GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Kapitalstruktur och finansiell risk under räntechock i fastighetsbranschen

Styrräntans samband med skuldsättningsgraden - en studie av svenska börsnoterade fastighetsbolag

Kandidatuppsats inom Industrial and Financial Management

Författare:
Pauline Beck-Friis
Ella Dahlgren
Felicia Åberg

Vårterminen 2026
Handledare: Jon Williamsson

Sammanfattning

Denna studie syftar till att undersöka om det finns ett samband mellan räntehöjningarna och skuldsättningsgraden hos svenska börsnoterade fastighetsbolag under perioden 2021-2024, samt vad detta innebär för aktieägarnas finansiella risk. Studien tillämpar en kvantitativ metod baserad på paneldata från 27 fastighetsbolag, där sambandet estimeras genom en fixed effect-modell med en laggad räntevariabel. Med utgångspunkt i trade-off teorin och pecking order teorin analyseras sambandet mellan tidsviktad styrränta och företagens skuldsättningsgrad. Studiens resultat visar att styrräntan är statistisk signifikant, där den samtida styrräntan visar ett positivt samband medan det fördröjda sambandet är negativt. Dessutom uppvisar kontrollvariabeln företagsstorlek (lnta) ett positivt statistiskt samband, medan ROA och tillgångstruktur saknar ett statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden. Detta tyder på att svenska börsnoterade fastighetsbolag anpassar sig efter räntehöjningar, men att det tar tid att justera den ökade finansiella risken, som drabbade bolagen vid inledningen av räntechocken.

Abstract

This study aims to examine whether there is a relationship between the interest rate increases and the leverage ratio of Swedish listed real estate companies during the period 2021-2024, as well as what this implies for shareholders' financial risk. The study applies a quantitative method based on panel data from 27 real estate companies, where the relationship is estimated through a fixed effect model with a lagged interest rate variable. Drawing on trade-off theory and pecking order theory, the relationship between the time-weighted policy rate and the companies leverage ratio is analysed. The results show that the interest rate is statistically significant, with the contemporary rate displaying a positive relationship while the lagged relationship is negative. In addition, the control variables firm size shows a positive statistically significant relationship with the leverage ratio. This indicates that Swedish listed real estate companies adjust to interest rate increases, but that it takes time to adjust to the increased financial risk that affected the companies at the onset of the interest rate shock.

Förord

Denna kandidatuppsats har skrivits under vårterminen 2026 vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Jon Williamsson för värdefull och konstruktiv återkoppling under arbetets gång som hjälpt oss framåt i processen.

Göteborg, maj 2026

Innehållsförteckning

1. Introduktion....6
1.1 Bakgrund....6
1.2 Problemdiskussion....7
1.3 Syfte och frågeställningar....9
1.4 Avgränsningar....9
2. Teori....10
2.1 Teoretiskt ramverk....10
2.1.1 Trade-off teorin....10
2.1.2 Pecking order teorin....11
2.2 Tidigare empirisk forskning....12
2.2.1 Kapitalstruktur under tidigare makroekonomiska kriser....12
2.2.2 Kapitalstruktur hos fastighetsbolag....14
2.2.3 Teoretisk diskussion kring operationaliseringen av kapitalstruktur....15
2.2.4 Faktorer som påverkar kapitalstruktur....16
2.3 Hypotes....19
3. Metod....20
3.1 Val av metod....20
3.2 Litteraturinsamling....20
3.3 Datainsamling....21
3.4 Urval....22
3.5 Variabler....23
3.5.1 Beroende variabler....23
3.5.2 Oberoende variabler....24
3.5.3 Kontrollvariabler....24
3.6 Regressionsmodell....26
3.7 Modelldiagnostik....27
3.8 Validitet och reliabilitet....28
3.9 Metoddiskussion....29
3.10 Etiska aspekter....29
3.11 Användning av AI-verktyg....29
4. Resultat....29
4.1 Deskriptiv statistik....29
4.2 Korrelationsanalys....31
4.2.1 Pearson-korrelation....31
4.2.2 Variance Inflation Factor (VIF)....32
4.3 Hausman-test....33
4.4 Regressionsresultat....33
4.4.1 Huvudregression (FE)....33
4.4.2 Signifikanstest av styrräntan och dess lagg....34

4.5 Random effects som jämförelse..... 34
4.6 Fixed effects utan laggad styrränta.....35
5. Analys & Diskussion..... 36
5.1 Analys av hypoteserna med förankring i teori och litteratur.....36
5.1.1 Det finns ett fördröjt negativt samband mellan höjning av Riksbankens styrränta och fastighetsbolagens skuldsättningsgrad. (H1)..... 36
5.1.2 Lönsamhet har ett negativt samband med skuldsättningsgrad hos fastighetsbolag (H2)..... 39
5.1.3 Det föreligger ett positivt samband mellan företagsstorlek och skuldsättningsgrad (H3)..... 41
5.1.4 Andelen anläggningstillgångar har ett positivt samband med skuldsättningsgrad (H4)..... 42
5.2 Övergripande teoretisk syntes..... 43
5.3 Metodologiska reflektion och studiens begränsningar.....43
6. Slutsats.....44
6.1 Slutsatser..... 44
6.2 Förslag på vidare forskning.....46
Litteraturlista..... 47
Bilagor..... 51

1. Introduktion

1.1 Bakgrund

Fastighetsbranschen är en av de mest kapitalintensiva branscherna i ekonomin där förvärv, utveckling och förvaltning av fastigheter kräver omfattande investeringar med lång ekonomisk livslängd (Morri & Cristanziani, 2009). I och med att anskaffningsvärdet hos fastigheterna är betydligt högre än vad bolagen kan finansiera enbart med eget kapital, blir extern finansiering en förutsättning för verksamhetens överlevnad (Morri & Cristanziani, 2009). Branschen finansieras genom en kombination av eget kapital, företagsobligationer och banklån. Kapitalstruktur avser sammansättningen av hur företaget finansierar sin verksamhet, utifrån en fördelning mellan eget kapital och skulder (Berk & DeMarzo, 2020). Historiskt sett har företag inom fastighetsbranschen haft en hög skuldsättningsgrad jämfört med andra branscher. Denna höga skuldsättning är därmed inte en tillfällighet, utan snarare ett inbyggt branschkrav för att kunna bedriva verksamheten. Till följd av en struktur bestående av hög andel skulder är branschen därmed extremt känslig för makroekonomiska förändringar i ränteläget (Harrison et al., 2011).

Utvecklingen sedan den globala finanskrisen 2008 har under mer än ett decennium präglats av en exceptionellt expansiv penningpolitik och låg inflation. I syfte att nå det övergripande målet om en stabil inflation på 2 procent, bedrev Riksbanken en expansiv penningpolitik och höll styrräntan på historiskt låg nivå (Sveriges Riksbank, u.å.b). Under perioden 2015-2019 var styrräntan till och med negativ, vilket i praktiken innebar att affärsbankerna fick betala för att placera kapital hos Riksbanken. Denna långa period av låga räntor mellan 2009 och 2021 erbjöd gynnsamma förutsättningar för kapitalintensiva branscher som är i behov av extern finansiering. Det ledde till god tillgång av kapital, låga finansieringskostnader och att värdet på fastigheter steg kraftigt. Under denna period var det förmånligt med extern finansiering, vilket gav fastighetsbolagen starka incitament att öka sin skuldsättning i syfte att maximera avkastningen på eget kapital. Branschen byggde successivt upp en kapitalstruktur med historiskt höga nivåer av skulder, till följd av det konstant låga ränteläget (Le & Ooi, 2012).

