned, kan selger forvente å få mer for eiendommen, enn om yield nivået er stigende.

Påstanden var med i spørreundersøkelsen for å måle om deltakerne i undersøkelsen finner bruken av yield som en måleparameter for utviklingen i næringseiendomsmarkedet som tilfredsstillende.

### **Konklusjon:**

3,2 % svarte at de var svært lite tilfreds med yield som en indikator på utviklingen av prisen på næringseiendom.

6,5 % svarte at de var lite tilfreds.

16,1 % var nøytrale til uttalelsen.

41,9 % var tilfreds.

32,3 % svarte at de var svært tilfreds med yelden som en indikator på utviklingen av prisen på næringseiendom.

Svarene er fordelt utover skalaen fra svært lite tilfreds til svært tilfreds. 74,2 % av deltakerne var tilfreds eller svært tilfreds med yelden som en indikator på markedet for næringseiendom.

De fleste av deltakerne i undersøkelsen er derfor tilfreds med den egenskapen yelden har til å vise utviklingen av markedet for næringseiendom.

## **7. Konklusjoner**

Konklusjonen til hvert enkelt forskningsspørsmål er basert på tilhørende spørsmål fra den gjennomførte spørreundersøkelsen. De fire konklusjonene på forskningsspørsmålene er igjen utgangspunktene for konklusjonen på problemstillingen.

### **7.1 Konklusjon: Hvilken yield oppfattes som den korrekte?**

En mulig årsak til at begrepet yield oppfattes som diffust og misvisende, er at det finnes mange varianter yield. Flere av disse har blitt nevnt i teoridelen av oppgaven. Enkelt av de forskjellige utgavene av yield, har spesifikke bruksområder. Et eksempel her er prime yield, som skal vise hvilken yield selger og kjøper kan forvente ved kjøp av de mest attraktive og dyreste eiendommene i markedet sett i forhold til inntektene til eiendommen.

Netto yield er oppfattet som den mest brukte, og kanskje den riktige yielden å bruke, når det ikke er spesifisert hvilken yield som brukes, eller om det er noen grunn til usikkerhet rundt hvilken variant av yielden som er korrekt. Hensikten med forskningsspørsmålet ”Hvilken yield oppfattes som den korrekte?” var å undersøke om deltakerne i undersøkelsen var enige at netto yield er den mest relevante formen for yield.

Følgende spørsmål var med i spørreundersøkelsen for å undersøke hvilken yield deltakerne mener er den mest korrekte å bruke:

1. Hvilken yield syntes du er mest relevant å bruke, når du bruker yield til å regne ut verdien til en kontoreiendom?
2. Hvilken yield mener du følgende utsagn sikter til? ”Eiendommen ble solgt til 7,2 %”.
3. Hvilken yield mener du er den mest relevante å bruke for å sammenlikne prisen på to eiendommer?

Til spørsmål 1. svarte 78,1 % at netto yield var den de brukte når de bruker yield til å regne ut verdien til en kontoreiendom.

Til spørsmål 2. svarte 84,4 % at de mente netto yield var yielden utsagnet refererte til.

Til spørsmål 3. svarte 75 % at netto yield var den mest relevante å bruke ved sammenlikning av pris på to eiendommer.

Svarene til alle tre spørsmålene i spørreskjema som var med for å undersøke forskningsspørsmålet, hadde klare flertall for netto yield. Tre spørsmål i et spørreskjema kan ikke dekke alle bruksområdene til yield, og dermed ikke dekke alle situasjoner det kan være aktuelt å bruke andre typer yield enn netto yield. Allikevel viser denne undersøkelsen at det er netto yield de fleste deltakerne mener er den mest korrekte å bruke, når yield brukes innenfor feltet næringseiendom.

