



GÖTEBORGS UNIVERSITET HANDELSHÖGSKOLAN

Kapitalstrukturens utveckling i svenska fastighetsbolag

*En beskrivande analys av utvecklingen av kapitalstrukturen hos 20 svenska börsnoterade
fastighetsbolag.*

Kandidatuppsats i Industriell och finansiell ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet höstterminen 2023

Handledare: Ove Krafft

Författare: *Födelsedatum:*

Axel Andersson - 20021021

Fredrik Pousette - 20000523

Victor Isaksson - 20001101

Abstract

This quantitative study aims to describe the development of the capital structure within Swedish real estate companies that are listed on the stock exchange. The study consists of 20 companies who each have been individually analyzed over the years 2006 to 2022 and grouped based on similar developments. The empirics of the study is based on the debt to equity ratio and is compared to the fluctuations of the Swedish interest rate set by Riksbanken as a reference for the cost of capital. The purpose is to further clarify and describe the development of the capital structure within Swedish real estate companies. The changes are analyzed and compared with the Trade Off- and Pecking Order-theory. The results of the study shows that 18 of the 20 companies seem to stabilize around the debt to equity ratio of 100% on average regardless of the initial debt to equity ratio, indicating the possible use of a target according to the Trade Off-theory. The Pecking Order-theory is applicable to describe certain developments but not as well as the Trade Off-theory. Another possible explanation of the development is the effect of past crises which can have impacted the risk preferences of the companies.

Sammanfattning

Denna kvantitativa studie syftar till att beskriva utvecklingen av kapitalstrukturen inom svenska börsnoterade fastighetsbolag. Studien omfattar 20 företag som var och en har analyserats individuellt under åren 2006 till 2022 och grupperats baserat på liknande utvecklingar. Studiens empiri baseras på utvecklingen av skuldsättningsgrad och jämförs med förändringar i svenska styrräntan fastställda av Riksbanken som referens för kapitalkostnad. Syftet är att ytterligare klargöra och beskriva utvecklingen av kapitalstrukturen hos svenska fastighetsbolag. Förändringarna analyseras och jämförs med Trade Off- och Pecking Order-teorin. Resultaten av studien visar att 18 av de 20 företagen stabiliseras runt en skuldsättningsgrad på 100% i genomsnitt oavsett initial skuldsättningsgrad, vilket kan tyda på användning av en optimal nivå enligt Trade Off-teorin. Pecking Order-teorin går att applicera på delar av utvecklingen men inte i lika stor utsträckning som Trade Off-teorin. En ytterligare aspekt som har kunnat förklara utvecklingen är tidigare krisers påverkan på företagens riskpreferenser i samband med skuld.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.1.1 Fastighetsmarknaden.....	1
1.1.2 90-talskrisen.....	4
1.1.3 Finanskrisen 2008.....	5
1.2 Problemanalys.....	6
1.2.1 Den svenska fastighetsmarknaden.....	6
1.2.2 Styrräntan & kriser.....	7
1.2.3 Framtida relevans.....	8
1.2.4 Fastighetsprisutveckling.....	8
1.3 Syfte.....	10
1.3.1 Frågeställningar.....	10
1.4 Avgränsningar.....	10
2. Teori.....	11
2.1 Kapitalstruktur och Styrräntan.....	11
2.2 Modigliani och Millers propositioner.....	12
2.3 Trade Off-teorin.....	12
2.4 Pecking Order-teorin.....	13
2.5 Teoridiskussion.....	14
3. Metod.....	17
3.1 Val av Metod.....	17
3.2 Insamlingsverktyg.....	17
3.3 Variabler.....	18
3.4 Urvalsgrupp.....	18
3.5 Datainsamling.....	20
3.6 Metoddiskussion.....	21
4. Resultat.....	23
4.1 Utvecklingen av kapitalstruktur i empirin.....	23
4.1.1 Outliers.....	27
5. Analys.....	29
5.1 Trade Off-teorin.....	29
5.1.1 Outliers.....	30
5.2 Pecking Order-teorin.....	32
5.2.1. Outliers.....	33
5.3 Påverkan av tidigare kriser.....	33
5.3.1. Outliers.....	34
6. Slutsats.....	36
7. Förslag till vidare forskning.....	37
Källförteckning.....	38

Figur- och Tabellförteckning

Figur 1: Utlåning till fastighetsbolag och andel av utlåningen till icke-finansiella bolag.....	2
Figur 2: Emitterade företagsobligationer och andel av räntebärande skuld.....	3
Figur 3: Styrräntans utveckling sedan 1999.....	4
Figur 4: Fastighetsprisindex (1981-2022).....	9
Tabell 1: Lista urvalsgrupp.....	19
Figur 5: Utvecklingen av styrräntan och skuldsättningsgraden för urvalsgruppen (2006-2022).....	23
Figur 6: Utvecklingen av styrräntan och majoriteten av urvalsgruppen med liknande skuldsättningsgrad (2006-2022).....	25
Tabell 2: Tabell över skuldsättningsgraden sista fem åren i perioden.....	26
Figur 7: Utvecklingen av styrräntan och skuldsättningsgrad av resterande fem företag ur urvalsgruppen. (2006-2022).....	27

Ordlista

EBITDA - Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Vilket på svenska motsvarar: resultat före ränteintäkter och räntekostnader, skatter, avskrivningar på materiella- och immateriella tillgångar.

Kapitalkostnad - Representerar ett avkastningskrav som omfattas av kostnaden för finansiering genom skuld och/eller eget kapital

Kapitalstruktur - Avser hur strukturen av företagets finansiering är uppbyggd, sedd till relationen mellan eget kapital och skuld

Långfristiga skulder - Inkluderar: checkräkningskredit, banklån, obligationer och kontokrediter.

Skuldsättningsgrad - Ett nyckeltal för att beräkna relationen mellan eget kapital och skuld i ett företag. *Långfristiga Skulder/Eget kapital*

Stabilisering av kapitalstruktur - Innebär att kapitalstrukturen utvecklas mindre volatilt relativt sett till det enskilda företagets historiska utveckling. .

Styrränta - Räntan som styr till vilka räntor bankerna kan låna och placera pengar i Riksbanken. I texten refererad till som "ränta" eller "räntan".

Räntetäckningsgrad - Ett mått på företagets förmåga att betala ränta på sina utestående skulder. *(Rörelseresultat + Finansiella intäkter)/Finansiella kostnader*

1. Inledning

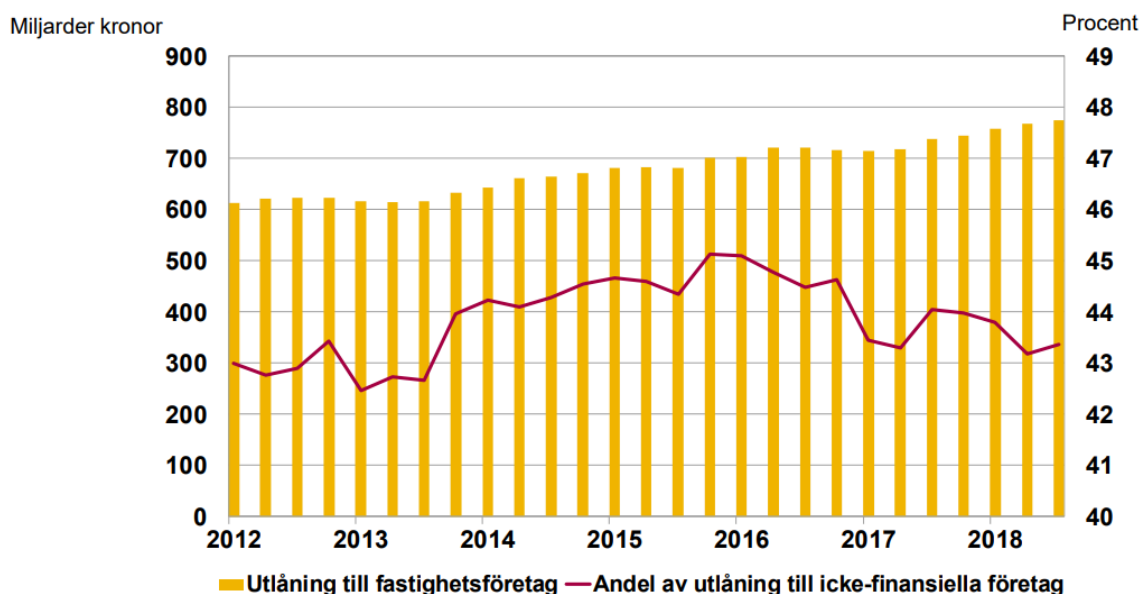
I det inledande kapitlet presenteras först en bakgrund till problemområdet där den höga skuldsättningsgraden inom fastighetsbranschen och dess risker lyfts. Därefter problematiseras området med bakgrund till kriser, styrräntan och framtida relevans av studien vars syfte specificeras med två frågeställningar.

1.1 Bakgrund

1.1.1 Fastighetsmarknaden

Den svenska fastighetsmarknaden omsatte 55 miljarder år 2021 (SCB:s branschnyckeltal, 2023) och utgör den största gruppen av ickefinansiella låntagare av banker (Kvist, 2019). Under en period med låga räntor på cirka tio år har belåningen ökat och därmed exponeringen mot räntan för fastighetsbolag (Thedéen, 2022). Med nutidens relativt höga räntor har företagen ställts inför högre räntekostnader och en avtagande tillväxt i ekonomin. I denna studie beskrivs utvecklingen av kapitalstrukturen i svenska börsnoterade fastighetsbolag i en snabbt förändrande marknad.

Den svenska fastighetsbranschen är en stor del av ekonomin och definieras som företag som äger eller förvaltar en fastighet, vilket även inkluderar fastighetsutveckling. Inom fastighetsbranschen finns många olika typer av företag som specialiserar sig på olika områden, såsom kommersiella fastigheter där huvudsakliga intäkterna är hyresintäkter. Fastighetsbranschen har länge karaktäriserats som en bransch med hög skuldsättningsgrad där banklån utgör den största delen av lånen (Kvist, 2019). Lån till fastighetsbolag uppgår till nära hälften av de svenska bankernas utlåning till ickefinansiella företag (se figur 1).



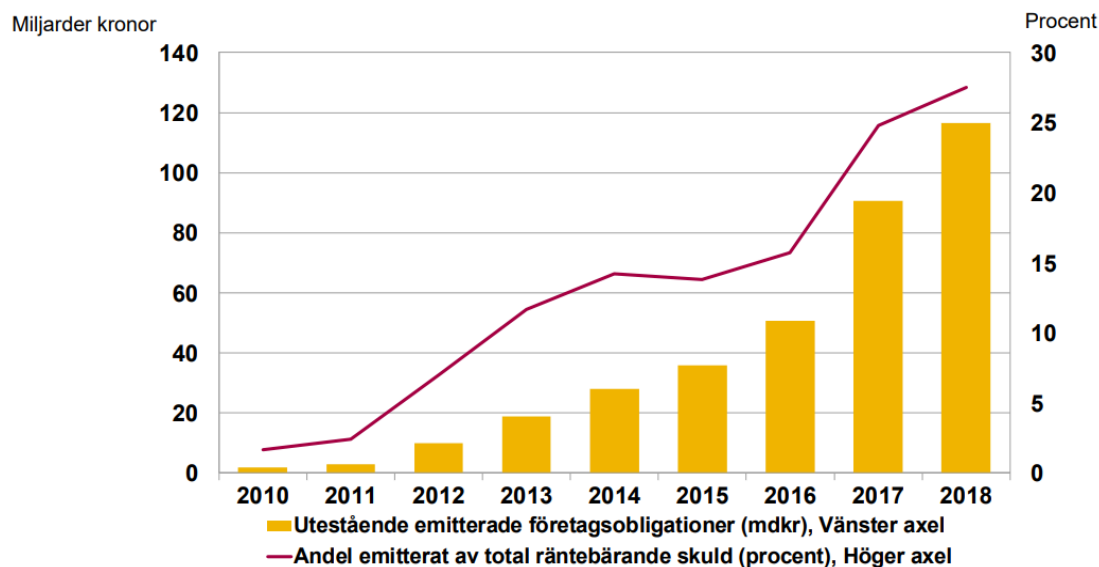
Figur 1: Utlåning till fastighetsbolag och andel av utlåning till ickefinansiella bolag.