Denna låga ränteperiod avslutades emellertid abrupt under 2022 på grund av en kombination av globala störningar. Som en följd av effekterna från covid-19-pandemin och Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022, drevs energi- och livsmedelspriserna upp (Sveriges

Riksbank, 2023a). I Sverige steg inflationen hastigt och nådde en topp på 10,2 procent i december 2022 (Sveriges Riksbank, 2023a), vilket var den högsta nivån på över 30 år. För att dämpa den skenande inflationen tvingades Riksbanken till ett regimskifte och genomförde en serie aggressiva räntehöjningar. Styrräntan höjdes därmed från 0 procent i januari 2022 till 4 procent i september 2023. Alltså en ökning på fyra procentenheter på mindre än två år, vilket utgör den största penningpolitiska åtstramningen i Sverige på flera decennier (Sveriges Riksbank, 2023b).

Fastighetsbranschen mötte nu ett drastiskt skifte i de finansiella förutsättningarna. Den ränta ett företag faktiskt betalar för sina lån utgörs i grunden av Riksbankens styrränta tillsammans med en adderad riskpremie som långivaren tar ut för att kompensera för den bolagsspecifika kreditrisken (Berk & DeMarzo, 2020). När både styrräntan och riskpremierna steg samtidigt slog detta hårt mot fastighetsbranschen. Bolagen behövde plötsligt refinansiera sin höga skuldsättning till markant högre räntenivåer, vilket ökade räntekostnaderna och satte kassaflödet under hård press. Räntechocken påverkade därmed fastighetsbranschen enormt, vilket illustreras av att bostadsutvecklaren JM:s VD, Johan Skoglund som offentligt beskrev situationen och de efterföljande konsekvenserna som “värre än under finanskrisen 2008” (Lundqvist, 2023).

1.2 Problemdiskussion

Den plötsliga räntechocken som inleddes 2022 utgör ett relativt nytt finansiellt fenomen i modern tid. Den skiljer sig markant från finanskrisen 2008, som primärt ledde till en likviditetskris där centralbankerna svarade med att sänka räntorna. Räntehöjningarna som fenomen framkallades istället av en påtvingad ökning av räntekostnaderna i en redan historiskt skuldtyngd miljö. Fastighetsbolagen är känsliga för finansiell osäkerhet (Harrison et al., 2011), vilket gjorde att branschen omedelbart hamnade i en riskzon när räntechocken inträffade. När både styrräntor och riskpremier steg skapades direkta svårigheter för bolagen att uppnå sin räntetäckningsgrad, samtidigt som obligationsmarknaden i perioder helt stängdes ner för nyemissioner av skulder. Finansieringsproblemet ligger i dilemmat som uppstår när bolagen ställs inför ett omfattande behov av refinansiering, samtidigt som kapitalet är extremt kostsamt eller helt oåtkomligt (Sveriges Riksbank, 2023b).

Dessa påtvingade omstruktureringar medför en ökad finansiell riskexponering för finansieringsmarknadens intressenter. För aktieägarna är utsattheten särskilt påtaglig eftersom långivare enligt lag har prioriterad rätt till bolagets kassaflöden och tillgångar vid en eventuell konkurs. Det innebär att aktieägarna bär den yttersta finansiella risken, eftersom de riskerar att förlora sitt investerade kapital. När finansieringskostnaderna plötsligt skenar reduceras bolagets vinstmarginaler och därmed aktieägarnas avkastning. Aktieägarnas exponering mot finansiell risk ökar vid räntehöjningar, vilket gör skuldsättningsgraden till det mest lämpliga måttet för att spegla deras riskexponering (Berk & DeMarzo, 2020; Rajan & Zingales, 1995).

För aktieägarna resulterar osäkerheten kring bolagens agerande i en påtaglig informationsasymmetri (Myers & Majluf, 1984). Det uppstår en ovisshet kring huruvida räntekänsliga bolag kommer att sänka utdelningar, avyttra tillgångar till underpris eller genomföra utspädande nyemissioner för att hantera likviditetsbrist (Campello et al., 2010).

Utöver den rent praktiska marknadsosäkerheten utgör detta även ett vetenskapligt dilemma. Inom den företagsekonomiska forskningen förklaras bolagens val av kapitalstruktur traditionellt genom etablerade ramverk såsom trade-off teorin och pecking order teorin. Dessa klassiska teorier har däremot inte testats under dessa omständigheter och det är därför tvetydigt om de kan förklara bolagens agerande under en snabb och påtvingad makroekonomisk chock. Enligt trade-off teorin bör en ökad risk för finansiell stress leda till en rationell nedgradering av skulderna (Kraus & Litzenberger, 1973). Fastigheternas illikvida natur medför dock höga anpassningskostnader, vilket gör det svårt att sälja tillgångar snabbt utan stora förluster (Fischer et al., 1989). Samtidigt konstaterar Myers (1984) att bolag enligt pecking order teorin strävar efter att använda interna medel, men när kassaflödet reduceras av räntekostnaderna ställs teorin på sin spets och bolagen tvingas vidta åtgärder som går emot deras normala finansiella preferenser (Campello et al., 2010). Det primära forskningsproblemet grundar sig i den finansiella riskexponering som aktieägare utsätts för vid en investering i skuldtyngda bolag. Det är därför av akademiskt intresse att undersöka detta förhållande för att utvärdera om det teoretiska ramverket håller även under en finansiell kris.

1.3 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna studie är att undersöka om det finns ett samband mellan Riksbankens höjningar av styrräntan under 2022-2023 och skuldsättningsgraden hos svenska börsnoterade fastighetsbolag, samt vad detta innebär för aktieägarnas finansiella risk.

Frågeställning:
Finns det ett samband mellan räntans ökning och den finansiella risken hos svenska börsnoterade fastighetsbolag?

1.4 Avgränsningar

Studien avgränsas till svenska aktiebolag noterade på Nasdaq Stockholm Large Cap och Mid Cap inom fastighetsbranschen. Finansiella bolag exkluderas enligt tidigare forskning inom kapitalstruktur (Frank & Goyal, 2009; Myers, 1984), eftersom dessa omfattas av lagstadgade kapitaltäckningskrav som gör att skuldsättningsgraden inte är strategiskt justerad. Därmed blir inte dessa bolag jämförbara med övriga börsbolag.

Avgränsningen till en enskild bransch motiveras genom att bolagen omfattas av samma strukturella skillnader. Detta gör att observerade förändringar i skuldsättningsgrader i högre grad kan tillskrivas räntechocken snarare än branschspecifika faktorer.

Vidare avgränsas studien geografiskt till den svenska marknaden. Sverige utgör ett särskilt intressant studieobjekt då den svenska lånemarknaden kännetecknas av en hög andel rörlig ränta jämfört med övriga Europa, där fast ränta är vanligare (Ekonomifakta, 2026). Detta innebär att svenska fastighetsbolag påverkas mer omedelbart av Riksbankens höjningar, till skillnad från länder med längre räntebindningstider (Sveriges Riksbank, 2017). Att avgränsa studien till Sverige innebär även att institutionella skillnader mellan länderna reduceras, vilket ökar jämförbarheten mellan bolagen i urvalet.

Mätperioden avgränsas till åren 2021 till 2024. År 2021 utgör en baslinje då inga kraftiga räntehöjningar ännu genomförts och bolagens kapitalstruktur var anpassad efter det dåvarande ränteläget. Under 2022 och 2023 genomfördes höjningarna successivt och bolagen tvingades reagera (Sveriges Riksbank, 2023b). Genom att använda 2024 som slutmätpunkt ges möjlighet att undersöka de tidiga anpassningarna.