## **7.2 Konklusjon: Hvordan regner aktørene seg frem til yield?**

Forskningsspørsmålet ”Hvilken yield oppfattes som den korrekte?” hadde som hensikt å etterprøve om netto yield er den mest relevante å bruke innen feltet næringseiendom. Det var ventet at konklusjonen ville være netto yield. En naturlig oppfølging til dette, var da hvordan aktørene innen næringseiendom regner seg frem til yield.

De forskjellige typene av yield som kan brukes innen næringseiendom, har forskjellige regneformler. Selv om aktørene innen næringseiendom er enige om hvilken yield som oppfattes som den mest korrekte å bruke, er det ikke sikkert at de er enige eller vet hvordan denne yielden skal regnes ut. Er det ikke en unison oppfattelse av hvordan netto yield skal regnes ut, mister begrepet netto yield mye av sin anvendbarhet. Brukes yield ved verdivurdering av en eiendom, har endringer i yielden store utslag i verdien av eiendommen. Regnes netto yield ut på forskjellige måter, og deltakerne i undersøkelsen ikke kommer frem

til samme yield, vil både en verdivurdering av samme eiendom bli forskjellig, og muligheten for å sammenlikne enkelt eiendommer med markedet, blir ikke like stor.

Følgende spørsmål var med i spørreundersøkelsen for å teste forskningsspørsmålet: Hvordan regner aktørene seg frem til yield?

4. Hvilken regneformel er mest korrekt for å regne ut netto yield?
5. I hvilket intervall mener du eiers direkte eiendomskostnader normalt ligger i forhold til brutto leieinntekter?
6. Hvilken rente er den mest korrekte å legge til grunn for å regne seg frem til realavkastningskravet for næringseiendom?
9. Yield er styrt av tre faktorer: 1. Substituttprinsippet (oppportunity cost of capital) 2. Forventning til vekst 3. Risiko

Til spørsmålet 4. i undersøkelsen svarte 87,5 % den korrekte regneformelen for netto yield.

Dette viser at det er en enighet om hvordan man regner seg frem til netto yield.

Spørsmål 5. skulle undersøke hvilke intervall eiers direkte eiendomskostnader normalt ligger til en næringseiendom. Dette er av interesse, da det er nødvendig å kjenne til disse kostnadene for å regne ut netto leieinntekter til en eiendom. Eiers direkte eiendomskostnader varierer etter type eiendom, men det virker som om teorien er at det ligger i intervallet 5-15 % i av brutto leieinntekter. 62,5 % av deltakerne i undersøkelsen svarte at intervallet ligger mellom 5 og 10 % prosent, mens 31,3 % mente eiers direkte eiendomskostnader ligger mellom 10 og 15 %.

Til spørsmål 6. var det heller ingen felles enighet om hvilken rente som bør ligge til grunn for å regne seg frem til realavkastningskravet til en eiendom. 40,6 % svarte at 10 års

statsobligasjonsrente bør legges til grunn. 43,8 % svarte at 10 års swap rente bør legges til grunn. De fleste av deltakerne mente at en lang rente på 10 års burde være utgangspunktet i en utregning av realavkastningskravet, men det er ingen konklusjon til hvilken rente deltakerne mener er den riktige.

Spørsmål 9. var en påstand om faktorer som innvirker på nivået til yield. Her skulle deltakerne i undersøkelsen rangere hvor tilfredse de var med påstanden. Svarene avgitt var spredt utover svar alternativene til spørsmålet, noe som ikke ga noen klar konklusjon.

Det var en klar enighet til hvilken regneformel som var den korrekte å bruke for å regne seg frem til yield. Denne formelen har flere faktorer som må fylles inn, blant annet eiers direkte kostnader. Spørsmålet til hvilket intervall dette normalt ligger i, var det ingen klar enighet til, men hoveddelen av deltakerne mente 5-15 % av brutto leieinntekter var å forvente som nivå på eiers direkte kostnader.