Källa: Kvist (2019)

Inom fastighetsbranschen har räntetäckningsgraden ökat under de senaste tio åren (Kvist, 2019), vilket tyder på en ökad lönsamhet. Den ökade lönsamheten möjliggör för företagen att, i större utsträckning, finansiera kapital med hjälp av lån. Kostnaden av lånen är räntan, som kan gå upp eller ner beroende på marknaden. Fastighetsbolagens höga skuldsättningsgrad innebär att de utsätts för en ökad risk på grund av deras exponering mot ränteförändringar. Vid en ränteuppgång kan företagen få sämre tillgång till lån samt ökade finansieringskostnader vilket kan tvinga företagen till stora nedskrivningar av fastigheter och tvångsförsäljning (Riksbanken, 2022). Ett skydd som fastighetsbolag har mot variabilitet på räntemarknaden är att kontraktera fast ränta på sina lån. Detta skapar en trygghet för bolaget då stora ränteskillnader på marknaden kan innebära en stor ökning i räntekostnader. Det resulterar även i att företagen inte har samma möjlighet att utnyttja perioder med låga räntor. I dessa situationer kan företag istället använda sig av obligationsmarknaden. Genom att emittera företagsobligationer kan företaget få tillgång till lägre kostnader för kapital som sätts av marknaden (Thedén, 2022).

Det utökade utbudet av kapital resulterar i att belåningen överstiger hur mycket ett företag får låna av en bank. Under de senaste tio åren med låga räntor har marknadsfinansiering genom emittering av företagsobligationer ökat (se figur 2), vilket resulterar i andra typer av risker,

bland annat refinansieringsrisk. Detta innebär att ett företag ersätter ett nuvarande lån med ett annat (Thedéen, 2022).

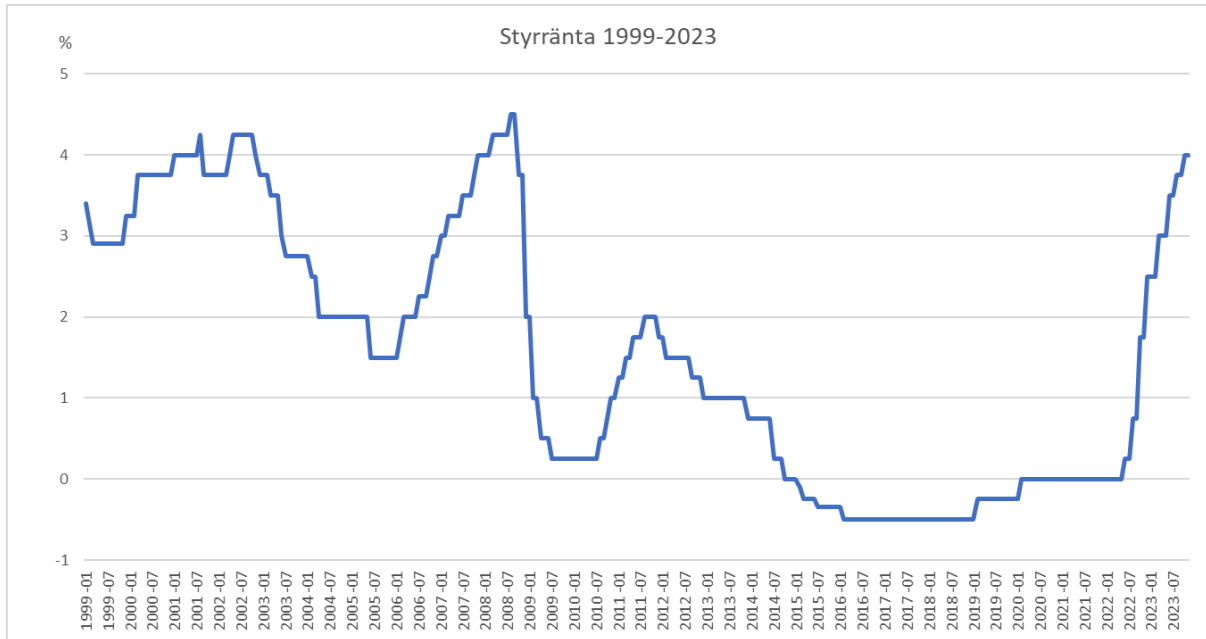


Figur 2: Emitterade företagsobligationer och andel av räntebärande skuld.

Källa: (Kvist, 2019)

En viktigt aspekt avseende företags räntekostnader är att de minskar de beskattningsbara resultatet, och kan i viss utsträckning således minska skattekostnaden. Det finns skatterättsliga regler som reglerar hur mycket ett företags räntekostnader får minska det beskattningsbara resultatet. Medelstora och stora bolag, med större räntekostnader och större resultat, tillämpar huvudregeln. Huvudregeln innebär att företaget får göra ett maximalt avdrag av räntekostnader på det beskattningsbara resultatet av 30% av EBITDA (PWC, 2020).

Vilka räntor som bankerna sätter på lån och sparkonton styrs av bankernas in- och utlåningsräntor, som i sin tur bestäms av styrräntan som Riksbanken sätter (Riksbanken, 2023). Således är det Riksbanken som genom styrräntan styr hur företags räntekostnader utvecklas. En höjning av styrräntan leder till att skulder blir dyrare vilket är något som företagen behöver ta i beaktning i valet av fördelningen mellan skulder och eget kapital. Det vill säga i valet av kapitalstruktur. År 1999 blev Sveriges Riksbank, genom en grundlagsändring, mer oberoende från riksdag och regering (Riksdagen, u.å). Därefter har styrräntan både gått upp och ned för att idag ligga på 4% (se figur 3).



Figur 3: Styrräntans utveckling sedan 1999.

Källa: Riksbanken (2023)

1.1.2 90-talskrisen

År 1985 slopades bankernas utlåningstak, vilket medförde att bankerna kunde öka sin utlåning vilket frigjorde stora mängder kapital. År 1989 slopades också valutaregleringen vilket betydde att pengar nu kunde flyta fritt över landets gränser. Avregleringarna är en del av bakgrunden till den bank-, finans- och fastighetskris som rådde på 90-talet (Larsson & Lönnborg, 2014).

Bankerna fick till följd av avregleringarna år 1985 minskade säkerhetskrav, vilket innebar att bankerna kunde låna ut mer pengar i förhållande till tillgångarnas värde. Bankerna började låna ut större mängder kapital till företag, finansinstitut och vanliga hushåll. Lånen, i förhållande till fastigheternas värde, ökade från 75 % till 85-90 % av köpesumman. Kommersiella fastigheter kunde belånas upp till hela 100 % av priset. Värdet på tillgångar såsom fastigheter hade ökat starkt under en tid och många finansbolag etablerades. De lånade från bankerna för att sedan investera i bland annat fastigheter (Finanshistoria, u.å.).

I oktober 1990 ställde finans- och fastighetsbolaget Nyckeln in sina betalningar. Nyckeln hade investerat kraftigt i kommersiella fastigheter och finansierat detta genom lån från banker

som såg sin chans att ta del av fastighetsmarknadens uppgångar. Den fastighetsbubbla som blåsts upp spräcktes nu och kommersiella fastigheters värde föll dramatiskt. Likt Nyckeln hamnade många andra företag i finansiella svårigheter. Under krisen mellan år 1991 till 1993, gick upp emot 2000 fastighetsbolag i konkurs och cirka 200 finansbolag i konkurs till följd av sina investeringar i fastigheter och aktier (Finanshistoria, u.å).

1.1.3 Finanskrisen 2008

Finanskrisen 2008 var den största finansiella krisen i världsekonomin sedan den stora depressionen på 1930-talet. Krisen har sin grund i USA och resulterade i att en av USAs största investeringsbanker, Lehman Brothers, gick i konkurs hösten år 2008. Detta resulterade i en djup internationell nedgång med kraftigt stigande arbetslöshet. Orsaken till krisen hade flera grunder såsom finansiella avregleringar. (Nationalencyklopedin, 2023)

Under 1990-talet avreglerades den amerikanska finansmarknaden vilket möjliggjorde att bankerna kunde slå samman ett stort antal bostadslån till ett paket. Paketet såldes sedan till andra särskilda företag som officiellt var fristående men primärt ägdes av banker. Företagen som köpte dessa paket finansierade det genom att ge ut nya värdepapper som såldes till bland annat fonder och försäkringsföretag, men även andra sparare runt om i världen. Detta innebar att riskerna flyttades från bankerna till köparna av värdepapper, vilket ledde till att intresset för att övervaka låntagarna och att göra kreditbedömningar minskade. Under samma period blev det även lättare för låginkomsttagare att låna utan att behöva ha en bra kreditvärdighet vilket ytterligare bidrog till problemet med en snabbt växande utlåning och kraftigt stigande kreditrisker. (Nationalencyklopedin, 2023)

Krisen fick en snabb spridning till resten av världen. De länder som drabbades särskilt svårt var de som hade upplevt en snabb kreditgivning och stigande fastighetspriser. Den svenska ekonomin klarade sig relativt väl men de svenska bankerna var i behov av stöd från Riksbanken vid krisens höjd. Bankerna fick svårt att finansiera sig på de internationella marknaderna vilket ledde till att Riksbanken försåg bankerna med nödkrediter i kronor och amerikanska dollar för att minska risken för bankkonkurs. Den svenska ekonomin drabbades hårt av den globala lågkonjunkturen men fick en snabb återhämtning. Efter krisen steg sysselsättningen och exporten liksom skulder och fastighetspriser. (Nationalencyklopedin, 2023)

1.2 Problemanalys

1.2.1 Den svenska fastighetsmarknaden

Svenska fastighetsbolag har utgjort en särskilt utsatt bransch till följd av nutidens relativt sett höga räntenivåer och det försvagade konjunkturläget. Detta härstammar huvudsakligen från den höga skuldsättningsgraden som karakteriserar branschen. De höga räntorna påverkar fastighetsbolagens lönsamhet negativt och förväntas resultera i nedskrivningar av fastighetsvärden, vilket i sin tur resulterar i högre skuldsättningsgrader. Samtidigt möter många fastighetsbolag utmaningar när det gäller att refinansiera sina skulder, vilket delvis kan förklaras av investerarens minskade riskaptit. Detta gäller särskilt för obligationer, som utgör en central roll för många av fastighetsbolagen. Denna utveckling har medfört att en stor del av fastighetsbolagen strävar efter att justera sin skuldsättningsgrad. En åtgärd som är nödvändig men som kan upplevas utmanande med tanke på det rådande pressade klimatet (Finansinspektionen, 2022).

Svenska fastighetsbolag möter i stor utsträckning samma utmaningar under liknande förutsättningar. Dessa förutsättningar och utmaningar kan, trots samma bransch, skilja sig mycket mellan länder. Skillnader mellan länder i regelverk för kapitalstruktur och bokföring, även skillnader i makroekonomiska förhållanden skapar olika förutsättningar och utmaningar för fastighetsbolag i olika länder. Skillnaderna i regelverk mellan länder har betydande effekter i företags möjligheter till lånefinansiering där stater kan reglera olika skuldtak eller avstå helt från att begränsa lån till redan skuldsatta företag. Även skillnader i regleringen av bokföring påverkar hur företags tillgångar värderas och skrivs av, vilket påverkar möjligheten att jämföra företag som agerar i olika länder. De makroekonomiska förhållandena och hantering av makroekonomiska osäkerheter kan skilja sig mycket mellan länder, vilket innebär att länder och företag påverkas i olika utsträckning, vilket kan ytterligare försvåra möjligheten till att jämföra företag i olika länder.

Urvalet av företag består av 20 svenska börsnoterade fastighetsbolag, där ett fastighetsbolag definieras som företag som äger, förvaltar eller utvecklar fastigheter. På grund av att de flesta fastighetsbolag inte specialiserar sig på endast en del inkluderar urvalet samtliga typer av fastighetsbolag. För att försäkra jämförbarhet mellan företagen har endast börsnoterade företag inkluderats. Detta på grund av de krav som samtliga företag som är noterade på

börsen möter inom rapportering av finansiell data samt tillgängligheten av denna datan. Vidare inkluderas endast medelstora och stora företag för att försäkra validitet och generaliserbarhet i resultatet. Klassificeringen av storlek på företag utgår från Europeiska kommissionens direktiv utifrån antalet anställda av företaget. Ett företag med totalt antal anställda mellan 50 och 250 klassas som medelstort, och företag där antal anställda över 250 klassas som stort (Europeiska kommissionen, 2003). Företagen i urvalet utgörs av 20 av totalt 94 svenska börsnoterade fastighetsbolag som listas i Avanzas (2023) aktielista som infaller inom uppsatsens avgränsningar.

1.2.2 Styrräntan & kriser

Efter en längre tid i ett ekonomiskt stabilt läge och ett drygt decennium med en styrränta på eller strax under noll procent har nu Riksbanken på cirka ett och ett halvt års tid höjt styrräntan från noll till fyra procent (Riksbanken, 2023).