2. Teori

2.1 Teoretiskt ramverk

Studiens teoretiska ramverk utgörs av trade-off teorin och pecking order teorin. Tillsammans utgör de grunden för studiens hypoteser som senare presenteras.

2.1.1 Trade-off teorin

Teorin förutsäger att företag strävar mot en optimal skuldsättningsgrad, en balans mellan fördelarna med lån respektive nackdelar med att undvika konkurs och kostnader vid finansiell stress. Bolag tenderar att ta lån för att utnyttja skatteskölden samtidigt som de inte vill ha för stor andel skuld. Detta för att undvika risken för finansiell stress (Kraus & Litzenberger, 1973).

Enligt teorin anpassar företag gradvis sin skuldsättning för att nå den optimala nivån av lån. Inom teorin finns statisk trade-off-teori och dynamisk trade-off-teori. Myers (1984) beskriver den statiska trade-off teorin som grundidén som utgår från en värld som är stabil och fri från friktioner, där bolagen söker den optimala skuldsättningsnivån som strängt borde följas. Den dynamiska trade-off teorin utgör en vidareutveckling av den statiska modellen och utgår från samma premisser där bolaget söker en optimal skuldsättningsnivå, men där de inte förväntas justera skuldsättningen efter den optimala målnivån vid varje avvikelse. Fischer et al. (1989) menar att fler kontinuerliga justeringar av skulden för med sig anpassningskostnader som gör att lönsamma bolag avstår, så länge avvikelser från målet inte är för stora. Anpassningskostnader är exempelvis transaktionskostnader och interna kostnader (Fischer et al., 1989). Den dynamiska trade-off teorin som en utveckling av statiska kan därmed ge en bättre förklaring i en finansiell osäker värld.

Vidare lyfter Myers (1984) också kritik mot den statiska teorin som menar att extremt lönsamma bolag borde ha stora lån. Detta eftersom de gör stor vinst och är i behov av den stora skatteskölden. Detta konstaterar Myers (1984) inte speglar verkligheten, då det visar sig vara precis motsatsen, att de mest lönsamma bolagen tenderar att låna minst. Detta ifrågasätter alltså hela teorins förankring i praktiken.

I kontexten av fastighetsbolag och en kraftig makroekonomisk räntehöjning blir den dynamiska trade-off teorin ett högst relevant analytiskt ramverk. Fastighetsbranschen har historiskt karaktäriseras av en hög optimal skuldsättningsgrad, driven av låga räntekostnader som skapat tillgång till billigt kapital och systematiskt utnyttjande av skatteskölden (Morri & Cristanziani, 2009). När styrräntan plötsligt höjs skiftade emellertid bolagens optimala målnivå drastiskt nedåt. Skenade räntekostnader och fallande fastighetsvärden medförde att kostnaderna för finansiell stress ökar drastiskt (Sveriges Riksbank, 2023a).

Bolagen ställdes inför en avvägning mellan den ökade risken för finansiell stress och höga anpassningskostnader, som blir konsekvensen av att snabbt minska skulderna (Fischer et al., 1989). Med teorin som ramverk ges således utrymme att analysera hur bolagen vägde risken för finansiell kris mot anpassningskostnaderna, för omstrukturering av skuldsättningen under svåra marknadsförhållanden (Frank & Goyal, 2009).

2.1.2 Pecking order teorin

Teorin grundar sig i informationsasymmetri där chefer inom bolagen besitter mer kunskap om bolagens situation än vad investerare har tillgång till. Detta förklarar Myers (1984) som en avgörande orsak till att bolagen prioriterar att finansiera nya projekt med olika typer av kapital. Till följd av denna informationsasymmetri tvingas investerare tolka signaler som bolagen sänder ut genom olika ageranden. Vid finansiering finns det enligt pecking order teorin tydliga prioriteringar som bör följas (Myers, 1984):

1. Intern finansiering vad gäller balanserade vinstmedel och kassaflöden
2. Extern finansiering i form av banklån eller företagsobligationer
3. Eget kapital genom att rikta sig mot aktiemarknaden, nyemissioner

I första hand bör intern finansiering alltid prioriteras, då det signalerar finansiell stabilitet till investerare. Om interna medel inte räcker för att täcka kapitalbehovet, vänder sig företaget i andra hand till lånemarknaden. Att ta lån anses ge en relativt positiv signal för investerare, då man bedömer att bolagen inte vill binda sig med ränte- och amorteringskrav om de inte var övertygade om att de framtida kassaflöden är starka nog att täcka dessa åtaganden. Enligt teorin är det sista alternativet för bolaget att ge ut nya aktier. Nyemissioner sänder en stark negativ signal till marknaden, då investerare antar att bolaget endast säljer nya aktier när det bedömer att företagets aktiekurs är övervärderad. Konsekvensen av detta agerande leder ofta

till att aktiekursen sjunker (Myers & Majluf, 1984). Myers (1984) menar att pecking order teorin förklarar lönsamma bolags låga skuldsättning då de prioriterar att använda sina egna vinstmedel framför finansiering med lån.

En central begränsning med teorin är att den ignorerar betydelsen av skatteskölden samt risken för finansiell kris, vilket andra teorier menar är avgörande för kapitalstrukturen (Fama & French, 2002). Dessutom misslyckas teorin att belysa nystartade och snabbväxande företag, där informationsasymmetrin är som allra högst (Frank & Goyal, 2003; Myers & Majluf, 1984).

I kontexten för räntechocken 2022-2023 ger pecking order teorin en förklaring till varför lönsamhet bör påverka omfattningen av anpassningarna som görs i skuldsättningsgraden. Bolag med hög lönsamhet genererar interna kassaflöden som enligt teorins hierarki kan användas för amortering. Detta utan att skapa ett behov av att ersätta skulden med ny extern finansiering. Mindre lönsamma bolag saknar möjligheten att använda eget kapital som medel för investeringar och riskerar därmed att tvingas använda nyemissioner för att få in mer kapital (Myers, 1984). Utifrån teorin kan därmed lönsamma bolag antas genomföra större reduceringar av skulder vid räntehöjningar.

2.2 Tidigare empirisk forskning

2.2.1 Kapitalstruktur under tidigare makroekonomiska kriser

Hur räntan påverkar företags kapitalstruktur har tidigare undersökts av Karpavičius och Yu (2017). Studien undersöker hur amerikanska industriföretag påverkas av ränteförändringar under perioden 1975-2014. Utifrån ett urval på drygt 101 000 observationer hos företagen under dessa år, estimerar författarna fixed effects-modeller där nio olika typer av räntor i USA testas. Den beroende variabeln är belåningsgraden mätt som total skuld över bokfört värde av totala tillgångar. Resultatet visar att räntans korrelation generellt är svagt negativ där i de fall sambandet är signifikant är effekten ekonomiskt obetydlig. En höjning av räntan med 100 baspunkter motsvarar i genomsnitt en förändring på drygt en procent. Samtidigt identifierar studien ett tydligt undantag från det svaga sambandet; när marknadsaktörer förväntar sig en negativ BNP-tillväxt blir den negativa korrelationen mellan ränta och skuldsättningen statistiskt signifikant och ekonomiskt betydande. Exempelvis visar studien att vid ett så kallat Anxious Index över 0,5 och en räntesänkning med 100 baspunkter enligt

deras estimat, leder det till att den genomsnittliga belåningsgraden ökar med drygt 15 procent.