Realavkastningskravet til en næringseiendom er i følge enkelte teoretikere det samme som yielden til en eiendom. For å regne seg frem til realavkastningskravet, må en lang rente legges til grunn. Her var det ingen klar tendens til hvilken rente deltakerne mener er den korrekte, annet enn at de fleste av deltakerne mente at en 10 årig rente er et korrekt utgangspunkt.

Markedet for næringseiendom blir påvirket av makroøkonomien i samfunnet og verden, dermed også yield nivået. Spørsmål 9 viste ingen klar tendens til en enighet om at de nevnte tre faktorene styrer yield.

Spørsmålene stilt i undersøkelsen i sammenheng med forskningsspørsmålet ”Hvordan regner aktørene seg frem til yield?”, viser at de fleste deltakerne vet hvordan regneformelen til netto yield ser ut. Det de ikke er enige i, er formen på data som skal inn i formelen. Feil data inn i formelen, gir ulike svar. Bruken av yield er en enkel tommelfingerregel, brukes denne

allikevel feil kan det være med på å svekke anvendeligheten og reliabiliteten til yield innen næringseiendom.

### **7.3 Konklusjon: Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom?**

Dette forskningsspørsmålet har som hensikt å finne ut om aktører innen næringseiendom, mener bruken av yield som en verdivurderingsmetode er tilfredsstillende. Yield har flere bruksområder, men et av de mest brukte er som tommelfingerregel for å regne ut verdien av en næringseiendom.

Følgende påstander var med i spørreundersøkelsen for å undersøke forskningsspørsmålet: Er bruken av yield en god måte å regne seg frem til verdien av en eiendom?

- 10. Yield er et annet ord for realavkastningskravet til en næringseiendom.
- 11. Bruk av nettokapitaliseringsmetoden gir en god verdivurdering av en kontoreiendom.
- 11. Yield er en god indikator på totalavkastningen til en eiendom.

Det var ingen klar tendens som viste om deltakerne i undersøkelsen var enig i utsagnet: Yield er et annet ord for realavkastningskravet til en næringseiendom. Yield og realavkastningskrav har samme egenskaper som avkastningskrav i teorien. Allikevel er ikke alle deltakerne i undersøkelsen enig i det.

Heller ikke utsagnet: Bruk av nettokapitaliseringsmetoden gir en god verdivurdering av en kontoreiendom, viste seg å ha noen klar tendens til å være godt likt eller ikke. Majoriteten av svarene på eller rundt nøytral til utsagnet.

Påstanden: Yield er en god indikator på totalavkastningen til en eiendom, er feil. Ved bruk av yield i en verdivurdering, deles direkteavkastningen til en eiendom på yieldkravet, for å finne verdien til eiendommen. Allikevel var svarene fordelt utover svaralternativene i spørreundersøkelsen, og kan vise at det ikke er en like dyp forståelse for yield begrepet. For å bruke yield på en korrekt måte, er det viktig å ha forståelse for hva begrepet står for, og dermed hvordan det skal brukes korrekt. Både bruken av yield innen en verdivurdering, og ikke minst for å sammenlikne prisen på eiendommen, er avhenging av riktig fremgangsmåte og forståelse av prosessen, for at validiteten til resultatet skal være høyt. Svarene til påstanden: Yield er en god indikator på totalavkastningen til en eiendom, skulle ha vist en sterk uenighet med påstanden, for å bevise at bruken av yield er en god måte å regne seg frem til verdien til en eiendom.

Ingen av påstandene som var med i undersøkelsen for å undersøke om bruken av yield er en god metode for å regne seg frem til verdien av en eiendom, hadde noen klare svar fra deltakerne. Svarene viser at deltakerne ikke mener yield er en god verdivurderingsmetode. Samtidig så er svarene fordelt utover svaralternativene, og det er ingen klar konklusjon at yield er en dårlig verdivurderingsmetode. Dette kan vise at deltakerne i undersøkelsen mener yieldmetoden er en middels god metode å bruke, noe som samsvarer med at det er en tommelfingerregel for å finne verdien til en eiendom.