Fastighetskrisen på 90-talet och finanskrisen 2008 visar på vikten av att ha en hanterbar skuldsättningsgrad. Under 90-talskrisen var många av fastighetsbolagen, näst intill, fullt finansierade av lån (Finanshistoria, u.å). Det möjliggjordes till följd av lättnader på kreditmarknaden som genomfördes på 80-talet och förverkligades i kombination med tron på en fortsatt uppgång av fastighetspriserna (Larsson & Lönnborg, 2014). Problemet uppkom när värdet på fastigheter istället kom att falla. Likt 90-talskrisen började finanskrisen 2008 med avregleringar och utökade möjligheter för att ge ut krediter. Höga skulder med kombination av stigande fastighetspriser resulterade till slut i att de höga lånen inte kunde betalas och att flera banker gick i konkurs (Nationalencyklopedin, 2023). På senare tid har vi istället befunnit oss i en längre period med ränta på noll procent eller strax under (Riksbanken 2023). Det har gjort att det under denna period blivit lättare för privatpersoner och företag att belåna sig eftersom kostnaderna för detta varit låga. Dessa lån blir nu, i och med Riksbankens hastiga räntehöjning, plötsligt mycket dyrare. Det är en situation som på många sätt går att likna vid omständigheterna som rådde på 90-talet (Dagens Industri, 2022). Likväl går det att koppla de höga skulderna och stigande fastighetspriserna till finanskrisen 2008. Att säga att vi är på väg in i en ny liknande kris är nog att dra förhastade slutsatser, men det är sannolikt inte helt irrelevant att anta att faktorer som spelat roll under tidigare kriser också kan komma att påverka branschen idag.

För att beskriva förändringar i företagens kapitalstruktur har data från 2006 till 2022 inkluderats. Detta innebär att både styrräntans och kapitalstrukturens utveckling fångas inom tidsramen. Anledningen till att datainsamlingen begränsas från 2006 är att data från tidigare perioder inte är lika tillgänglig då många av företagen i urvalet inte fanns eller var börsnoterade vid denna tid. Tidsperioden tillåter dock förändringar över tillräckligt lång tid att analyseras, då bland annat 2008 krisens effekter inkluderas.

1.2.3. Framtida relevans

Förutsättningarna förändras nu för fastighetsbolagen, som under nästan ett decennium frodats i en gynnsam miljö med en ränta på noll eller strax under noll procent (Thedéen, 2022). Det är därför av intresse att se hur bra dessa högt skuldsatta företag kan hantera stigande räntor och ett omvärldsläge i förändring. Både utifrån fastighetsbolagens egna perspektiv men också för bankerna och samhället i stort.

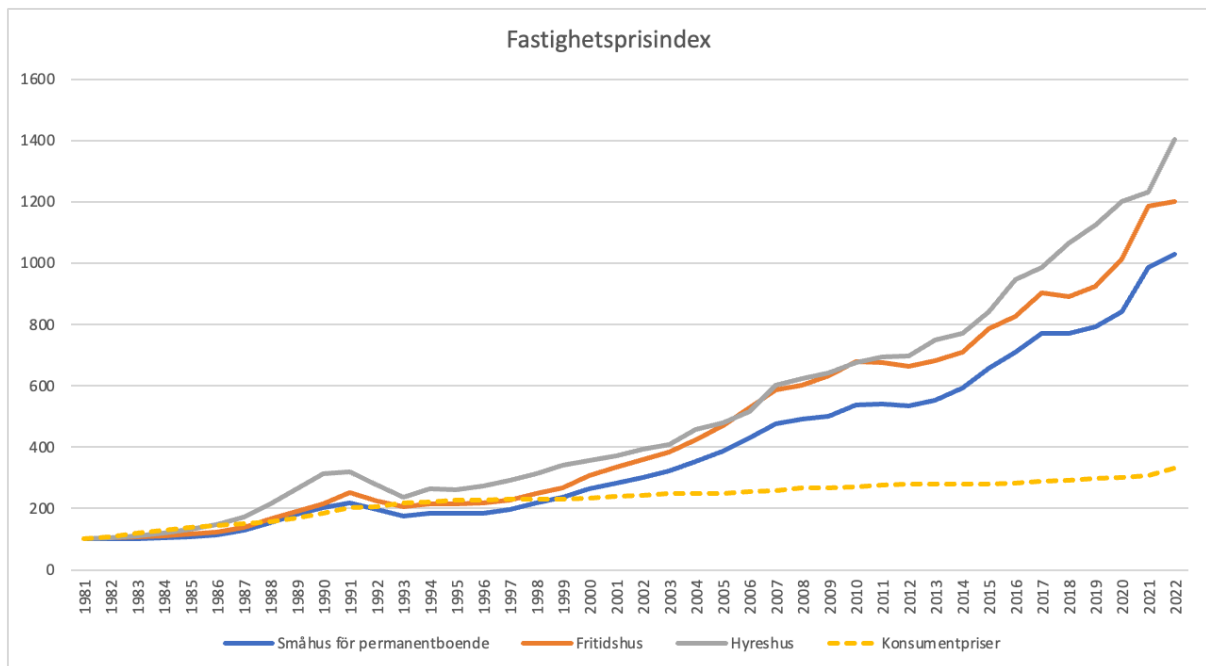
Stigande räntor leder till direkt ökade finansieringskostnader för fastighetsbolagen samtidigt som de riskerar att mötas av ett allt sämre utbud på lån vilket kan riskera att tvinga dem mot nedskrivningar av fastigheter och tvångsförsäljning (Riksbanken 2022). För att undvika ett sådant scenario är det av stort intresse för fastighetsbolag att uppnå en hanterbar kapitalstruktur. Att undersöka hur fastighetsbolagen hanterat sin kapitalstruktur vid räntefluktuationer kan således ge insikter dels i hur man valt att hantera risker förknippat med skuld.

Riksbanken (2022) visar att fastighetsbolagens lån har vuxit från drygt 1 300 miljarder år 2012 till 2 300 miljarder år 2021, samtidigt som fastighetsbolagen står för 43% av utlåningen hos banker och 42% av lånen till företag på kapitalmarknaden. Detta visar på att fastighetsbolagens förmåga att hantera de osäkra makroekonomiska förhållandena och de förhöjda räntenivåerna har stor betydelse även för banker, finansiella institutioner och samhället i stort.

1.2.4 Fastighetsprisutveckling

Fastighetspriserna har ökat stadigt under modern tid och utgör den huvudsakliga tillgången för fastighetsbolagen. Detta resulterar i att fastighetsbolagen påverkas drastiskt av prisförändringar och kan skriva upp eller ner värdet på deras tillgångar vilket påverkar hur

mycket de kan låna. Företagen kan hålla en konstant skuldsättningsgrad samtidigt som skulderna ökar. I figur 4 nedan visas fastighetsprisindex från SCB. Figuren visar på hur priserna har utvecklats under åren 1981 till 2022. Det syns tydligt i figuren hur priserna på fastigheter har haft en stadig ökning vilket ger en förklaring till hur fastighetsbolag har kunnat öka sina lån samtidigt som skuldsättningsgraden inte påverkats lika drastiskt.



Figur 4: Årsvärden, Index 1981=100, för jämförelse presenteras även konsumentprisutvecklingen.

Källa: SCB (2023)

En ökning i priset på tillgångar ökar möjligheterna för att konstant kunna öka sina lån. Detta resulterar i att fastighetsbolag får möjligheten att öka sin skuld utan en påverkan på skuldsättningsgraden. Vid en eventuell förändring i fastighetsprisutvecklingen kan detta innebära en stor risk. Om fastigheter övervärderas och det sedan sker en korrigerings på marknaden kan skuldsättningsgraden öka kraftigt på kort tid. För att tydligt beskriva utvecklingen av kapitalstrukturen i empirin finns ett flertal variabler som kan användas. Valet av att förklara utvecklingen med skuldsättningsgraden har utförts på grund av att förändringarna blir tydligare och att relationen mellan skulder och eget kapital blir lättare att förstå när endast eget kapital finns i nämnaren. I variabeln soliditet divideras istället eget kapital med totalt kapital vilket också ger en tydlig bild om hur kapitalstrukturen utvecklas

men i denna studie har skuldsättningsgraden istället valts för att förtydliga eventuella förändringar.

1.3 Syfte

Syftet med detta arbete är att beskriva hur kapitalstrukturen har utvecklats över tid i svenska börsnoterade fastighetsbolag och analysera utvecklingen utifrån ekonomiska teorier i ljuset av styrräntan. För att besvara syftet formuleras följande frågeställningar.

1.3.1 Frågeställningar

- Hur har kapitalstrukturen i svenska börsnoterade fastighetsbolags utvecklats över tid?
- Skiljer sig utvecklingen av kapitalstrukturen mellan företagen och isåfall hur skiljer sig utvecklingen?

1.4 Avgränsningar

Studien innefattar endast företag som uppfyller kraven nedan.

- Svenska fastighetsbolag som är noterade på Nasdaq Stockholm.
- Företagen klassificeras som Medelstora eller Stora företag, med antal anställda i företaget över 50.
- Datatillgänglighet från år 2006 till 2022, med undantag för att tillåta en bredare analys, där data på bokfört värde av eget kapital, skulder och tillgångar finns tillgängligt under hela tidsperioden.

2. Teori

Teorikapitlet behandlar de teorier som senare analys kommer utgå ifrån. Analysen kommer huvudsakligen ske utifrån "Trade Off-teorin" och "Pecking Order-teorin". Ytterligare lyfts teori av Modigliani och Miller och även tidigare forskning om Kapitalstruktur och Ränta för att ge en bredare förståelse av ämnet.

2.1 Kapitalstruktur och Styrräntan

Räntan och räntenivåerna utgör en central del i teorier inom kapitalstruktur, då kostnaden för finansiering genom skuld påverkas av räntenivån, vilket i sin tur påverkar finansieringsbeslut. Trots den enighet som råder mellan teorier gällande att räntan har en påverkan på kapitalstruktur är forskningen delad. Både sett till hur den påverkar och om den påverkar.

Bland forskningen som visar att styrräntan inte påverkar kapitalstrukturen finns Karpavičius och Yus artikel från 2017. Karpavičius och Yu (2017) visar på att företag inte anpassar sin kapitalstruktur baserat på räntenivåer. Den svaga negativa korrelationen mellan ränta och skuldsättningsgrad förklarar de genom de höga justeringskostnaderna förknippade med hög skuldsättning. Detta innebär att styrräntan inte påverkar kapitalstrukturen då kostnaderna förknippade med att göra förändringar i kapitalstrukturen i samband med ränteförändringar är för höga. Vidare visar Hanousek och Samshur (2011) att företags kapitalstruktur förblir stabil även vid hastiga förändringar i de makroekonomiska förhållanden.

Frank och Goyal (2004) pekar på att det finns ett samband mellan räntan och kapitalstruktur, där högre räntenivåer korrelerar med ett lägre eget kapital men med högre skulder. Även visar Barry et al.(2008) på ett samband mellan räntenivåer och skuldsättningsgrad men menar istället på att företag ökar sin skuldsättning under perioder med låga räntenivåer relativt till historiska nivåer. Detta tyder således på att styrräntans nivå påverkar företagens finansieringsbeslut och att det finns ett negativt samband mellan ränta och skuldsättningsgrad. Detta går i linje med Jermann och Quadrinis (2008) artikel som menar att företags skuldsättningsgrad tenderar att vara lägre under lågkonjunktur, och således under lägre räntenivåer.

2.2 Modigliani och Millers propositioner

Enligt Modigliani och Millers (1958) proposition I, i en värld utan skatter, har inte kapitalstrukturens fördelning någon påverkan på företagets värde. Detta bygger på antagandet att investerare kan låna på samma villkor som företagen, vilket innebär att de kan återskapa effekterna av skuldsättning hos företaget (Hillier et. al, 2021). Fortsatt menar Modigliani och Miller (1958) att i en värld utan skatter är kapitalkostnaden konstant oavsett skuldsättningsgrad och att företagets värde endast beror på nuvärdet av framtida vinster.

Modigliani och Miller (1958) menar vidare på att en ökad skuldsättningsgrad innebär en ökad risk och således bör avkastningskravet för investerare öka, vilket är Modigliani och Millers proposition II. Resonemanget bakom detta lyder att om företaget ökar sin skuldsättningsgrad blir det egna kapitalet mer riskfyllt och till följd blir avkastningskravet högre. Det ökade avkastningskravet väger upp för kostnaden av skuld, vilket innebär att företagets värde och kapitalkostnad är oförändrat vid skuldsättning (Hillier et. al, 2021).

I sin artikel från år 1963 utvecklade Modigliani och Miller sin teori genom att inkludera skatter och dess effekt, där de menade att skuld har en positiv påverkan på företagets värde. I en värld med skatter ger skuld en skattefördel relativt till eget kapital, vilket innebär att kapitalkostnaden minskar till följd av ökad skuldsättning. Skattefördelen förknippat med skuld kallas skatteskölden. Skatteskölden innebär att räntekostnader minskar det beskattningsbara resultatet och således företagets skattebörda, vilket resulterade i ett ökat värde för aktieägare. Detta innebär att enligt Modigliani och Miller ökar företagets värde med en ökad skuldsättning (Hillier et. al, 2021).