Vidare testar Karpavičius och Yu (2017) användningen av en laggad räntevariabel i modellen. Deras studie testar huruvida företagens skuldsättningsgrad påverkas av tidigare räntor genom att inkludera upp till tre års fördröjning för respektive ränta. De finner att ett års fördröjning är signifikant negativ, vilket tyder på en fördröjd anpassning. Även Huang och Ritter (2009) vars studie använder firm fixed effects samt en laggad variabel, visar att det uppstår en fördröjning av anpassningen i bolagens finansiella hävstång vid makroekonomiska förändringar.

Campello et al. (2010), studerade finanskrisen 2008 utifrån en enkätundersökning med 1 050 finanschefer i USA, Europa och Asien. Undersökningen genomfördes under krisen och frågade bolagen i vilken grad deras verksamhet påverkades av kreditens kostnad och tillgänglighet. Resultatet visar att de bolag som klassificerades som begränsade (*financially constrained*) tvingades använda stora delar av sina likvida medel, samtidigt som de utnyttjade sina krediter och sålde tillgångar för att finansiera den löpande verksamheten. Vidare rapporterade 81 procent minskad tillgång till kredit och 59 procent högre lånekostnader under perioden. Studien visar därmed på en direkt koppling mellan dyrare och mindre tillgänglig kredit och företagens beslut kring finansiering och att skillnaden mellan begränsade och icke-begränsade bolag förstärktes under krisen jämfört med tiden innan.

En nyligen genomförd studie av Thabethe och Toerien (2025) jämför hur två olika ekonomiska kriser påverkade kapitalstrukturen hos börsnoterade bolag i Sydafrika under perioden 2004-2022. Kriserna var finanskrisen 2008 och covid-19-pandemin 2020-2021. Författarna använder paneldata med GLS-regression med korrigering för heteroskedasticitet. I regressionerna utgör skuldsättningsgraden (debt-to-equity) den beroende variabeln, medan företagsspecifika faktorer som lönsamhet och tillväxt används som förklarande variabler. Under finanskrisen 2008 när möjligheten till finansiering via kredit minskade och räntekostnaderna ökade, minskade företagen sin skuldsättningsgrad med 6,2 procent under två år. Under covid-19-pandemin sänktes räntorna och resultatet visar en ökning av skuldsättningsgraden på 26,4 procent under 2020. Resultatet visar alltså att olika typer av kriser ger olika reaktioner hos företag och deras kapitalstruktur där författarna drar slutsatsen att åtgärder bör utgå ifrån krisens karaktär.

2.2.2 Kapitalstruktur hos fastighetsbolag

Skuldsättningen hos fastighetsbolag har studerats på en internationell nivå av Le och Ooi (2012). Artikeln har studerat total skuld i förhållande till totala tillgångar hos 579 börsnoterade fastighetsbolag mellan åren 1994-2007 i 13 länder, både med mer utvecklade ekonomier som USA och Japan, samt mindre utvecklade ekonomier som Malaysia och Indien. Studiens hypotes är att fastighetsbolagens möjlighet att finansiera sig är tätt ihopknutet med om landet är en utvecklad ekonomi. Studien bekräftar hypotesen och visar att kapitalmarknadens utvecklingsnivå samverkar med landets ekonomiska utveckling, vilket har en direkt betydelse för fastighetsbolagens finansiering i landet. En mer utvecklad kreditmarknad resulterar i en högre belåningsgrad. Artikeln konstaterar även att i en mer utvecklad aktiemarknad tenderar fastighetsbolagen att ha en lägre skuldsättning (Le & Ooi, 2012).

I likhet med artikeln skriven av Le och Ooi (2012) har Morri och Cristanziani (2009) ett internationellt fokus där författarna fokuserar på europeiska fastighetsbolag noterade inom Epra/Nareit Europe index över ett tidsintervall. Artikeln studerar REIT och icke-REIT företag, där REIT-bolag inte betalar bolagsskatt på sina vinster under förutsättning att de delar ut en stor andel av vinsten till aktieägarna. REIT företag tenderar därför att låna mindre för att de inte kan utnyttja någon skattesköld. Medan icke-REIT företag, som betalar bolagsskatt, har starka incitament att låna för att utnyttja skatteskölden, vilket förklarar den höga belåningsgraden i denna typ av bolag. Artikeln visar även att mer lönsamma bolag lånar mindre samt att fastighetsbolag med en högre operationell risk vanligtvis minskar sin belåningsgrad för att inte öka den totala risken.

Brounen och Eichholtz (2001) har ett fokus på europeiska fastighetsbolag och undersökte hur aktiemarknaden reagerar när bolagen annonserar en nyemission av eget kapital eller skulder. Studien undersökte både nyemissioner i ett flertal länder under perioden 1990-2000. Studien använder respektive lands skattesatser för att förklara varför marknadens reaktion på nyemissioner skiljer sig åt mellan länderna. Artikeln visar att nyemissioner av eget kapital resulterade i att aktiekursen reagerade negativt medan en svag positiv reaktion efterföljdes av annonsering av nyemission av skulder. Detta stödjer trade-off teorin och argumentet kring skatteskölds värde. Artikeln belyser två viktiga förklaringsfaktorer för hur marknaden reagerar; skattenivåerna och nyemissionen i jämförelse till bolagets storlek.

Värderingen av fastigheter baseras på framtida kassaflöden diskonterade med investerarnas avkastningskrav, vilket innebär att stigande avkastningskrav sänker värdet (Sivitanidou och Sivitanides, 1999). Enligt IAS 40 redovisas förvaltningsfastigheter till verkligt värde, där värdeförändringar löpande påverkar resultatet (Alhusaini & Elshamy, 2016). En negativ orealiserad värdeförändring belastar därmed periodens resultat och minskar det egna kapitalet. Eftersom skulderna i sig inte ändras, absorberar det egna kapitalet hela värdeminskningen. När värdet på tillgångarna faller tenderar därmed bolagens belåning att öka mekaniskt (Kiyotaki & Moore, 1997; Kahle & Stulz, 2013).

Studier av Campello et al. (2010) samt Thabethe och Toerien (2025) belyser att företag utsätts för extrem press vid makroekonomiska chocker. Inom kapitalintensiva branscher som fastighetssektorn får detta en direkt konsekvens på aktieägarnas riskexponering och de bär den yttersta risken i ett bolag (Berk & DeMarzo, 2020). Företagens agerande under pressade förhållanden har studerats av Campello et al. (2010), vars resultat från finanskrisen 2008 visar bolag under finansiell stress tvingas frångå målet att maximera aktieägarvärde för att istället prioritera finansiell överlevnad. Detta kan inkludera försäljning av tillgångar till underpriser eller genomförandet av nyemissioner, vilket utgör en specifik risk för befintliga aktieägare (Brunnermeier, 2009). Detta understryks även av Brounen och Eichholtz (2001) som visar att nyemissioner av eget kapital i europeiska fastighetsbolag tenderar att sända negativa signaler som resulterar i fallande aktiekurser och utspädning av befintliga aktiers värde.

2.2.3 Teoretisk diskussion kring operationaliseringen av kapitalstruktur

Valet av nyckeltal för att spegla företags kapitalstruktur är ett omdebatterat ämne i den finansiella litteraturen. Rajan och Zingales (1995) hävdar att det saknas ett universellt nyckeltal för kapitalstruktur och att valet av mått måste avgöras av den specifika kontexten som studeras. Denna ståndpunkt delas av Frank och Goyal (2009), vars empiriska forskning visar att studiers resultat ofta drivs av hur den finansiella hävstången definieras och mäts. Inom fastighetsforskning är det vanligt förekommande att kapitalstrukturen operationaliseras genom belåningsgraden. Både Morri och Cristanziani (2009) samt Harrison et al. (2011) betonar att det är ett centralt mått inom branschen eftersom fastighetsbolag tenderar att bygga sin finansiering på fysiska och pantsättningsbara tillgångar, vilket gör belåningsgraden lämplig för att bedöma säkerheten i just tillgångssidan.