#### **7.4 Konklusjon: Hva bruker aktørene yield til?**

Dette forskningsspørsmålet har som hensikt å undersøke hva aktørene innen næringseiendom bruker yield begrepet til. Yield brukes ofte som en enkel og rask måte å verdivurdere en eiendom. En annen fordel med yield er muligheten til å sammenlikne prisene på flere eiendommer, og utviklingen av markedet for næringseiendom. Følgende to påstander var med



i undersøkelsen for å observere om yield ble brukt til å sammenlikne priser på eiendommer og for å se på utviklingen av markedet for næringseiendom:

1. Ved å regne ut netto yielden på en kontoreiendom til salgs, får man et godt inntrykk hvordan eiendommen er priset i forhold til markedet for kontoreiendom.
12. Utviklingen av yield er en god indikator på utviklingen av prisen på næringseiendom.

Tilbakemeldingene til spørsmål nummer 10 i undersøkelsen var delt utover alle svaralternativene. Allikevel var det en tendens som viste at flertallet av deltakerne mente påstanden om at ved å regne ut netto yielden på en kontoreiendom til salgs, får man et godt inntrykk hvordan eiendommen er priset i forhold til markedet for kontoreiendom. Dette kan bety at aktører innen næringseiendom mener yield er en akseptabel indikator for å sammenlikne prisen til en kontoreiendom mot markedet for den type eiendom.

Tilbakemeldingene på påstanden: Utviklingen av yield er en god indikator på utviklingen av prisen på næringseiendom, var liknende for spørsmål nummer 12. som på spørsmål nummer 10. Majoriteten av deltakerne i spørreundersøkelsen var enten tilfreds eller svært tilfreds med utsagnet. Dette kan vise at yield er akseptert som en indikator for markedet for næringseiendom av aktører innen dette fagfeltet.

Konklusjonen til forskningsspørsmålet som skulle undersøke om aktørene innen næringseiendom, mente at bruken av yield for å finne verdien til en næringseiendom var en tilfredsstillende metode, viste at nettokapitaliseringsmetoden ikke er sett på som noe annet enn en tommelfingerregel. Resultatet fra forskningsspørsmålet som skulle undersøke hva aktørene bruker yieldbegrepet til, viser på den andre siden at aktører innen næringseiendom mener

yielden egner seg som en måleparameter for prising av næringseiendom i forhold til markedet, og utviklingen i markedet for kjøp og salg av næringseiendom.

### **7.5 Konklusjon: Har aktørene innen næringseiendom en sammenfallende oppfattelse av yield?**

Metoden brukt i denne oppgaven for å forske på problemstillingen: Har aktørene innen næringseiendom en sammenfallende oppfattelse av yield? er ikke gyldig til å kunne generalisere for hele populasjonen av aktører innen næringseiendom. Resultatene fra undersøkelsen kan heller oppfattes som en indikasjon om hva aktørene innen næringseiendom mener om yield.

Resultatene gitt av denne oppgaven viser at yield er et begrep aktørene innen næringseiendom har formeninger om. De viktigste funnene er som følger:

- Netto yield oppfattes som den mest brukte yielden.
- Regneformelen for netto yield er kjent, men det er ingen universell enighet hvilke form dataene i formelen skal ha.
- Bruken av yield som metode for verdivurdering er ikke akseptert som god.
- Yield egner seg godt som en indikator for å sammenlikne eiendommer med eiendomsmarkedet, og for å følge utviklingen i eiendomsmarkedet.

Undersøkelsen viser at det er en stor enighet om hvilken yield som er den korrekte å bruke, og hvordan denne skal utregnes. Det er også enighet om hvilke gode og dårlige egenskaper yield begrepet har. Samtidig så viser det seg at aktørene innen næringseiendom mangler en dypere teoretisk forståelse av begrepet yield, som kan føre til resultatene av å bruke yield, ikke blir

gode nok. Derfor er konklusjonen på problemstillingen, at aktørene innen næringseiendom ikke har en sammenfallende oppfattelse av yield.