2.3 Trade Off-teorin

Trade Off-teorin har sitt ursprung i debatten av Modigliani och Millers teorem om kapitalstruktur från 1958. År 1963 presenterade Modigliani och Miller teorin om skattesköldens fördelar, vilket föreslog att företag i sin helhet skall vara finansierad av skulder, men eftersom verkligheten såg annorlunda ut krävdes ytterligare ett perspektiv (Ai, Frank och Sanati, 2021). Utvecklingen av detta innebar introduktionen av konkurskostnader där Kraus och Litzenberger (1973) utvecklade Trade Off-teorin.

Trade Off-teorin beskriver företagets optimala kapitalstruktur som en avvägning mellan fördelarna och nackdelarna med skuld. Fördelarna inkluderar den minskade skattebördan för företaget, känt som skatteskölden, där räntebetalningarna minskar det beskattningsbara resultatet och således minskar skattekostnaden för företaget. Nackdelarna med skuld refererar till den ökade risken för konkurskostnader, vilket kan vara både direkta och indirekta. Direkta kostnader är de kostnader som direkt kan förknippas med konkurs, detta kan exempelvis vara juridiska kostnader, bokföringskostnader och administrativa kostnader. Indirekta kostnader uppstår som ett resultat av minskat förtroende från kunder och leverantörer, där rädsla för företagets oförmåga att upprätthålla sina åtaganden och försämrade kvalitet kan resultera i försäljning. Detta då kunder och leverantörer hellre väljer att inleda affärsrelation med ett företag som inte innebär samma risk (Hillier et al., 2021).

Enligt teorin skall företaget substituera skuld mot eget kapital, eller vice versa, tills värdet av företaget är maximerat, vilket uppstår när den marginella nyttan av skuld står i paritet med den marginella kostnaden för skuld. Vid den optimala kapitalstrukturen gynnas företaget inte av en förändring i skuldsättningsgraden. En minskning av skuldsättning innebär att skatteskölden inte ger samma effekt, medan en ökning av skuldsättning ökar risken för konkurskostnader (Myers, 1984).

2.4 Pecking Order-teorin

Pecking Order-teorins genomslag kom av Myers och Majluf artikel, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have* (1984). Sedan dess har den kommit att bli en av de mest välkända teorierna gällande kapitalstruktur.

Myers och Majluf (1984) lyfter fram att informationsasymmetrin mellan chefer och investerare är en avgörande faktor i hur företag bör välja att finansiera sin verksamhet. Detta eftersom de menar att en högre grad av informationsasymmetri leder till högre kostnader. För extern finansiering, såsom upptagande av skuld eller nyemission av aktier, kommer graden informationsasymmetri alltid vara högre jämfört med intern finansiering. Således bör företag enligt teorin alltid prioritera att finansiera projekt med interna medel som till exempel ackumulerade vinster. Först när dessa interna medel är otillräckliga bör företaget använda sig av extern finansiering och då i första hand genom upptagande av skuld som är det minst kostsamma alternativet jämfört med att genomföra nyemission. Informationsasymmetrin

antas vara störst mellan företaget och den vanliga investeraren. För att företagsledningen inte har kunnat utnyttja detta på investerarnas bekostnad kräver då den vanliga investeraren en högre kompensation vilket är vad som gör detta alternativet av finansiering dyrare. Samma resonemang förs då ett företag väljer att uppta skuld men får inte samma slagkraft på den krävda kompensationen då graden informationsasymmetri är lägre (Myers, Majluf, 1984).

Preferenserna av finansieringskällor grundar sig alltså i vad som är minst kostsamt för företaget. Eftersom Myers och Majluf (1984) menar att informationsasymmetri leder till ökade finansieringskostnader betyder det att de ovan nämnda preferenserna både leder till den finansieringskälla med lägst grad informationsasymmetri och därav lägst kostnad.

Wald (1999) visar på att de mest lönsamma företagen tenderar att ha den lägsta skuldsättningsgraden. Vilket går i linje med Pecking Order-teorin, då lönsamma företag har större kapacitet att använda intern finansiering, och behöver således inte uppta skuld.

Myers (2001) menar att detta står i kontrast mot vad Trade Off-teorin förutspår. Enligt Trade Off-teorin bör en högre lönsamhet innebära en större beskattningsbar vinst att skydda från skatt, och att lönsamma företag kan hantera en högre skuldsättningsgrad utan att markant öka risken för konkurskostnader.

Till skillnad från Trade-Off teorin antyder inte Pecking Order teorin att det finns någon målsättning om en specifik skuldsättningsgrad hos ett företag utan att skuldsättningsgrad bestäms av företagets finansieringsbehov. (Hillier et al., 2021)

2.5 Teoridiskussion

Trade Off-teorin och Pecking Order-teorin står i kontrast till varandra i hur företag bör hantera sin kapitalstruktur. Enligt Trade Off-teorin finns en optimal skuldsättningsgrad för företag, medan i Pecking Order-teorin kommer ett företag försöka utnyttja marknaden för att finansiera investeringar utifrån vad som är minst kostsamt (Hillier et. al, 2021). För att skapa en bättre förståelse för hur svenska börsnoterade fastighetsbolag kan komma att agera när räntan går från noll till fyra procent kommer de två teorierna att ställas emot varandra.

Trade Off-teorin ger en målsättning av en specifik skuldsättningsgrad, där den optimala kapitalstrukturen framkommer genom justering efter skattesköldens effekt mot risken för

konkurskostnader (Hillier et. al, 2021). Tidigare forskning av Fama och French (2002) visar på hur företag långsamt och långsiktigt justerar sin skuldsättningsgrad mot deras optimala kapitalstruktur, vilket stämmer överens med Trade Off-teorin, som ger en specifik skuldsättningsgrad.

Myers (1984) menar däremot att om Trade Off-teorin stämmer, och det inte finns några justeringskostnader, vilket är kostnader förknippade med att göra förändringar i kapitalstrukturen, bör varje företags kapitalstruktur vara den optimala. Då justeringskostnader existerar innebär det däremot att fördröjningar av justering av kapitalstrukturen existerar. Eftersom företag möter oförutsägbara händelser som förändrar vad den optimala kapitalstrukturen är, innebär det att företag under perioder kan besitta en kapitalstruktur som är långt ifrån vad som är det optimala, därav behöver företag på sikt igen justera efter vad som är det nya optimala. Myers (1984) menar vidare på att om justeringskostnaderna är små och att företaget är vid sin optimala nivå, eller väldigt nära sin optimala nivå, måste spridningen reflektera skillnader i risk eller andra faktorer som påverkar vad som är den optimala kapitalstrukturen.

Vid förändringar i räntenivåer förändras den optimala kapitalstrukturen för företaget enligt Trade Off-teorin (Myers, 1984). Detta innebär att företag behöver justera för den nya optimala kapitalstrukturen, givet de nya förutsättningarna, vilket i sin tur ställer krav på företagets flexibilitet. Sett till fastighetsbolag kan kravet om justering komma att bli ännu högre eftersom skuldsättningsgraden generellt sett är högre hos dem (Finansinspektionen, 2022). Detta eftersom risken för konkurskostnader blir högre.

Däremot utifrån Pecking Order-teorin finns det ingen optimal kapitalstruktur. Företagets behov av kapital tillfredsställs istället genom att rangordna de olika metoderna för finansiering. Enligt Pecking Order-teorin kommer företag, beroende på marknaden, antingen välja att finansiera genom intern finansiering, extern finansiering i form av skuld eller nyemissioner (Hillier et. al, 2021). Tidigare forskning har visat olika resultat gällande huruvida Pecking Order-teorin kan förklara valet av finansiering i verkligheten. Leary och Roberts (2005) visar bland annat på att företag med hög lönsamhet och stark likviditet är mindre sannolika att använda sig av extern finansiering, vilket går i linje med Pecking Order-teorin. Även Bharath, Pasquariello och Wu (2009) visar på resultat som går i linje med

Pecking Order-teorin, där de visar på att informationsasymmetri har en påverkan på val av kapitalstruktur. Dock menar Fama och French (2005) på att finansieringsbeslut i praktiken bryter mot det som förutspås i Pecking Order-teorin gällande under vilka förutsättningar företag emitterar eget kapital. Vidare menar Fama och French (2005) att de flesta företagen emitterar eget kapital varje år och att detta inte sker under tvingande omständigheter, vilket går emot det Pecking Order-teorin förutspår.

Finansinspektionen (2022) visar på att de högre räntenivåerna kommer att påverka fastighetsbolagen lönsamhet. Vilket kan innebära att intern finansiering inte är tillgänglig i samma utsträckning. Enligt Pecking Order-teorin bör då chefer föredra att finansiera genom skuld, men då kostnaderna förknippade med skuld är höga i och med det höga ränteläget kan det innebära att cheferna väljer att finansiera genom nyemission. Detta möter även en utmaning sett till att aktiepriserna rimligtvis speglar den lägre lönsamheten och den ökade oron. Vilket i sin tur ställer höga krav på fastighetsbolagen att utvärdera och agera på olika sätt för att bäst utnyttja möjligheterna i marknaden, vilket förutsätter flexibilitet.

3. Metod

I metodkapitlet motiveras valet av en kvantitativ metod och dess utförande diskuteras. Valet av metod anknyts till teori av Patel & Davidsson (2019). Metoden är uppdelad i sex olika delar där olika aspekter av metoden behandlas och avslutas med en metoddiskussion där studiens reliabilitet, validitet och generaliserbarhet diskuteras.

3.1 Val av Metod

I denna uppsats används den kvantitativa metoden för att beskriva förändringar av kapitalstrukturen i svenska börsnoterade fastighetsbolag. Datatillgängligheten av börsnoterade företag möjliggör för en mer detaljerad kvantitativ analys där fler företag kan jämföras. Vid en kvalitativ studie begränsas möjligheten för datainsamling till respondenternas möjlighet att delta och att svara objektivt. På grund av detta väljs den kvantitativa metoden för datainsamling för att försäkra en reliabilitet i studiens resultat. Uppsatsens syfte är att beskriva förändringar i kapitalstrukturen, samt att ställa förändringarna emot teori vilket gör den kvantitativa metoden lämplig på grund av behovet av mängden och typen av data. För att beskriva förändringarna har en visuell analys av sammanställd data i form av grafer utförts. Genom att tillämpa en visuell analys kan stora mängder data analyseras för att undersöka trender och upplevda mönster. Genom denna metod kan specifika förändringar och trender för ett enskilt företag analyseras, men metoden tillåter även analys av urvalsgruppen i sin helhet.

Vid val av metod finns det huvudsakligen två alternativ för hur datan väljs att genereras, kvantitativ och kvalitativ. Den kvantitativa metoden menar forskning som innebär mätningar vid datainsamlingen och statistiska bearbetnings- och analysmetoder. I kvalitativt inriktad forskning fokuserar istället datainsamlingen på "mjuk" data, till exempel kvalitativa intervjuer. (Patel & Davidsson, 2019)

3.2 Insamlingsverktyg

Främst används databasen Capital IQ (2023) för datainsamling. I databasen hämtas sekundärdata som sammanställs om företag på ett standardiserat vis för att enkelt kunna

jämföra olika företag. Olika nyckeltal såsom ratios räknas ut genom databasen vilket effektiviserar insamlingsprocessen. Effektiviteten underlättar och möjliggör för en större analys där fler företag kan jämföras.

Vid tillfällen då tillräcklig data inte funnits tillgänglig har databasen Business Retriever (2023) använts. I databasen finns tillgång till företagens finansiella rapporter där primärdata lätt kan samlas. Vid insamling av styrräntans utveckling har primärdata från Riksbanken (2023) använts. Data om fastighetsprisindex är hämtat från SCB (2023).

3.3 Variabler

För att beskriva förändringar i kapitalstrukturen har variabeln skuldsättningsgrad valts. Skuldsättningsgraden syftar till långfristiga skulder dividerat med eget kapital. De långfristiga skulderna inkluderar utvecklingen i både banklån och obligationer vilket är de centrala finansieringsmetoderna för fastighetsbolag. Variablerna är tagna från bokfört värde. Genom att analysera dessa variabler över tid har utvecklingen av kapitalstrukturen inom stora svenska börsnoterade fastighetsbolag kunnat beskrivas. Skuldsättningsgraden och förändring av tillgångar finns tillgängliga på Capital IQ, medan förändring av skulder beräknas manuellt.

Utvecklingen i kapitalstruktur har jämförts mot styrräntans förändring och fastighetsprisindex. Genom styrräntan kan utvecklingen av lånekostnader beskrivas, samt jämföras med hur kapitalstrukturen bör ha utvecklats enligt teorin med den faktiska utvecklingen. Fastighetsprisindex används för att beskriva hur fastighetsbolagens tillgångar har ökat i värde genom tid.