Vid en makroekonomisk räntechock med ökade finansieringskostnader menar forskningen istället att fokus skiftar från tillgångarnas värde till sårbarheten i bolagets kapitalstruktur. Brunnermeier (2009) hävdar att det vid finansiella åtstramningar är det bufferten av eget kapital som avgör hur sårbar en hög finansiell hävstång är, eftersom räntekostnaderna snabbt kan reducera marginalerna. Detta stöds empiriskt av Campello et al. (2010), som visar att bolag med en hög skuldsättning tvingas till drastiska operationella åtgärder när kriser uppstår, i syfte att undvika obestånd. Deras forskning menar att ökade räntekostnader primärt utgör ett hot mot bolagens eget kapital och överlevnadsförmåga, snarare än tillgångarnas bokförda värden.

Rajan och Zingales (1995) framhåller att relationen mellan totala skulder och eget kapital är det nyckeltal som bäst fångar den faktiska finansiella risken och ägarnas exponering. Denna riskexponering menar Berk & DeMarzo (2020) grundar sig i att aktieägarna bär den yttersta risken i bolaget. Eftersom långivarna alltid har prioriterad rätt till kassaflödena, innebär en hög skuldsättning att ökade räntekostnader snabbt kan reducera vinstmarginalerna och därmed minska det egna kapitalet. I linje med detta resonemang argumenteras det i Rajan och Zingales (1995) studie att skuldsättningsgraden utgör ett lämpligt mått för att undersöka effekten av räntehöjningar. Medan belåningsgraden mäter relationen mellan räntebärande lån och fastigheternas marknadsvärde, ger skuldsättningsgraden en tydligare bild av hur sårbar bolagets kapitalstruktur är när finansieringskostnaderna ökar. Som Brunnermeier (2009) belyser är det bufferten av eget kapital som avgör ett bolags överlevnadsförmåga vid finansiella åtstramningar. Sammantaget gör detta skuldsättningsgraden till det teoretiskt mest förankrade måttet när en undersökning syftar till att direkt avspegla hur makroekonomiska ränteförändringar slår mot den underliggande finansiella risken för bolagets aktieägare.

2.2.4 Faktorer som påverkar kapitalstruktur

En central del av den finansiella litteraturen har ägnats åt att identifiera vilka företagsspecifika faktorer som driver bolagens kapitalstruktur. Forskare har prövat en bred mängd potentiella variabler såsom framtida tillväxtmöjligheter, branschspecifik risk och företagsålder. Frank och Goyal (2009) utvärderar i sin forskning ett stort antal variabler och konstaterar att merparten av dem är empiriskt svaga och ger opålitliga resultat beroende på hur studierna utformas. I kontrast till dessa svaga variabler fastslås det att lönsamhet, företagsstorlek och tillgångsstruktur utgör “kärnfaktorer” som konsekvent och robust

förklarar företags skuldsättning. För att säkerställa empirisk jämförbarhet operationaliseras dessa faktorer i regel genom specifika och etablerade nyckeltal där lönsamhet ofta definieras som avkastning på totalt kapital (ROA), storlek mäts genom naturliga logaritmen av totala tillgångar och materiella anläggningstillgångar som andel i förhållande till totala tillgångar. Detta gäller oberoende av om kapitalstrukturen operationaliseras som belåningsgrad eller skuldsättningsgrad, vilket ger ett starkt stöd för pecking order teorin. Även Rajan och Zingales (1995) stödjer denna bild i sin internationella kartläggning, där de understryker att fysiska och pantsättningsbara tillgångar, logaritmerad storlek och lönsamhet (ROA) är de absolut mest fundamentala bestämningsfaktorerna för den finansiella hävstången.

Att dessa specifika kärnfaktorer är mest avgörande även inom fastighetsbranschen bekräftas av Morri och Cristanziani (2009) som prövar vilka företagsspecifika faktorer som driver branschens kapitalstruktur. Genom att mäta belåningsgraden prövar författarna hur väl etablerade finansieringsteorier kan förklara företagens faktiska skuldsättning. Deras resultat visar att bland annat tillväxt som bestämningsfaktor saknar statistiskt signifikant samband på skuldsättningen, vilket kan förklaras av att branschens höga andel materiella tillgångar fungerar som säkerhet för kreditgivare, oberoende av bolagens tillväxttakt. Däremot visar studien en stark positiv korrelation mellan företagsstorlek och belåning. Detta tolkas som ett tydligt empiriskt stöd för trade-off teorin, då större fastighetsbolag ofta kan dra nytta av fördelarna med deras storlek och en lägre upplevd konkursrisk på marknaden, vilket möjliggör en högre optimal skuldsättning. Samtidigt finner författarna att företagens lönsamhet (ROA) har en signifikant negativ effekt på belåningen. Företagens agerande tenderar att gå i linje med pecking order teorin, eftersom detta indikerar att mycket lönsamma bolag följer en tydlig finansieringhierarki där internt genererade medel alltid prioriteras framför extern finansiering. Sammantaget visar studien att faktorer som storlek och lönsamhet aktivt formar fastighetsbolagens kapitalstruktur.

Även om flera faktorer empirisk bevisats forma bolagens skuldsättning, betonar litteraturen riskerna med att inkludera variablerna som överlappar varandra i en undersökning. Titman och Wessels (1988) belyser i sin klassiska studie problematiken med att flera teoretiska attribut ofta mäts genom finansiella nyckeltal som i praktiken fångar exakt samma ekonomiska egenskap. Om en modell inkluderar flera faktorer som mäter samma sak riskerar dessa variabler att störa ut varandra. Detta kan leda till att den faktiska effekten på skuldsättningsgraden helt förlorar sin statistiska signifikans. Titman och Wessels (1988) drar

därmed slutsatsen att operationaliseringen av kapitalstrukturens bestämningsfaktorer kräver selektivt urval för att det inte ska mäta samma underliggande effekt och ge ett tillförlitligt resultat.

Samtidigt visar den finansiella litteraturen att företagsstorlek i sig kan fungera som en buffert mot riskexponering. Titman och Wessels (1988) konstaterade att större företag i regel har en mer diversifierad verksamhet, vilket direkt korrelerar med en lägre konkursrisk. Det stöds av Morri och Cristanziani (2009) gällande fastighetsbranschen, där fördelarna hos större fastighetsbolag leder till en högre finansiell uthållighet. Litteraturen indikerar därmed att företagsstorlek minskar den operationella sårbarheten, vilket medför en tryggare exponering för aktieägarna då dessa bolag är mindre benägna att tvingas till de åtgärder som skadar aktievärdet (Campello et al. 2010).

Den samlade litteraturen (Frank & Goyal, 2009; Morri & Cristanziani, 2009; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988) indikerar därmed konsekvent att av mängden faktorer som påverkar företagens kapitalstruktur är variabler som logaritmerad företagsstorlek, lönsamhet (ROA) och andel materiella anläggningstillgångar de mest fundamentala. Dessa faktorer har bevisligen starkast signifikans eftersom de inte mäter samma underliggande egenskap, som utgör de avgörande mekanismer för bolagens kapitalstruktur.