Yield er et viktig begrep innenfor markedet for kjøp og salg av næringseiendom. Begrepet er mye i bruk, og aktørene i markedet følger utviklingen av yield. Undersøkelsen i denne oppgaven viser at aktørene innen næringseiendom har meninger om begrepet yield, men at det ikke er en unison forståelse av yield. Det kan virke som det er et behov for en felles teoretisk plattform for begrepet, noe som kan være utgangspunkt for videre forskning på yield innen næringseiendom.

## 8. Referanseliste

Brown, R. J. (2005) *PRIVATE REAL ESTATE INVESTMENT*. San Diego: Elsevier Academic Press.

Brueggeman, W. B. og Fisher, J. D. (2005) *Real Estate Finance and Investments*. 12th ed. New York: McGraw-Hill/ Irwin.

Clayton, J. og Eichholtz, P. og Geltner, D. M. og Miller, N. G. (2007) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. 2 ed. Mason: Cengage Learning.

Dalland, O. (2000) *Metode og oppgaveskriving for studenter*. 4. utgave. Oslo: Gyldendal Norske Forlag AS

Dnbnor.no (2010a)

[https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner\\_sertifikater/hva\\_er\\_nibor.html](https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner_sertifikater/hva_er_nibor.html) (Online) [Lest: 13. juni 2010]

Dnbnor.no (2010b) [https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner\\_sertifikater/hva\\_er\\_obl.html](https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner_sertifikater/hva_er_obl.html) (Online) [Lest: 11. mai 2010]

Dnbnor.no (2010c) [https://www.dnbnor.no/markets/valuta\\_og\\_renter/rentesikring/renteswap](https://www.dnbnor.no/markets/valuta_og_renter/rentesikring/renteswap) (Online) [Lest: 13. juni 2010]

Flåøyen, L. (2007) Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom. *Praktisk økonomi og finans*. 04, s. 30-37.

Gundersen, N. A. (2009) Verdsettelse av næringseiendom. *Praktisk økonomi og finans*, 02, 13-21.

Halvorsen, K. (1996) *Forskningsmetode for helse- og sosialfag*. 3. opplag. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag AS.

Hansen, J. N. og Løken, K. (2007) Regnskapsanalyse for eiendomsselskaper. *Praktisk økonomi og finans*, 02, 59-66.

Haraldsen, G. (1999) *Spørreskjemametodikk: etter kokebokmetoden*. 1. utgave. Oslo: Ad Notam Gyldendal AS.

Holme, I. M. og Solvang, B. K. (1996) *Metodevalg og metodebruk*. 3. utg. Otta: Tano Aschehoug.

<http://no.wikipedia.org/wiki/Obligasjon> (2010) (Online) [Lest: 12 juni 2010]

<http://no.wikipedia.org/wiki/Tommelfingerregel> (2008) (Online) [Lest: 24 februar 2010]

<http://www.dtz.no> (2010) (Online) [Lest: 19 april 2010]

<http://www.pangeapartners.no> (2010) (Online) [Lest: 19 april 2010]

<http://www.pareto.no/no/Pareto-Forvaltning/Informasjon/Risiko--Avkastning.aspx> (2010) (Online) [Lest: 22 februar 2010]

<http://www.questback.no> (2000) (Online) [Lest: 28 mars 2010]

Humborstad, O. B. (2009) Finansiering av næringseiendom i dagens marked. *Praktisk økonomi og finans*, 02, 58-64.

L'Orsa, J. A. (2010) *Salg* (Online) Tilgjengelig på:  
<http://fossco.biz/?finnkode=20698606&ptype=salg> [Lest: 20 februar 2010]

Revfem, J. (2009a) Entra selger i Bærum *ne.no*, November 26 2009 (Online). Tilgjengelig på:  
<http://ne.no/31808> [Lest: 28 Januar 2010].