3.4 Urvalsgrupp

Företagen i urvalsgruppen valdes ut med bakgrund av uppsatsens avgränsningar. Med hjälp av hemsidan Avanza (2023) framtogs en lista med samtliga svenska börsnoterade fastighetsbolag. I listan framkom 94 företag varav 20 valdes för urvalsgruppen med kriterierna att företaget var tvunget att ha tillräcklig data, vara huvudsakligen verksamma i Sverige och klassificeras som medelstora eller stora företag. Varav hälften är medelstora och hälften är stora.

Tabell 1: Lista urvalsgrupp.

Bolag	Grundat	Antal anställda	Datatillgänglighet Capital IQ
Atrium Ljungberg	1946	316	2006 - 2022
Balder	2005	1145	2006 - 2022
Besqab	1989	133	2010 - 2022
Castellum	1993	534	2006 - 2022
Catena	1967	50	2012 - 2022
Corem Property Group	1993	356	2006 - 2022
Diös Fastigheter	2005	156	2006 - 2022
Fabege	1924	207	2006 - 2022
FastPartner	1987	84	2006 - 2022
Götenehus	1931	274	2006 - 2022
Heba	1952	50	2006 - 2022
Heimstaden	1998	775	2006 - 2022
Hufvudstaden	1915	141	2006 - 2022
JM	1945	2472	2006 - 2022
Np3 fastigheter	2007	58	2010 - 2022. 2008 - 2009 (Business Retriever)
Pandox	1995	1084	2006 - 2022
Platzer Fastigheter	1969	86	2010 - 2022. 2008 - 2009 (Business Retriever)
Sagax	1995	88	2006 - 2022
Wallenstam	1944	268	2006 - 2022
Wihlborgs Fastigheter	1924	251	2006 - 2022

Källa: Capital IQ (2023), Business Retriever (2023)

3.5 Datainsamling

Urvalet av företag har utförts efter tillgänglighet av data på Capital IQ och Business Retriever. Capital IQ har primärt använts, Business Retriever har använts för att komplettera med ytterligare tillgänglig data. Främst fokuseras det på företag med data från 2006 och framåt men företag med data tillgängligt senast 2012 tilläts för att möjliggöra för en bredare analys och för att öka validiteten.

Vid insamling av skuldsättningsgrad, förändring av tillgångar och totala skulder för företagen har databaserna använts. Genom de individuella analyserna samt summeringarna av företagen, har skuldsättningsgrad och utveckling av tillgångar hämtats under "Ratios". Data på totala skulder har hämtats under "Capital Structure Summary". Datan har samlats individuellt av samtliga företag och förändring av den totala skulden har beräknats manuellt.

I Business Retriever har primärdata hämtats genom finansiella rapporter i tillfällen där ytterligare information funnits tillgänglig. Skuldsättningsgraden har manuellt beräknats när data har insamlats från denna databas då nyckeltalet ej finns framtaget i rapporterna. Genom att komplettera med data från en ytterligare databas försäkras att all tillgänglig information inkluderas.

Datan har sedan sammanställts och varje företag i urvalsgruppen har analyserats individuellt. Därefter har ett genomsnitt och median av företagens insamlade nyckeltal över tid skapats. Medianen inkluderas för att motverka eventuella extremvärden som kan leda till ett missvisande medelvärde. Detta har utförts för att tydligare kunna se trender i urvalet. Vid en vidare analys av företagen kan 15 av de 20 företagen synas ha en liknande utveckling av kapitalstrukturen. Inom gruppen av de resterande fem företagen kan tre ytterligare grupper urskiljas i två grupper av två och en utomstående vars utveckling saknar liknelse till andra företag i urvalsgruppen.

Sammanställningen av skuldsättningsgraden över tid visualiseras i en graf med dubbla y-axlar för att tydligt kunna jämföra skuldsättningsgraden (höger axel) med styrräntans utveckling (vänster axel). Analysen som har utförts är en visuell analys för att uppfylla uppsatsens syfte att uttyda trender och långsiktiga förändringar i utvecklingen av urvalsgruppens kapitalstruktur.

Datan för styrräntan samlades in från Riksbanken (2023). Genom webbplatsen kan data inhämtas från olika perioder och med olika mängder datapunkter per år. I denna datainsamling valdes data från januari 2006 fram till december 2022. Mängden datapunkter bestämdes till månadsvis med beräkningsmetoden minimum för att tydligt spegla styrräntans utveckling över tid. Fastighetsprisindex hämtades via SCB (2023) där prisindex för konsumentpriser och hyreshus endast inkluderats på grund av relevans för uppsatsens syfte.

3.6 Metoddiskussion

Inom den kvantitativa metoden lyfts främst två begrepp: reliabilitet och validitet (Patel & Davidsson, 2019). Ambitionen i denna typ av studie är att beskriva det undersökta området.

Reliabilitet bedöms utifrån om resultatet av en liknande studie överensstämmer med resultatet från denna studien. Användningen av objektiv data insamlad med hjälp av vedertagna insamlingsverktyg stärker reliabiliteten. Detta underlättar att undvika skevhet i datamätningen då det inte finns utrymme att tolka mätningarna. Vidare påverkas heller inte mätningarna av tid, då informationen inte förändras över tid, vilket ytterligare förstärker reliabiliteten i studien. Däremot begränsas studien av vilka företag som analyseras. Urvalsgruppen har begränsats av datatillgänglighet, och på grund av detta har endast de börsnoterade företag med tillgänglig information senast år 2012 inkluderats i studien. Detta betyder att företag som kan ha en betydande roll på den svenska marknaden kan ha exkluderats, vilket kan påverka reliabiliteten.

Validitet genomsyrar hela forskningsprocessen och kopplas till relevans av insamlad data för det givna problemet. Begreppet berör insamling av såväl teoretisk som empirisk data. För att stärka validiteten i den teoretiska datan har artiklar enbart hämtats genom databasen Göteborgs Universitetsbibliotek (2023). Genom databasen kan det enkelt kontrolleras att en artikel är peer reviewed vilket stärker validiteten av artikeln. Artiklar som har inkluderats lyfts för att beskriva problemområdet och besvara uppsatsens syfte.

Reliabiliteten och validiteten är viktiga förutsättningar för att ett resultat har kunnat generaliseras till att gälla även för andra urval än i denna studie. Det är även viktigt att urvalsgruppen är tillräckligt stor för att kunna applicera resultatet i andra urval. Med tanke på

att några av de största aktörerna inom branschen ej har kunnat inkluderas, på grund av att de inte är noterade på börsen, innebär det att resultatet kan skilja sig från verkligheten. Därav har endast medelstora och stora företag inkluderats i studien för att uppnå en högre generaliserbarhet för andra signifikanta företag i branschen.

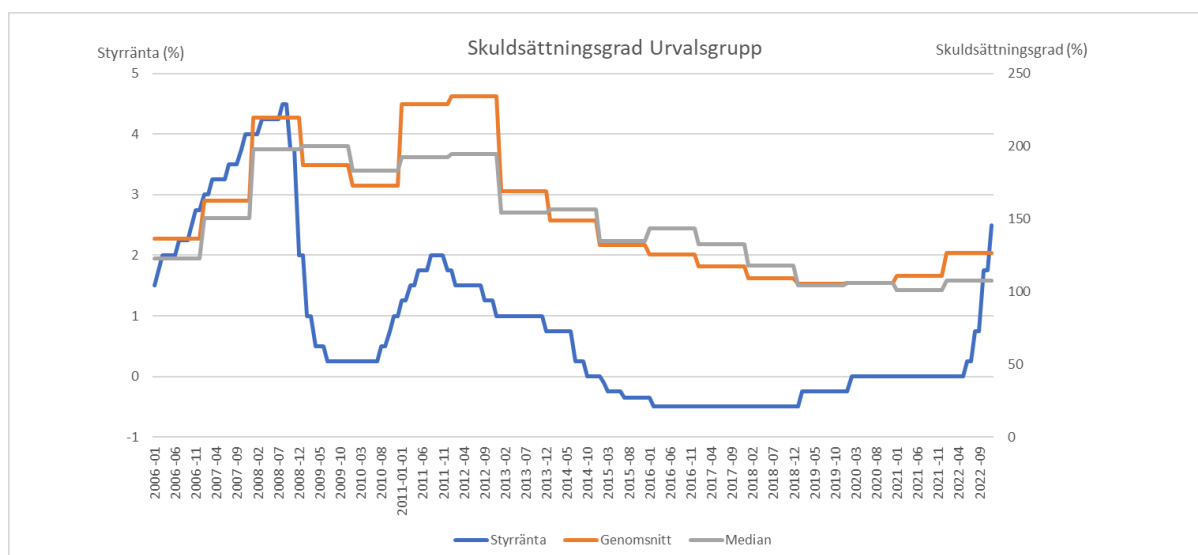
Sammanfattningsvis har studien försäkrat validitet och reliabilitet för att kunna dra slutsatser som kan generaliseras och appliceras på svenska börsnoterade mellanstora och stora fastighetsbolag.

4. Resultat

I Resultatkapitlet presenteras först styrräntans utveckling, inom tidsramen för arbetet, tillsammans med urvalsgruppens utveckling av skuldsättningsgrad. Därefter görs en uppdelning av urvalet där 15 av 20 företag vidare utgör en grupp av särskilt intresse och övriga 5 företag presenteras, enskilt, som outliers.

4.1 Utvecklingen av kapitalstruktur i empirin

I figur 5 presenteras utvecklingen av styrräntan månadsvis under perioden januari år 2006 till december år 2022. Genomsnitt och median av urvalets skuldsättningsgrad presenteras även årsvis under samma period.



Figur 5: Utvecklingen av styrräntan och skuldsättningsgraden för urvalsgruppen (2006-2022).

Källa: Capital IQ (2023), Business Retriever (2023)

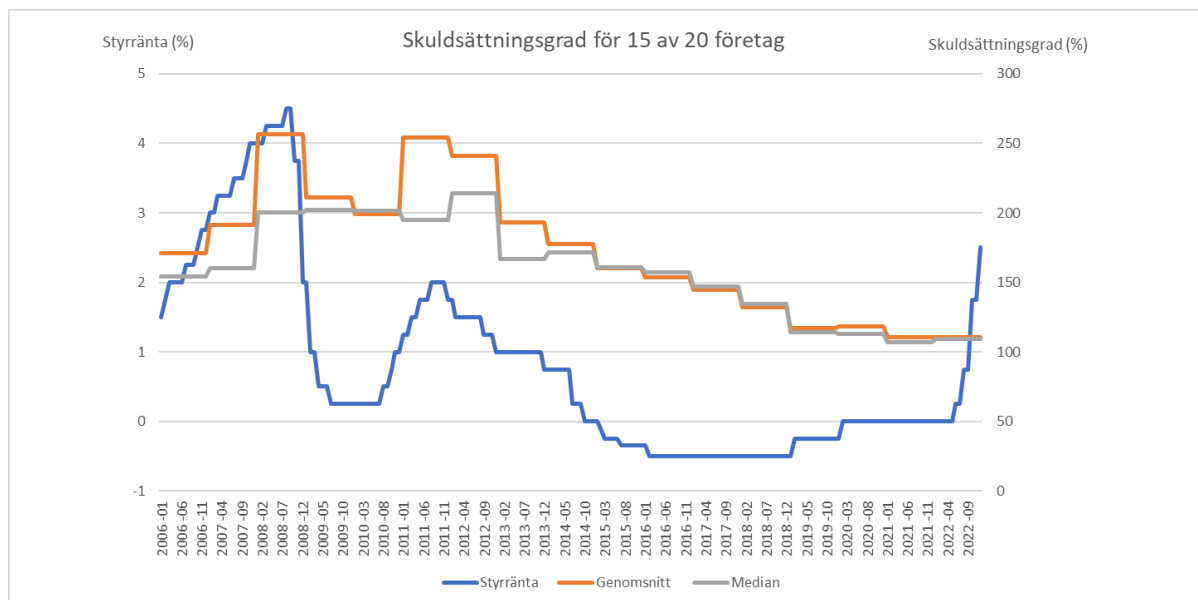
Från år 2006 till år 2009 ökar medianen för skuldsättningsgraden och hålls sedan relativt konstant fram till och med år 2012. Även den genomsnittliga skuldsättningsgraden visar på samma utveckling från år 2006 till år 2009. Under samma tid stiger räntan från 1.5% i januari år 2006 till periodens högsta nivå på 4.5% i september år 2008. Under åren 2008 till 2009 är skillnaden i skuldsättningsgrad stor mellan företagen och de med högre skuldsättningsgrad gör större förändringar i sin kapitalstruktur. Detta representeras i skillnader mellan medianen

och genomsnittet av skuldsättningsgraden. En del av företagen i urvalet besitter en hög skuldsättningsgrad under år 2008 och gör stora förändringar år 2009. Företagen NP3 och Heimstaden besitter år 2008 en skuldsättningsgrad på 433% respektive 631%, och minskar skuldsättningsgrad till 252% respektive 280% år 2009. Till skillnad från företag som Hufvudstaden som år 2008 besitter en skuldsättningsgrad på cirka 31% och ökar sin skuldsättningsgrad år 2009 till cirka 33%.