Sammantaget visar den tidigare forskningen tillsammans med det teoretiska ramverket olika perspektiv. Enligt den dynamiska trade-off teorin sänker en höjd styrränta bolagens optimala skuldsättning eftersom kostnaderna för finansiell stress ökar och värdet av skatteskölden minskar. Till följd av höga anpassningskostnader sker bolagens förändring av kapitalstruktur med en tidsfördröjning (Fischer et al., 1989; Karpavičius & Yu, 2017; Huang & Ritter, 2009). Samtidigt förutspår pecking order teorin att hög lönsamhet fungerar som en riskreducerande faktor, där internt kapital prioriteras för amortering framför kostsam extern refinansiering (Myers, 1984).

Vidare förklarar trade-off teorin att större bolag kan bära en högre skuldsättning till följd av lägre konkursrisk och bättre tillgång till kapitalmarknaden, samt att en hög andel materiella anläggningstillgångar fungerar som säkerhet för kreditgivare (Titman & Wessels, 1988; Morri & Cristanziani, 2009). Utöver detta teoretiska samband visar forskningen inom

fastighetsbranschen att en stor andel fastigheter även exponerar bolagen för mekaniska värdenedgångar vid en räntechock, vilket matematiskt pressar upp skuldsättningsgraden ytterligare (Alhusaini & Elshamy, 2016; Kiyotaki & Moore, 1997).

Utifrån dessa samband förväntas räntehöjningar och hög lönsamhet medföra en minskad skuldsättningsgrad, medan både företagsstorlek och andelen anläggningstillgångar antas ha en positiv inverkan.

2.3 Hypotes

Utifrån det teoretiska ramverket och presenterad tidigare forskning har följande hypoteser formulerats:

H1:
Det finns ett fördröjt negativt samband mellan höjning av Riksbankens styrränta och fastighetsbolagens skuldsättningsgrad.

H2:
Lönsamhet har ett negativt samband med skuldsättningsgrad hos fastighetsbolag.

H3:
Det föreligger ett positivt samband mellan företagsstorlek och skuldsättningsgrad.

H4:
Andelen anläggningstillgångar har ett positivt samband med skuldsättningsgrad.

Hypoteserna syftar till att undersöka hur Riksbankens styrränta och företagsspecifika faktorer korrelerar med fastighetsbolagens skuldsättningsgrad. Genom att testa dessa hypoteser möjliggörs en empirisk analys av sambanden mellan styrränta, lönsamhet, företagsstorlek och tillgångsstruktur i relation till kapitalstruktur.

3. Metod

3.1 Val av metod

Studien utgår från en kvantitativ ansats, vilket möjliggör statistisk analys av ett eventuellt samband mellan räntehöjningarna och bolagens skuldsättningsgrad, där syftet är att mäta och kvantifiera finansiella förändringar hos ett urval företag. Studien genomfördes genom insamling av sekundärdata, till skillnad från primärdata som hade krävt exempelvis enkäter eller intervjuer (Bryman et al., 2024). Användningen av sekundärdata innebär att de finansiella aspekterna i bolagen kan mätas och analyseras med objektivitet (Bryman et al., 2024).

Utifrån de etablerade teorierna trade-off och pecking order formulerades hypoteser som sedan prövas (Bryman et al., 2024). Den deduktiva ansatsen innebär att hypoteserna härleds ur teorin, samtidigt som den kvantitativa metoden tillhandahåller verktygen för att testa och mäta dem. Tillsammans utgör detta grunden för studiens tillvägagångssätt, vilket beskrivs närmare i efterföljande avsnitt.

3.2 Litteraturinsamling

En systematisk litteratursökning genomfördes för att hitta relevant forskning inom studiens ämnesområde. Litteraturen inhämtades primärt från Scopus och kompletterades med Google Scholar. Artiklarna som identifierades från Google Scholar kontrollerades därefter i Göteborgs universitetsbibliotekets databas för att säkerställa att de var peer-reviewed. För att identifiera rätt litteratur till studiens tidigare forskning användes sökord som på ett strukturerat sätt fick fram bred och mer branschspecifik forskning. Sökord som bland annat *“financial crisis”,”capital structure”, “pecking-order”, “trade-off”, “real estate”, “property firms” och "debt/equity ratio”* kombinerades för att hitta tidigare forskning med koppling till både kapitalstruktur och fastighetsbranschen.

Urvalet av artiklarna baserades på deras relevans för studiens syfte, frågeställning, artikelns publiceringsdatum, metodologiskt val och geografiska utgångspunkt. Fokus lades även på deras teoretiska koppling till kapitalstruktur och räntehöjningar, där internationella peer-reviewed artiklar valdes med fokus på företagsekonomi.

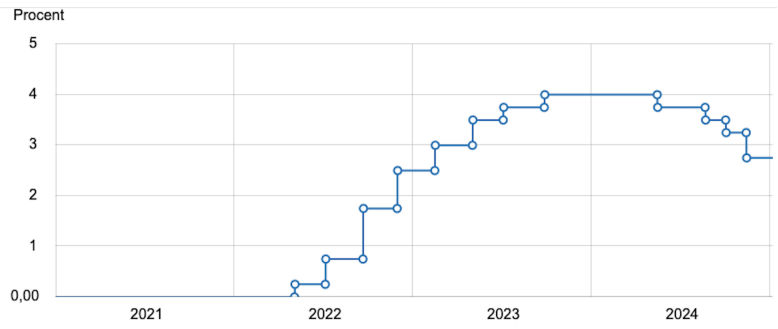
3.3 Datainsamling

Studien bygger på två typer av sekundärdata: finansiella uppgifter på bolagsnivå samt Riksbankens styrränta. Den finansiella data på bolagsnivå hämtas från Retriever Business. Insamlingen avgränsades inledningsvis till svenska aktiebolag noterade på Nasdaq Stockholm Large Cap och Mid Cap som klassificeras inom fastighetsverksamhet och var aktiva under mätperioden. I urvalet inkluderas även bolag som vid mätperiodens början var noterade på First North men som flyttade till Nasdaq Stockholm under perioden. Samtliga bolag börsnoterades före den 1 januari 2021. Detta resulterade i att 45 svenska börsnoterade fastighetsbolag togs fram från Retriever Business.

För respektive bolag och år (2021-2024) hämtades data som ligger till grund för studiens variabler:

1) Skuldsättningsgrad
2) Avkastning på totalt kapital
3) Totala tillgångar
4) Materiella anläggningstillgångar

Studiens oberoende variabel är styrräntan som hämtas från Riksbanken. Eftersom styrräntan justeras löpande under året och varje räntenivå varar olika länge, beräknades ett tidsviktat årsgenomsnitt för respektive år. På så sätt representeras varje månads räntenivå i variabeln, vilket ger en mer rättvisande bild av det faktiska ränteläget under varje verksamhetsår än vad en enskild räntepunkt skulle göra. De viktade årliga medelvärdet för vardera år utgör samma värde för samtliga bolag, detta eftersom styrräntan inte är bolagsspecifik.



Figur 1. Illustration över hur räntan justeras under åren. Hämtat från Sveriges Riksbank

	Riksbankens styrräntor
	Styrränta
Period	Medel
2021	0.00
2022	0.76779
2023	3.46414
2024	3.62849

Figur 2. Viktade årsgenomsnitt hämtat från Sveriges Riksbank

Det insamlade datamaterialet struktureras inledningsvis i Excel för att därefter importeras till statistikprogrammet Stata. Där definierades studiens variabler och den naturliga logaritmen av totala tillgångar samt andelen materiella anläggningstillgångar genererades.