Revfem, J. (2009b) Ingen vei utenom yelden. *Nærings Eiendom*, nr. 09, s. 68-69.

Ringdal, K. (2001) *Enhet og mangfold: samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode*. 1. utgave. Bergen: Fagbokforlaget

Sander, K. (2004) *Standardavvik og varians* (Online) Tilgjengelig på:  
<http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2636/1/Standardavvik-og-variens/Hva-er-standardavvik-og-variens-og-hvordan-beregne-disse-verdiene.html> (Online) [Lest: 22 februar 2010]

Sandøy, C.H. og Setsaas, G. (2010) Tror ikke prisene skal opp? *Finansavisen*, 7 Januar 2010, s. 28-29.

Thomson, T. V. (2007) Eiendom og finansiell strategi. *Praktisk økonomi og finans*, 03, 68-78.

Thronsen, J. F. (2008) Verdivurdering av næringseiendom sett med långivers perspektiv. *Praktisk økonomi og finans*, 02, 71-80



**MASTEROPPGAVE I STUDIEPROGRAMMET MASTER I  
EIENDOMSUTVIKLING OG FORVALTNING**

for

**Masterstudent : Fredrik Selmer**

**Fagområde** Eiendomsutvikling og forvaltning:

**Utleveringsdato:** 1. september 2008


**Innlevering:** 22. juni 2009

**Tittel** Verdivurdering av næringseiendom – Hva er den riktige prisen?

**Formål** Sammenlikne forskjellige metoder for verdivurdering av næringseiendom, og sette sammen et forslag til en fellesmodell sammensatt av forskjellige metoder.

**Følgende hovedpunkter skal behandles:**

1. Litteraturstudie over emne verdivurdering
2. Sammenlikning av metoder brukt i dag.
3. Ny metode for verdivurdering av næringseiendom.

  
.....  
(sted)

28/8 - 08  
.....  
(dato)

  
.....  
faglærer ved NTNU

  
.....  
leder for studieprogrammet





Postadresse  
Alfred Getz veg 3  
7491 Trondheim  
Telefon 73 55 02 75  
Telefax 73 59 50 94

**MASTEROPPGAVE**  
2008/2009  
for

Fredrik Selmer

**Verdivurdering av næringseiendom – Hva er den riktige prisen?**

**Valuation of commercial real estate – Finding the right price**

**Bakgrunn**

Verdivurdering blir brukt daglig innen mange fagområder. Fra å sette riktig pris på et produkt i en butikk, til å verdivurdere et firma på Oslo børs. Verdivurdering gjøres også ofte på næringseiendom. Det er mange metoder å velge mellom, fra de helt enkle, til avanserte modeller behov for en stor mengde data for å komme frem til et verdianslag.

Min masteroppgave vil omhandle emnet verdivurdering av næringseiendom. Målet er å komme frem til en enkel og god metode for å verdivurdere eiendom. For å få til dette vil jeg sammenlikne flere metoder som i dag er i bruk av forskjellige firmaer som er aktive innen næringseiendom. Jeg vil sammenlikne deres metoder, og forsøke å forbedre metodene brukt.

**Oppgave**

- Målsetning
- Forskningsspørsmål/hypoteser
- Oppgaven kan bygges opp gjennom følgende deloppgaver :
  1. Litteraturstudie (teori/rammeverk for tema)
  2. Drøfting og valg av forskningsstrategi og metode
  3. Annen innhentet bakgrunnsinformasjon
  4. Forskningsaktiviteter, innhenting av empiri: Undersøkelse og sammenlikning av forskjellige organisasjoners verktøy for verdivurdering av næringseiendom.
  5. Drøfting av problemstilling / forskningsspørsmål / hypoteser opp mot funn avdekket i empiri
  6. Evt. utviklingsaktiviteter
  7. Evt. testing av utviklet verktøy
  8. Konklusjoner, evt. forslag for videre arbeid

## Generelt om oppgaveinnhold og presentasjon

Oppgaveteksten er ment som en ramme for kandidatens arbeid. Justeringer vil kunne skje underveis. Eventuelle justeringer må skje i samråd med veileder og faglærer ved instituttet (samt med ekstern samarbeidspartner der dette er aktuelt).