Det finns stora skillnader mellan företagens nivå och hantering av deras skuldsättningsgrad under perioden 2006 till 2012, där vissa nivåer och förändringar i skuldsättningsgraden utgör extremvärden sett till resterande i urvalet. Således kan medianen anses vara mer representativ för att förklara den generella utvecklingen av skuldsättningsgraden, där skillnaden mellan median och genomsnitt belyser stora skillnaderna mellan företagens hantering av skuld. Sett till medianen har företagens skuldsättningsgrad, efter år 2008, befunnit sig på en relativt konstant nivå fram till och med år 2012. Därefter visar både medelvärdet och medianen att skuldsättningsgraden justeras ned hos företagen. En sådan trend håller i sig under en ungefärlig femårsperiod till år 2018 och att företagen justerar ner sin skuldsättningsgrad mot strax över 100% i genomsnitt, vilket innebär att skulderna utgör ungefär hälften av det totala kapitalet. Den nivån hålls sedan relativt konstant från och med 2018 och framåt. Den anmärkningsvärda ökningen i genomsnittet sista året kan förklaras av ett extremvärde hos företaget Besqab, vars utveckling presenteras senare i rapporten. Ser vi istället till medianen, som tidigare utvecklats i närhet med medelvärdet, representerar det den generella utvecklingen bättre här. Perioden 2012 till 2022 präglas av låga räntenivåer. Räntan var som högst i periodens början, 1.75% år 2012. Därefter sänks den successivt och kommer ner till 0% år 2014 och håller sig sedan negativ fram till 2020 då den stiger till 0% innan Riksbanken gör ytterligare höjningar under 2022 (se figur 5).

Den övergripande trenden i utvecklingen, där företagen besitter en högre skuldsättningsgrad i början av perioden och successivt justerar ned skuldsättningsgraden mot strax över 100% i genomsnitt, bestäms av utvecklingen hos en stark majoritet i urvalet. 15 av 20 företag i urvalet visar på en liknande utveckling av skuldsättningsgraden medans 5 av 20 företag har en utveckling som skiljer sig från övriga. I figur 6 nedan presenteras utvecklingen av medelvärdet och medianen för utvecklingen av skuldsättningsgraden för de företag vars utveckling är likartad under perioden 2006-2022. I figuren presenteras även styrräntans

utveckling under samma period. Företagen som inkluderas är; Platzer, NP3, Balder, Sagax, Castellum, Whilborgs fastighet, Diös, Götenehus, Fabege, Wallenstam, Corem Property Group, FastPartner, Pandox, Catena och Heimstaden.



Figur 6: Utvecklingen av styrräntan och majoriteten av urvalsgruppen med liknande skuldsättningsgrad (2006-2022).

Källa: Capital IQ (2023), Business Retriever (2023)

Figur 6 är en justering av figur 5 för att isolera den utveckling som utmärker majoriteten av urvalet. Figur 6 visar mer eller mindre samma trend som figur 5 fast tydligare. Företagen kommer från en högre skuldsättningsgrad än vad tidigare visats i figur 5 och det finns nu heller inget extremvärde som drar upp genomsnittet för det sista året. Median och medelvärde följer varandra generellt bättre här. Det här resultatet förtydligar att de företag som haft en hög skuldsättningsgrad, i periodens början, justerar ner den och väljer att fortsätta med en mer konstant skuldsättningsgrad strax över 100% i genomsnitt.

I tabell 2 nedan presenteras skuldsättningsgraden i procent för varje företag mellan åren 2018 och 2022.

Tabell 2: Skuldsättningsgraden 2018-2022 (%).

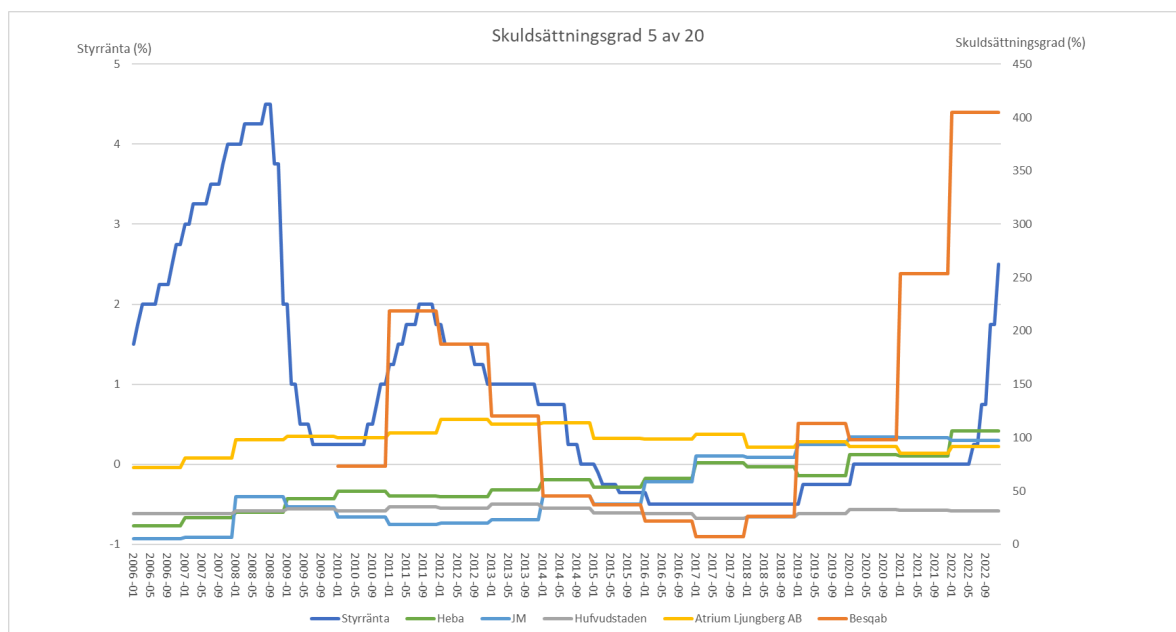
Företag	2018	2019	2020	2021	2022
Balder	143,8	141,0	133,4	134,4	133,3
Pandox	132,2	125,9	146,2	141,3	120,3
Heimstaden	134,6	104,9	100,1	120,6	119,1
Castellum	104,1	96,8	99,0	87,4	99,9
Corem Property Group	182,5	97,7	141,1	141,1	156,9
Wallenstam	98,7	103,6	110,8	92,6	91,7
Wihlborgs Fastigheter	147,1	133,5	116,2	107,0	115,3
Fabege	75,5	69,3	67,8	70,1	76,0
Diös Fastigheter	144,1	146,3	146,2	125,2	134,8
Sagax	102,5	93,1	90,6	86,3	97,6
Platzer Fastigheter Holding	135,1	117,2	112,9	113,1	84,7
FastPartner	133,4	114,1	111,2	94,2	109,2
Np3 fastigheter	189,5	169,6	166,9	155,4	161,2
Catena	168,2	150,3	137,5	102,5	66,2
Götenehus	54,1	89,7	62,9	81,3	170,6
Heba	72,9	64,5	83,9	82,5	106,5
JM	81,8	93,7	100,8	100,0	97,2
Hufvudstaden	25,3	29,0	32,7	31,9	31,1
Atrium Ljungberg	91,1	96,0	91,5	85,4	91,7
Besqab	26,1	113,5	97,9	253,4	404,9
Genomsnitt	112,1	107,5	107,5	110,3	123,4
Median	118,15	104,25	105,8	101,25	107,85

Källa: Capital IQ (2023), Business Retriever (2023)

Tabellen tydliggör den stabilisering av skuldsättningsgrad som majoriteten av företagen genomgår mellan åren 2018 till 2022. Den stabilisering som majoriteten av företagen genomgår har skett på olika nivåer, men i genomsnitt på en skuldsättningsgrad strax över 100%. Götenehus genomgår relativt stora förändringar under denna period jämfört med resterande företag, men samtidigt historiskt sett lägre förändringar i skuldsättningsgrad än vad de tidigare upplevt. Således kan även Götenehus anses ligga på historiskt stabila nivåer under åren 2018 till 2022. Dock genomgår Catena inte den stabilisering, relativt till historiska förändringar i skuldsättningsgrad, som resterande företag i urvalet gör. Catena gör fortsatt stora nedjusteringar av skuldsättningsgraden även under perioden 2018 till 2022. Besqab är ett av de företag som senare i resultatet behandlas som en outlier, vilket förklarar skillnaden i utvecklingen av skuldsättningsgrad sett till resterande företag under åren 2018 till 2022.

4.1.1 Outliers

I figur 7 presenteras utvecklingen av skuldsättningsgraden för respektive företag i urvalet vars utveckling skiljer sig från majoriteten, tillsammans med utvecklingen av styrräntan under perioden år 2006 till 2022. De fem företagen som presenteras i grafen nedan är Heba, JM, Hufvudstaden, Atrium Ljungberg AB och Besqab.



Figur 7: Utvecklingen av styrräntan och skuldsättningsgrad av resterande fem företag ur urvalsgruppen. (2006-2022)

Källa: Capital IQ (2023), Business Retriever (2023)

Från år 2006 och framåt kan en övergripande trend tydas av Heba och JMs skuldsättningsgrad. Företagen har i början av perioden en skuldsättningsgrad på 5.2% respektive 17%, vilket är en relativt låg skuldsättningsgrad jämfört med övriga i urvalet. Därefter sker en stadig ökning av skuldsättningsgraden till omkring 100% i slutet av perioden. Den ökning av skuldsättningsgrad som företagen genomgår, sker genomgående under hela perioden med ett fåtal marginella nedjusteringar av skuldsättningsgraden. Mellan åren 2006 till 2009 skedde stora ränteförändringar med en högsta nivå på 4.5% i augusti år 2008. Under samma period ökar Heba och JM sin skuldsättningsgrad. Under åren 2010-2012 håller Heba och JM sin skuldsättningsgrad konstant med marginella minskningar, vilket sker samtidigt som styrräntan ökar från 0.25% i januari år 2010 till en högsta nivå på 2% i november år 2011. Efter år 2012 till år 2018 ökar Heba och JM fortsatt sin skuldsättningsgrad successivt där de i slutet av perioden har justerat upp den slutligen till en skuldsättningsgrad nära 100%. Mellan åren 2018 och 2022 stabiliseras skuldsättningsgraden där de fortsatt håller en skuldsättningsgrad nära 100% utan större justeringar.

Hufvudstaden håller genom hela perioden en relativt konstant skuldsättningsgrad omkring 30%. Vilket är en låg skuldsättningsgrad i förhållande till de andra företagen i urvalsgruppen. Atrium Ljungberg har likt Hufvudstaden hållit en konstant skuldsättningsgrad men befunnit sig strax under 100%. Skuldsättningsgraden hålls relativt konstant i båda företagen oavsett räntenivå och räntefluktuationer.

Utvecklingen av Besqabs skuldsättningsgrad är unik i urvalsgruppen. Med stora förändringar från år till år kan det tydas hur skuldsättningsgraden följer styrräntans utveckling. Däremot sker även en stor ökning av skuldsättningsgraden vid en oförändrad styrränta under 2021. Den unika utvecklingen kan bero på upp- eller nedskrivningar av fastigheter vilket resulterar i en minskning eller ökning i skuldsättningsgraden.

5. Analys

Analyskapitlet tar upp hur kapitalstrukturens utveckling kan förklaras enligt teorierna samt hur utvecklingen borde ha sett ut enligt Trade Off- och Pecking Order-teorin. Den tar även grund i hur tidigare kriser kan ha bidragit med lärdomar som kan ha påverkat utvecklingen. Analysen förs till en början med avstamp i Trade Off-teorin sedan utifrån Pecking Order-teorin och avslutningsvis ur perspektivet om tidigare krisers påverkan. Analysen avser först den generella utvecklingen under varje avsnitt för att sedan skilja på outliers från urvalet.

5.1 Trade Off-teorin

Enligt Trade Off-teorin har räntans nivå en påverkan på både skatteskölden och risken för konkurskostnader, allt annat lika. Vid en oförändrad kapitalstruktur innebär en högre räntenivå en högre skattesköld och en ökad risk för konkurskostnader. Motsatsvis innebär en lägre räntenivå, med oförändrad kapitalstruktur, en minskad skattesköld och en minskad risk för konkurskostnader. Trade Off-teorin ger således ingen generell bild om hur skuldsättningsgraden borde ha utvecklats i förhållande till räntan utan menar att det är en balansgång mellan i vilken grad marginalkostnaden och marginalnyttan av lån förändras, vilket är specifikt för varje företag.