3.4 Urval

Av de 45 fastighetsbolagen från Retriever Business exkluderas 25 bolag efter individuell granskning. Två bolag var inte börsnoterade och kunde därmed inte inkluderas. Vidare exkluderades börsnoterade investmentbolag som delvis har fastigheter i sitt innehav, men som inte bedöms vara renodlade fastighetsbolag. Även dotterbolag exkluderades eftersom dessa inte är jämförbara med övriga bolag. Slutligen exkluderades bolag börsnoterade efter 1 januari 2021, som trots den valda begränsningen i Retriever Business var med i exporten till Excel.

Utöver dessa exkluderades ytterligare två bolag av specifika skäl. Samhällsbyggnadsbolaget i Norden AB (SBB) exkluderades som extremvärde till följd av att bolagets finansiella ställning avvek markant från övriga bolag i urvalet. SBB genomgick en akut och bolagsspecifik finansieringskris under våren 2023, där bolagets kreditbetyg sänktes och bankkredit drogs in (SVT Nyheter, 2023). Nedgången försämrade bolagets tillgång till kapitalmarknaden och drev upp finansieringskostnader, samtidigt som omfattande nedskrivningar av fastighetsbeståndet kraftigt försvagade det egna kapitalet. Efter att ha genomfört regressionen med och utan SBB, allt annat lika, beslutades att exkludera bolaget i urvalet då det blev en tydlig avvikelse i resultatet.

Slutligen exkluderades Corem Property Group på grund av ett förvärv av Klövern 2021, något som fick stora effekter på balansräkningen. Förvärvet innebar att bolagets totala tillgångar och skulder ökade kraftigt under studiens mätperiod, någonting som inte var en följd av räntehöjningarna (Corem Property Group, 2021). Att inkludera dessa hade riskerat att ge ett missvisande resultat. Efter samtliga exkluderingar kvarstod ett urval på 18 bolag.

För att säkerställa urvalets fullständighet kontrollerades de framtagna bolagen mot Nasdaq Stockholms officiella listning. Det konstaterades då att ytterligare nio fastighetsbolag inom studiens avgränsningar saknades från Retriever Business. Dessa bolagsnamn kompletterades därför manuellt till studiens befintliga urvalslistan och data hämtades från Retriever Business. Det resulterade i ett fastställt urval på 27 svenska börsnoterade fastighetsbolag.

Studien omfattar fyra mätpunkter per bolag med basåret 2021 till slutåret 2024. Detta ger 108 observationer, men eftersom huvudregressionen i studien inkluderar en laggad variabel för styrräntan reduceras antalet observationer till 81. Det första mätåret 2021 i undersökningen används uteslutande som baslinje för fördröjningen vilket innebär att det året inte ingår eller inkluderas som aktiv observation i regressionsmodellen.

3.5 Variabler

3.5.1 Beroende variabler

Skuldsättningsgraden

Den beroende variabeln är ett estimerat nyckeltal som syftar till att visa bolagens finansiella risk. Det mått som kommer att användas i denna studie är skuldsättningsgraden (debt to equity ratio). Måttet beräknas genom att dividera de totala skulderna med det totala egna kapitalet. Genom att analysera detta nyckeltal framträder fördelningen mellan lånade medel och ägarkapital, vilket är centralt för att spegla förändringar i den finansiella risken för företagets intressenter. Ett högre värde indikerar en högre finansiell risk och en ökad räntekänslighet och vice versa. Valet att använda skuldsättningsgraden för att mäta kapitalstruktur och finansiell risk stöds av Rajan och Zingales (1995). Att nyckeltalet effektivt fångar aktieägarnas riskexponering grundar sig dessutom i den fundamentala hävstångseffekten, där lånade medel gör ägarkapitalet mer känsligt för yttre förändringar (Berk & DeMarzo, 2020)

Beräkning:

$$Skuldsättningsgrad = \frac{Totala\ Skulder}{Totalt\ Eget\ Kapital}$$

3.5.2 Oberoende variabler

Styrränta

Studiens primära oberoende variabel är styrräntan. Räntan utgör per definition priset på lånat kapital och bolagens finansieringskostnader är därmed tätt sammankopplade med det makroekonomiska läget. När Riksbanken höjer styrräntan leder det till att affärsbankerna i sin tur höjer sina utlåningsräntor, vilket i grunden gör det dyrare för företagen att finansiera sig med externa medel. För att spegla ränteläget under respektive verksamhetsår har styrräntan beräknats som ett tidsviktat årsgenomsnitt baserat på data från Sveriges Riksbank (u.å.a).

Även om styrräntan inte nödvändigtvis reflekterar den exakta ränta som företagen betalar, på grund av både räntebindningstider och företagsspecifika riskpremier, utgör det en grund för marknadens allmänna ränteläge. Eftersom studien syftar till att undersöka effekten av räntechocken bedöms Riksbankens styrränta vara den mest tillförlitliga indikatorn. Den fångar tydligt Riksbankens agerande, vilket sammanfaller med förändringar i fastighetsbolagens finansiella stabilitet och riskexponering (Sveriges Riksbank, 2023b).

3.5.3 Kontrollvariabler

Denna studie inkluderar tre kontrollvariabler för att säkerställa att sambanden mellan förändringar i styrräntan och företagens skuldsättningsgrad i större utsträckning kan isoleras. De valda kontrollvariablerna har i tidigare forskning konsekvent identifierats som centrala bestämningsfaktorer för företags finansiella risk och finansiella beslut, både generellt och med särskilda kopplingar till fastighetsbranschen. Genom att inkludera dessa kontrollvariabler minskar risken för snedvridningar till följd av utelämnade variabler (omitted variable bias), vilket minskar risken för att studiens resultat inte förvrängs av andra bolagsspecifika egenskaper än den makroekonomiska ränteutvecklingen (Baltagi, 2021; Wooldridge, 2010).

Lönsamhet

Lönsamhet är en avgörande kontrollvariabel eftersom lönsamma bolag tenderar att ha en lägre skuldsättningsgrad. Myers (1984) förklarar detta genom pecking order teorin som betonar att företag i första hand föredrar intern finansiering framför extern upplåning. Detta samband bekräftas även av Frank och Goyal (2009). Utöver det teoretiska stödet är valet att inkludera lönsamhet viktigt av rent matematiska skäl. Genererade vinstmedel ökar bolagets eget kapital, vilket utgör nämnaren i studiens beroende variabel (skuldsättningsgraden). En ökad lönsamhet sänker därmed skuldsättningsgraden rent mekaniskt, oavsett om bolagets faktiska andel lån är oförändrad eller inte.

Avkastning på totalt kapital (ROA) som lönsamhetsmått beräknas som summan av rörelseresultatet och de finansiella intäkterna dividerat med bolagets totala tillgångar. Genom att använda ROA säkerställs att variabeln mäter bolagens operativa prestation helt oberoende av deras specifika finansieringsstruktur (Frank & Goyal, 2009). Andra lönsamhetsmått som inkluderar räntekostnader skulle riskera att fånga upp samma ekonomiska effekt som studiens oberoende variabel, styrräntan, vilket skulle försämra modellens precision (Titman & Wessels, 1988).