Ved bedømmelsen legges det vekt på grundighet i bearbeidningen og selvstendighet i vurderinger og konklusjoner, samt at framstillingen er velredigert, klar, entydig og ryddig uten å være unødig voluminøs.

Besvarelsen skal inneholde

- standard rapportforside  
<http://www.ntnu.no/info/selvhjelp/ppt-dokmaler/Masteroppgave/>
- oppgaveteksten (signert)
- sammendrag, innholdsfortegnelse inkl. oversikt over vedlegg og bilag
- hovedteksten
- referanser til kildemateriale som ikke er av generell karakter, dette gjelder også for muntlig informasjon og opplysninger
- besvarelsen skal ha komplett paginering
- anbefalt sideantall for masteroppgaven er 80 sider, pluss/minus 20 sider

*Se for øvrig "Retningslinjer for utføring av masteroppgave ved erfaringsbasert master i eiendomsutvikling og forvaltning".*

### Hva skal innleveres?

- 4 innbundne kopier
- Eventuelt: X avtalt tilleggs kopier for formidling til ekstern samarbeidspartner (dekket av instituttet eller ekstern partner)
- Besvarelse og underliggende materiell i digital form (pdf-format)
- En kortfattet (tilsv. 1-2 A4-sider inkl. evt. illustrasjoner) populærvitenskapelig oppsummering av arbeidet, beregnet for publisering på Internet. Oppsummeringen bør redegjøre for hensikten med arbeidet og for gjennomføringen og de vesentligste resultater og konklusjoner av arbeidet.

*Adresse for innlevering: Informasjon vil bli tilsendt.*

Den innleverte masteroppgaven med bilag kan av NTNU fritt benyttes til undervisnings- og forskningsformål. Ved bruk ut over dette, som utgivelse og annen økonomisk utnyttelse, må det inngås særskilt avtale mellom NTNU og kandidaten.

**(Evt) Avtaler om ekstern veiledning, gjennomføring utenfor NTNU, økonomisk støtte m.v.** Beskrives her når dette er aktuelt.



## HMS

NTNU legger stor vekt på sikkerheten til den enkelte arbeidstaker og student. Den enkeltes sikkerhet skal komme i første rekke og ingen skal ta unødige sjanser for å få gjennomført arbeidet. Dersom studenten i arbeidet med masteroppgaven skal delta i feltarbeid, tokt, befaring, feltkurs eller ekskursionsjoner, skal studenten sette seg inn i "Retningslinje HMS ved feltarbeid m.m.", se <http://www.ivt.ntnu.no/adm/hms/> (HMS ved IVT).

Studenter har ikke full forsikringsdekning gjennom sitt forhold til NTNU. Dersom du som student ønsker samme forsikringsdekning som tilsatte ved universitetet, anbefales det at du tegner reiseforsikring og personskadeforsikring. Mer om forsikringsordninger for studenter: <http://www.ntnu.no/studieinformasjon/serving/forsikring.html>

### Oppstart og innleveringsfrist:

Arbeidet med oppgaven starter 1. september 2008

Besvarelsen, som beskrevet ovenfor, skal leveres innen <sup>22.</sup>15. juni 2009.

Ansvarlig faglærer ved instituttet: Kjell Banken

Øvrig(e) veileder(e) hos ekstern(e) samarbeidspartner(e): NN

Trondheim, den ... <sup>28/8-08</sup>

~~Svein~~ Blakstad

NN

Faglærer

Institutt for

<sup>Kjell Banken</sup>  
<sup>byggekunst, restaurering & formgivning</sup>

## Spørreundersøkelse yield. Fredrik Selmer.

Din identitet vil holdes skjult

Les om [retningslinjer for personvern](#). (Åpnes i nytt vindu)

---

### 1) Hvilken yield syntes du er mest relevant å bruke, når du bruker yield til å regne ut verdien til en kontoreiendom?