Åren mellan 2006 och 2012 präglades av en hög räntenivå och stora räntefluktuationer, framför allt i samband med krisen år 2008. Då räntan steg från 1.5% i januari år 2006 till en högsta nivå på 4.5% i augusti år 2008. Under samma period är det stora skillnader mellan genomsnittet och medianen av skuldsättningsgraden vilket belyser hur skuldsättningsgraden och hanteringen av skuldsättningsgraden skilde sig mycket mellan företagen. Effekten av den stigande räntenivå var till stor del beroende av företagets initiala skuldsättningsgrad. För företag med en högre initial skuldsättningsgrad, vilket majoriteten av företagen i urvalet besatt, innebar de högre räntenivåerna en markant ökning av risk och kostnader. Vilket resulterade i att företagen med högre initial skuldsättningsgrad minskade deras skuldsättningsgrad. Företaget NP3 besatt en skuldsättningsgrad på 433% år 2008, vilket är relativt högt sett resterande företag i urvalet, och minskade skuldsättningsgraden till 252% år 2009. Enligt Trade Off-teorin kan detta förklaras som att de ökade räntenivåerna innebar att

riskerna för konkurskostnader blev större än nyttan av skatteskölden, vilket resulterade i att företagen valde att minska skuldsättningsgraden.

De företag som år 2012 hade en relativt hög skuldsättningsgrad kom att påbörja en nedjustering av skuldsättningsgraden år 2013. Denna nedjustering höll i sig under en femårsperiod framöver och är en tydlig trend hos majoriteten av urvalet. Detta kan enligt Trade Off-teorin förklaras som att företagen under en längre period justerar mot sin optimala skuldsättningsgrad. Tidigare forskning av både Myers (1984) och Fama och French (2002) visar just på att utvecklandet mot en optimal kapitalstruktur är något som uppnås genom långsiktiga justeringar. Samtidigt har fastighetsbolagen frodats i en generellt gynnsam miljö som har präglats av bland annat låga räntenivåer. De oförutsägbara händelser som enligt Myers (1984) kan uppstå och som kan förändra vad som är den optimala kapitalstrukturen har sannolikt varit få under denna tid och på detta vis kan den optimala skuldsättningsgraden ha hållit sig relativt konstant under den senare delen av perioden.

Från år 2018 till år 2022 upplever majoriteten av företagen en stabilisering av skuldsättningsgraden. Efter en femårig period av nedjusteringar av skuldsättningsgraden besitter företagen nu en mer konstant skuldsättningsgrad. Enligt Trade Off-teorin kan detta förklaras som att företagen då besitter den optimala kapitalstrukturen, då inga fler större justeringar sker i skuldsättningsgraden. Även räntenivån förblir relativt låg och stabil under stora delar av perioden 2018 till 2022, fram till slutet av år 2022 då räntenivåerna ökar. Detta innebär att den optimala kapitalstrukturen förblir relativt konstant under perioden utan att räntenivån påverkar. De ränte- och omvärldsförändringar som sker i slutet av perioden kan rimligtvis antas påverka vad som anses vara den optimala kapitalstrukturen för företagen. Detta innebär att de i framtiden behöver göra nya justeringar mot det nya optimala, men eftersom ränteförändringarna sker sent i perioden kommer dess eventuella påverkan inte kunna analyseras utifrån datan i detta arbete.

5.1.1 Outliers

I motsats till majoriteten kan vi se att under hela perioden har två av företagen i urvalet, Heba och JM, istället successivt höjt skuldsättningsgraden. Båda företagen justerar skuldsättningsgraden mot ungefär 100% i slutet av perioden. Ur ett Trade Off perspektiv kan detta förklaras som att företagen upplever att marginalnyttan av en ökad skuldsättning

överstiger marginalkostnaden. Oavsett om företagen justerar upp eller ned sin skuldsättningsgrad, går de mot en skuldsättningsgrad i genomsnitt på 100%. Detta kan ur ett Trade Off perspektiv förklaras av att det är omkring den skuldsättningsgrad som marginalnyttan och marginalkostnaden står i paritet till varandra och att de således successivt justerar mot den, enligt Trade Off-teorin, optimala kapitalstrukturen. För dessa två företag med en lägre initial skuldsättning innebar den högre räntenivån 2007 till 2008 inte en lika stor ökning av risk för konkurskostnader utan istället en möjlighet, som togs, att öka sin skattesköld ytterligare genom ökad skuldsättning. Ur ett Trade Off-perspektiv innebar ränteökningen en möjlighet för företagen med en lägre initial skuldsättning att öka sin skattesköld utan att markant öka risken för konkurskostnader.

Hufvudstaden och Atrium Ljungberg har en utveckling av deras kapitalstruktur där företagen besitter en konstant skuldsättningsgrad över hela perioden. Företagen behåller samma nivå av skuldsättningsgrad oavsett räntenivå, vilket går i linje med tidigare forskning av Karpavičius och Yu (2017), som visar på att företag inte anpassar sin kapitalstruktur baserat på räntenivåer. Utifrån Trade Off-teorin bör detta innebära att företagen besitter den optimala kapitalstrukturen, då de inte gör några justeringar i skuldsättningsgraden. Detta förutsätter att marginalnyttan och marginalkostnaden av skuld ökar och minskar i samma takt när räntenivån förändras, vilket innebär att den optimala kapitalstrukturen förblir densamma oavsett räntenivå.

Anledningen till att Atrium Ljungberg befinner sig på en högre skuldsättningsgrad än Hufvudstaden kan bero på olika anledningar. Hufvudstaden har relativt till urvalet en låg skuldsättningsgrad och kan beskrivas som en märkbart försiktig aktör sett till konkurskostnaderna som skuld medför. Resonemanget bakom en konstant skuldsättningsgrad kan däremot vara lika inom företagen. Likt Hufvudstaden kan Atrium Ljungberg applicera Trade Off-teorin och befinna sig i sin optimala kapitalstruktur, givet att företagen har olika uppfattningar om hur stor risk för konkurskostnader som kan accepteras.

Trade Off-teorin brister dock i att ge en tillfredsställande förklaring till utvecklingen av Besqabs kapitalstruktur. Detta då skuldsättningsgraden är mycket volatil utan att justera mot någon specifik skuldsättningsgrad.

5.2 Pecking Order-teorin

Utifrån Pecking Order-teorin finns det, till skillnad från Trade Off-teorin, ingen optimal kapitalstruktur utan företagens behov av kapital tillfredsställs istället genom att rangordna de olika metoderna för finansiering. Således kan inte Pecking Order-teorin vidare förklara varför företagen slutligen valt att stabilisera sin skuldsättningsgrad i större utsträckning än att säga att det uppkommit till följd av företagens finansieringsbehov.

Utvecklingen av urvalsgruppens kapitalstruktur kan delvis förklaras genom Pecking Order-teorin. Kombinationen av Pecking Order-teorin och räntans påverkan på fastighetsbolagens lönsamhet föreslår att det råder ett kausalt samband med positiv korrelation mellan ränta och skuldsättningsgrad. Detta går i linje med tidigare forskning av Jermann och Quadrini (2008) som visar på att styrräntan och skuldsättningsgrad har ett positivt samband. Skuldsättningsgraden kommer alltså minska och öka tillsammans med styrräntan enligt Pecking Order-teorin. Detta resonemang går att föra för perioden 2006 till 2008 och 2012 till 2018. Under perioden 2006 till 2008 är både räntorna och skuldsättningsgraden hög, vilket innebär att lönsamheten är låg och att företag väljer extern finansiering genom lån vilket ökar skuldsättningsgraden. Under perioden 2012 till 2018 är däremot räntorna låga och skuldsättningsgraden håller en lägre nivå och justeras ned, när lönsamheten är högre är intern finansiering tillgänglig i större utsträckning vilket minskar skuldsättningsgraden. Även en sådan utveckling går i linje med hur Pecking Order-teorin antyder att utvecklingen bör se ut och går likaså i linje med vad Leary och Roberts (2005) visar på, som menar på att företag med hög lönsamhet och stark likviditet är mindre sannolika att använda extern finansiering.

I perioden 2008 till 2012 skedde stora räntefluktuationer men majoriteten av företagens skuldsättningsgrad förblir stabil vilket går emot Pecking Order-teorin och ovan resonemang. Även i perioden 2018 till 2022 där majoriteten av företagens skuldsättningsgrad är stabila och räntorna förblir stabila brister Pecking Order-teorin i att ge en tillfredsställande förklaring för utvecklingen av skuldsättningsgraden för majoriteten i urvalet. Då de lägre och mer stabila räntenivåerna resulterar i ökad lönsamhet borde detta således innebära att intern finansiering är tillgänglig och används i större utsträckning. Vilket borde ha minskat skuldsättningsgraden.

5.2.1. Outliers

Heba och JM är två företag som övergripande över hela perioden, 2006 till 2022, ökat skuldsättningsgraden oavsett räntenivå och fluktuationer. Utvecklingen under de perioder med högre räntenivåer, 2006 till 2008 och 2010 till 2012, kan Pecking Order-teorin förklara ökningen av skuldsättningsgraden då lönsamheten är lägre och således är internfinansiering inte tillgänglig i samma utsträckning. Pecking Order-teorin är dock bristfällig i att förklara dessa två företags utveckling under de perioder där räntan är låg, vilket omfattar majoriteten av tidsperioden. Företagen ökar sin skuldsättning i perioder med hög lönsamhet när intern finansiering bör användas enligt teorin vilket skulle minska skuldsättningsgraden. Detta innebär att Pecking Order-teorin är bristfällig i att förklara Heba och JMs utveckling för majoriteten av perioden.

Pecking Order-teorin brister även i att förklara utvecklingen av Hufvudstaden och Atrium Ljungbergs skuldsättningsgrad. Dessa två företag håller en relativt konstant skuldsättningsgrad genom hela perioden 2006 till 2022 vilket inte vidare kan förklaras av Pecking Order-teorin bättre än att den utvecklingen uppstår till följd av företagens finansieringsbehov. Skuldsättningsgraden bör enligt teorin utvecklas i samma riktning som räntan eftersom den slår mot resultatet och således möjligheten till intern finansiering. En konstant skuldsättningsgrad under en tidsperiod med räntefluktuationer kan därför inte direkt förklaras av Pecking Order-teorin.

Utvecklingen av Besqabs skuldsättningsgrad är unik i urvalsgruppen. Med stora förändringar från år till år kan det tydas hur skuldsättningsgraden följer styrräntans utveckling och går därför i linje med hur Pecking Order-teorin säger att kapitalstrukturen bör ha utvecklats hos företagen baserat på hur räntekostnader slår mot deras lönsamhet. Däremot sker även en stor ökning av skuldsättningsgraden hos Besqab vid en oförändrad styrränta under 2021 vilket inte kan förklaras enligt Pecking Order-teorin med den tillgängliga datan.

5.3 Påverkan av tidigare kriser

En viktig aspekt vid analys av hur kapitalstrukturen har utvecklats är tidigare krisers påverkan. De främsta kriserna i modern tid som haft en stor påverkan på fastighetsbolagen var kriserna år 2008 och år 1990. Företag som genomlever sådana kriser får med sig både

lärdomar och ett annat perspektiv på risk, framförallt i samband med skuld. Fastighetsbolagen var under krisen år 1990 högt belånade samtidigt som fastighetspriserna föll dramatiskt. Detta innebar att många fastighetsbolag blev insolventa. Den internationella krisen 2008 innebar att fastighetspriser internationellt föll och medförde en stor osäkerhet. Trots att påverkan på svenska företag inte var stor, blev svenska fastighetsbolag åter påmind om riskerna förknippade med skuld vid dramatiska förändringar i fastighetspriser. De tidigare kriserna har belyst vikten för fastighetsbolag att besitta en hanterbar skuldsättningsgrad, då förändringar i räntenivåer och fastighetspriser utgör en stor risk för fastighetsbolag.

De företag som besatt en hög initial skuldsättning år 2006, gjorde kraftiga nedjusteringar av skuldsättningsgraden under 2008 till 2009. Detta kan förklaras som att den ökade osäkerheten och den ökade sårbarheten som krisen innebar skapade incitament för företagen att drastiskt minska sin skuldsättningsgrad. Från år 2012 gör majoriteten av företagen i urvalet succesiva nedjusteringar av skuldsättningsgraden fram tills år 2018. Från 2018 till 2022 besitter företagen en mer stabil skuldsättningsgrad i genomsnitt strax över 100% och gör inga större justeringar i skuldsättningsgraden. Med bakgrund av de tidigare kriserna kan detta förklaras av att fastighetsbolagen blev ytterligare medvetna om riskerna förknippade med en hög skuldsättningsgrad och vikten av att ha en hanterbar skuldsättningsgrad då förändringar i räntenivåer och fastighetspriser kan ske drastiskt och oförutsägbart. Då den stabiliseringen av skuldsättningsgraden som skedde 2018 till 2022 var i genomsnitt strax över 100% kan detta anses vara en fingervisning för vad fastighetsbolagen anser vara den skuldsättningsgrad som är hanterbar.

5.3.1. Outliers

Företagen Heba och JM grundades 1952 och 1945, de båda har varit med om såväl 90-talskrisen som finanskrisen år 2008. Genom kriserna har båda företagen haft en relativt låg skuldsättningsgrad jämfört med företag som Atrium Ljungberg, som har en skuldsättningsgrad strax under 100%. Under början av studiens tidsram har båda företagen en skuldsättningsgrad runt 5% för att sedan gradvis höjas till runt 100% i slutet av perioden. En förklaring till detta ur ett riskperspektiv med bakgrund till historiska kriser kan vara att företagen har insett att de har en möjlighet till att belåna sig till en högre grad utan att utsätta sig för en för hög risk. Till följd av finanskrisen 2008 kan företagen ha kommit till insikt att

en ökning av sin skuldsättning är möjlig utan att kompromissa för mycket med risk och hanterbarhet.

Företag som genomlever sådana kriser kan antas få ett annat perspektiv på risk, framförallt i samband med skuld. Detta resonemang kan styrkas framför allt av utvecklingen av två av företagen i urvalet, Hufvudstaden och Atrium Ljungberg. Hufvudstaden och Atrium Ljungberg har hållit en relativt konstant skuldsättningsgrad över lång tid och oberoende av räntenivåer och fluktuationer. Hufvudstaden grundades år 1915 och Atrium Ljungberg år 1946, vilket innebär att de genomlevt ett flertal kriser. Tidigare krisers påverkan på riskaptit och val av kapitalstruktur kan vara en förklaring till varför dessa företag har valt en konstant skuldsättningsgrad.

Däremot kan fortsatt Besqabs utveckling i kapitalstruktur inte förklaras med bakgrund av kriser. Företaget ökar sin skuldsättningsgrad vid tider av ekonomisk orolighet och agerar på ett unikt vis i urvalsgruppen.

6. Slutsats

Utvecklingen av kapitalstrukturen, hos svenska börsnoterade fastighetsbolag, karakteriseras av initialt hög skuldsättningsgrad som successivt justerats ned över tid. För att sedan resultera i en stabilisering av företagens skuldsättningsgrad i ett spann mellan 66% och 170% med ett genomsnitt på strax över 100% som sedan hålls relativt konstant under de avslutande åren. Denna utveckling är generell och gäller framförallt för en stor majoritet av urvalet bestående av 15 företag vars utveckling av kapitalstruktur går att beskriva enligt ovan.

Det är fem företag i urvalet vars utveckling skiljer sig från de generella nedjusteringarna som observerats. Två av företagen har besittit en relativt konstant skuldsättningsgrad med minimala justeringar under hela perioden. Ett av dessa företag har genomgående haft en skuldsättningsgrad strax under 100% medan det andra företaget haft en lägre konstant skuldsättningsgrad. Två andra företag, vars utveckling också skiljer från den generella utvecklingen, kommer från en initialt lägre skuldsättningsgrad som successivt justerats upp över tid för att slutligen resultera i en stabilisering omkring 100% under de avslutande åren. Det femte företaget i urvalet vars utveckling av kapitalstruktur markant skiljer sig från samtliga i urvalet. Det femte företags utveckling av kapitalstruktur är mycket volatil under hela perioden, vilket kan vara resultatet av utomstående faktorer.

Gemensamt gällande utvecklingen av kapitalstrukturen för 19 av 20 företag i urvalet oavsett initial skuldsättningsgrad är dess stabilitet under de avslutande åren. 18 av dessa företagens skuldsättningsgrad stabiliseras på en genomsnittlig nivå omkring 100%. Utvecklingen för samtliga företag i urvalet går att förklara utifrån olika delar av Trade Off-teorin, Pecking Order-teorin och tidigare krisers påverkan på val av kapitalstruktur. Trade Off-teorin och tidigare krisers påverkan ger de mest tillfredsställande förklaringarna för utvecklingen.

7. Förslag till vidare forskning

Det vi ser hade varit intressant att fortsatt undersöka är framförallt om de stigande räntenivåer under 2022-2023 kommer ha en effekt på fastighetsbolagens kapitalstruktur, om det kommer börja justera mot en ny skuldsättningsgrad eller fortsatt hålla den skuldsättningsgrad de besittit sedan år 2018. Vidare hade det varit intressant att föra en liknande analys både för fastighetsbolag av annan storlek och i andra länder men även företag i andra branscher. Vidare hade det varit intressant att inkludera andra variabler i analysen, som t.ex. lönsamhet för att ge ytterligare förståelse för kapitalstrukturens utveckling.

Källförteckning

Ai, H., Frank, M.Z. och Sanati, A. (2021) 'The Trade-Off Theory of Corporate Capital Structure', in *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*. Tillgänglig: <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.602>.

Avanza (2023) *Aktier inom Fastigheter och Utveckling*. Tillgänglig: <https://www.avanza.se/aktier/hitta.html?sectorId=40&title=Aktier%20inom%20Fastigheter%20%26%20Utveckling&s=numberOfOwners.desc&o=0> (Hämtad: 23-11-01)

Barry, C.B. *et al.* (2008) 'Corporate Debt Issuance and the Historical Level of Interest Rates', *Financial Management*, 37(3), pp. 413–430. Tillgänglig: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1111/j.1755-053X.2008.00019.x>.

Bharath, S.T., Pasquariello, P. och Wu, G. (2009) 'Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?', *The Review of Financial Studies*, 22(8), pp. 3211–3243. Tillgänglig: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn076>

Business Retriever (2023) http://ezproxy.ub.gu.se/login?url=http://www.retriever-info.com/autologin/mase/?j_username=gothbusiness&j_password=hdg5639di (Hämtad: 23-11-29)

Capital IQ (2023) Tillgänglig: <https://www.capitaliq.com>

Dagens Industri (2022) *Nu och då – proffsen om värsta fastighetskrisen, Dagens industri*. Tillgänglig: <https://www.di.se/nyheter/nu-och-da-proffsen-om-varsta-fastighetskrisen/> (Hämtad: 23-11-14).

Ekonomifakta (2023). *Styrräntan*. Tillgänglig:

<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/finansiell-ekonomi/inflation-och-styrrantor/Styrrantan/?graph=/1554/1/all/> (Hämtad: 23-11-10).

Europeiska kommissionen. (2015) ‘Användarhandledning om definitionen av SMF-företag’, *Publikationsbyrån*. Tillgänglig: <https://data.europa.eu/doi/10.2873/94613>.

Fama, E.F. och French, K.R. (2002) ‘Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt’, *The Review of Financial Studies*, 15(1), pp. 1–33. Tillgänglig:

<https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>

Fama, E.F. och French, K.R. (2005) ‘Financing decisions: who issues stock?’, *Journal of Financial Economics*, 76(3), pp. 549–582. Tillgänglig:

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.003>.

Finansinspektionen (2022). ‘Stabiliteten i det finansiella systemet’. Tillgänglig:

<https://www.fi.se/contentassets/e461438f7733491c859e5654ddd45aae/stabiliteten-finansiella-systemet-221129-sv.pdf>

Finanshistoria (u.å). *Svenska Bankkrisen*. Tillgänglig:

<https://finanshistoria.nu/svenska-bankkrisen> (Hämtad:23-11-09).

Frank, M.Z. och Goyal, V.K. (2004) ‘The effect of market conditions on capital structure adjustment’, *Finance Research Letters*, 1(1), pp. 47–55. Tillgänglig:

[https://doi.org/10.1016/S1544-6123\(03\)00005-9](https://doi.org/10.1016/S1544-6123(03)00005-9).

Göteborgs Universitetsbibliotek (2023)

Tillgänglig: [Artiklar | Göteborgs universitetsbibliotek \(gu.se\)](https://www.gu.se/artiklar)

Hanousek, J. och Shamshur, A. (2011) ‘A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?’, *Journal of Corporate Finance*, 17(5), pp.

1360–1376. Tillgänglig: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.004>.

Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2021). 'Corporate Finance'. 4.uppl. McGraw-Hill Education.

Jermann, U. och Quadrini, V. (2006) 'Financial Innovations and Macroeconomic Volatility'. National Bureau of Economic Research (Working Paper Series). Tillgänglig: <https://doi.org/10.3386/w12308> .

Karpavičius, S. och Yu, F. (2017) 'The impact of interest rates on firms' financing policies', *Journal of Corporate Finance*, 45, pp. 262–293. Tillgänglig: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.007> .

Kraus, A. och Litzenberger, R.H. (1973). 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *The Journal of Finance*, 28(4), pp. 911–922. Tillgänglig: <https://doi.org/10.2307/2978343>.

Kvist, A. (2019). 'Fastighetsbranschen och skuldsättning – en riskfaktor?', *Finansinspektionen*. Tillgänglig: https://www.fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/presbilder-komm-fastigheterrapport_20190610.pdf.

Larsson, M. & Lönnborg, M. (2014). 'Finanskriser i Sverige'. 1.uppl. Studentlitteratur.

Leary, M.T. och Roberts, M.R. (2005). 'Do Firms Rebalance Their Capital Structures?', *The Journal of Finance*, 60(6), pp. 2575–2619. Tillgänglig: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1111/j.1540-6261.2005.00811.x>

Nationalencyklopedin (2023) *Finanskrisen 2007-2008*. Tillgänglig: <https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/internationella-finanskrisen-2007-08> (Hämtad: 23-12-18)

Modigliani, F. och Miller, M.H. (1958). 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *The American Economic Review*, 48(3), pp. 261–297. Tillgänglig: <https://www.jstor.org/stable/1809766> (Hämtad 23-11-11).

Modigliani, F. och Miller, M.H. (1963). 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', *The American Economic Review*, 53(3), pp. 433–443. Tillgänglig: <https://www.jstor.org/stable/1809167> (Hämtad 23-11-11).

Myers, S.C. (1984). 'The Capital Structure Puzzle', *The Journal of Finance*, 39(3), pp. 575–592. Available at: <https://doi.org/10.2307/2327916>.

Myers, S.C. (2001). 'Capital Structure', *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81–102. Tillgänglig: <http://dx.doi.org/10.1257/jep.15.2.81>.

Myers, S.C. och Majluf, N.S. (1984). 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221. Tillgänglig: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).

Patel, R. & Davidson, B. (2019). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur AB.

PWC (2020). Ränteavdragsreglerna - förenklingsregeln kan väl tillämpas för alla små och medelstora bolag? Tillgänglig: <https://blogg.pwc.se/taxmatters/ranteavdragsreglerna-forenklingregeln-eller-ebdita> . (Hämtad: 23-11-30)

Riksbanken (2022). FÖRDJUPNING – Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn. Tillgänglig: [FÖRDJUPNING – Den finansiella sektorns sammanlänkning med den kommersiella fastighetssektorn \(riksbank.se\)](https://www.riksbank.se/for-djupning-den-finansiella-sektorns-sammanlankning-med-den-kommersiella-fastighetssektorn) (Hämtad: 23-11-22)

Riksbanken (2023). *Vad är styrräntan (tidigare reporäntan)?* Tillgänglig:
<https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/vad-ar-styrrantan/>
(Hämtad: 23-11-14).

Riksbanken (2023) *Sök räntor och valutakurser* Tillgänglig:
[Sök räntor och valutakurser | Sveriges Riksbank](#)
(Hämtad: 23-11-21)

Riksdagen. 'Penningpolitiken och Riksbankens förvaltning 1998'. Tillgänglig:
https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/betankande/penningpolitiken-och-riksbankens-forvaltning-1998_gm01fiu23/ (Hämtad: 2023-11-10)

Statistiska Centralbyrån (2022) *SCB:s branschnyckeltal 2021*. Tillgänglig:
<https://www.scb.se/vara-tjanster/oppna-data/branschnyckeltal/> (Hämtad: 23-11-14).

Statistiska Centralbyrån (2023) *Fastighetsprisindex* Tillgänglig:
[Fastighetsprisindex \(scb.se\)](#) (Hämtad: 23-11-28)

Thedéen, E. (2022). 'Erik Thedéen: Ränta, inflation, fastigheter och stabiliteten',
Finansinspektionen [Preprint]. Tillgänglig:
<https://www.fi.se/contentassets/c91ba473d44a4ea4ae62bae8fcd0728d/talreferat-erik-thedeen-oresundsmarknadsdagen-u.pdf>.

Wald, J.K. (1999). 'How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison', *Journal of Financial Research*, 22(2), pp. 161–187. Tillgänglig:
<https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>.