- Markeds yield
- Brutto yield
- Netto yield
- Prime yield
- Vet ikke

---

### 2) Hvilken yield mener du følgende utsagn sikter til? "Eiendommen ble solgt til 7,2 %".

- Markeds yield
- Brutto yield
- Netto yield
- Prime yield
- Vet ikke

---

### 3) Hvilken yield mener du er den mest relevante å bruke for å sammenlikne prisen på to eiendommer?

- Markeds yield
- Brutto yield
- Netto yield
- Prime yield
- Vet ikke



---

### 4) Hvilken regneformel er mest korrekt for å regne ut netto yield?

- $(\text{Markedsleie} - \text{eiers direkte eiendomskostnader}) / \text{eiendommens antatte verdi}$
  - $\text{Bruttogleie} / \text{eiendommens antatte verdi}$
  - $(\text{Bruttogleie} - \text{eiers direkte eiendomskostnader}) / \text{eiendommens antatte verdi}$
  - Vet ikke
-

**5) I hvilket intervall mener du eiers direkte eiendomskostnader normalt ligger i forhold til brutto leieinntekter?**

- 0 - 5 %
- 5 - 10 %
- 10 - 15 %
- 15 - 20 %
- Høyere
- Vet ikke

---

**6) Hvilken rente er den mest korrekte å legge til grunn for å regne seg frem til realavkastningskravet for næringseiendom?**

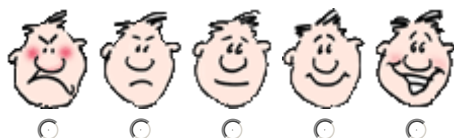
- 10 års statsobligasjonsrente
- 5 års swap rente
- 3 måneders nibor
- 10 års swap rente
- Vet ikke



---

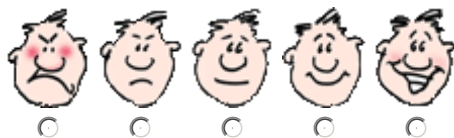
Hvor enig er du i følgende utsagn?

**7) Yield er et annet ord for realavkastningskravet til en næringseiendom.**



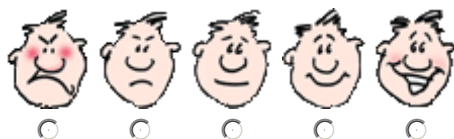
---

**8) Bruk av nettokapitaliseringsmetoden gir en god verdivurdering av en kontoreiendom.**

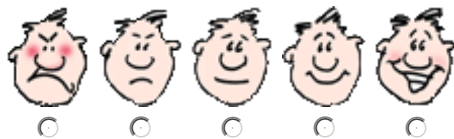


---

**9) Yield er styrt av tre faktorer: 1. Substituttprinsippet (oppportunity cost of capital). 2. Forventning til vekst 3. Risiko.**

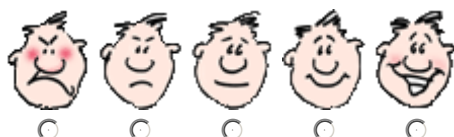


**10) Ved å regne ut netto yielden på en kontoreiendom til salgs, får man et godt inntrykk om hvordan eiendommen er priset i forhold til markedet for kontoreiendom.**



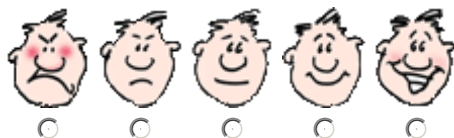
---

**11) Yield er en god indikator på totalavkastningen til en eiendom.**



---

**12) Utviklingen av yield er en god indikator på utviklingen av prisen på næringseiendom.**



---

© Copyright www.questback.com. All Rights Reserved.

ISBN 00-0000-000-0