Företagsstorlek

Företagsstorlek ses ofta som en viktig faktor för att förklara skillnader i företags skuldsättningsgrad. Enligt finansiell teori har större bolag ofta en mer diversifierad verksamhet och en lägre konkursrisk. Denna stabilitet gör att de kan bära en högre andel skulder i förhållande till det egna kapitalet (Titman & Wessels, 1988). Tidigare forskning på specifikt fastighetsbolag bekräftar detta positiva samband och visar att större aktörer i branschen tenderar att driva sin verksamhet med en högre finansiell hävstång, mätt som andel lån av de totala tillgångarna (Morri & Cristanziani, 2009). Eftersom detta är direkt matematiskt korrelerat med bolagens skuldsättningsgrad, inkluderas företagsstorlek som kontrollvariabel i denna studie. Detta görs för att säkerställa att observerade variationer i bolagens skuldsättningsgrad drivs av förändringar i styrräntan och inte förvrängas av att företagen skiljer sig i storlek. Variabeln operationaliseras som den naturliga logaritmen av bolagets totala tillgångar, vilket hanterar storleksskillnaderna som ofta förekommer i finansiell paneldata (Frank & Goyal, 2009).

Materiella anläggningstillgångar

Andelen materiella anläggningstillgångar är en vedertagen bestämningsfaktor inom fastighetsbranschen (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). Eftersom materiella anläggningstillgångar kan pantsättas och användas som säkerhet för lån, har bolag med hög andel anläggningstillgångar generellt tillgång till extern lånefinansiering till förmånligare villkor (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). I materiella anläggningstillgångar kategoriserar Retriever Business förvaltningsfastigheter, pågående nyanläggningar, mark och byggnader, maskiner och inventarier. Detta är därför särskilt relevant för fastighetsbolag, vars tillgångsstruktur skiljer sig markant från andra aktörer på marknaden eftersom de besitter stora andelar materiella anläggningstillgångar, vilket i sin tur möjliggör en betydligt högre andel lån. Genom att inkludera denna variabel kontrolleras bolagens individuella tillgångsstrukturer, för att säkerställa att studien fångar det faktiska sambandet med styrräntan. Variabeln beräknas i denna studie genom att dividera de totala materiella anläggningstillgångarna med bolagens totala tillgångar.

3.6 Regressionsmodell

Studien använder sig av paneldata regression för att analysera och studera data från 27 bolag under en fyraårsperiod. Eftersom fastighetsbolag har unika företagsspecifika egenskaper som riskerar att ge snedvridet resultatet, har en fixed effects-modell valts. Denna modell kontrollerar för de individuella skillnaderna mellan bolagen, vilket innebär att den enbart analyserar variationen över tid inom varje enskilt bolag.

$$D/E_{it} = \alpha + \beta_1 IR_t + \beta_2 IR_{t-1} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 \ln TA_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \mu_i + \epsilon_{it}$$

Beteckning	**Beskrivning**	**Roll i modellen**
D/E_{it}	Debt-to-Equity ratio för bolag *i* under år *t*	Beroende variabel
α	Modellens intercept	Konstant
IR_t	Styrräntan under år *t*	Oberoende huvudvariabel
IR_{t-1}	Styrräntan fördröjd med ett år, fångar upp fördröjd anpassning	Oberoende, laggad

ROA_{it}	Return on Assets för bolag *i* under år *t,* bolagets lönsamhet	Kontrollvariabel
$lnTA_{it}$	Naturliga logaritmen av totala tillgångar för bolag *i* under år *t,* bolagsstorlek	Kontrollvariabel
$TANG_{it}$	Andel materiella anläggningstillgångar av totala tillgångar, *i* under år *t*	Kontrollvariabel
$\beta_1 \ldots \beta_5$	Koefficienter som anger riktning och styrka för respektive variabel	Parametrar
μ_i	Företagsspecifik fast effekt, fångar icke-observerade tidskonstanta faktorer för bolag *i*.	Fast effekt
ε_{it}	Tidsvarierande feltermen (slumpfelet) för bolag *i* under år *t*	Felterm

3.7 Modelldiagnostik

Multikollinearitet innebär att två eller flera av studiens oberoende variabler är starkt korrelerade med varandra, vilket kan leda till att enskilda variabler mäter samma underliggande värde. För att undersöka huruvida multikollinearitet förekommer mellan studiens oberoende variabler genomfördes ett Variance Inflation Factor Test (VIF). Ett VIF-test under 5 bekräftar att multikollinearitet inte utgör något problem för studien eller i modellen (Wooldridge, 2010).

Studien genomförde ett Hausman-test för att avgöra huruvida fixed effects eller random effects är den bästa paneldataestimatorn för studien. Ett icke-signifikant testresultat visar att random effects ska användas, medan ett signifikant test innebär att fixed effects bör användas för att undvika missvisande skattningar (Wooldridge, 2010).

Endogenitet uppstår när variabler påverkar varandra ömsesidigt. I detta fall skulle det innebära att styrräntan och skuldsättningsgraden påverkar varandra, något som skulle försvåra tolkningen av resultatet. Utöver det kan endogenitet uppstå när en variabel har

medvetet eller omedvetet uteslutits från studien, vilket påverkar både den oberoende och den beroende variabeln (Wooldridge, 2010).

Heteroskedasticitet innebär att feltermernas varians inte är konstant över observationerna vilket kan leda till att studiens standardfel blir felaktiga och signifikansen blir missvisande. För att förhindra detta kan robusta standardfel användas i studien för att säkerställa att eventuell statistisk signifikans är tillförlitlig (Wooldridge, 2010).

3.8 Validitet och reliabilitet

För att säkerställa studiens tillförlitlighet och trovärdighet måste studiens validitet och reliabilitet tas i beaktning. Intern validitet innebär att en studie mäter det den avser att mäta och om frågeställningarna besvaras. Genom användningen av kontrollvariabler minskar risken för att en annan faktor förklarar eller påverkar variationen i skuldsättningsgraden, vilket ökar studiens interna validitet (Bryman et al., 2024).

Trots inkluderande kontrollvariabler kan det inte uteslutas att ytterligare faktorer påverkar skuldsättningsgraden och att isoleringen av räntans effekt därmed inte är fullständig. Studien håller sig därför transparent och tar i beaktning att okontrollerbara variabler kan förekomma. Detta utgör därför en begränsning som hålls i åtanke kring tolkningen av studiens resultat.

Ytterligare syftar extern validitet på hur generaliserbart studiens resultat är utanför det valda urvalet (Bryman et al., 2024). Studien inkluderar samtliga börsnoterade fastighetsbolag på Nasdaq Stockholm, inom ramen för avgränsningarna. Detta resulterar i att urvalsgruppen har en bred representation av den svenska börsnoterade fastighetsbranschen. Resultaten är dock inte nödvändigtvis generaliserbara för onoterade fastighetsbolag eller andra börsnoterade bolag inom andra branscher. Jämfört med Europa har Sverige en hög andel rörlig ränta vilket gör att resultatet blir svårt att generalisera internationellt (Ekonomifakta, 2026; Sveriges Riksbank, 2017).

Studiens reliabilitet syftar på hur tillförlitlig och konsekvent mätningen och instruktionerna är, samt om samma resultat nås varje gång studien genomförs igen baserat på samma instruktioner (Patel & Davidson, 2019). Studiens syfte, urval, kontrollvariabler och genomförande är formulerade vilket stärker reliabiliteten. Databasen Retriever Business

används vilket är en standardiserad databas där beräkning av nyckeltal görs enhetligt. Tillsammans bidrar det till studiens reproducerbarhet.

3.9 Metoddiskussion

Studien har några metodologiska begränsningar vilket bör beaktas vid tolkningen av resultatet. Användandet av sekundärdata från Retriever Business kan anses vara en begränsning för sättet fastighetsbolagen klassificerar och redovisar sina poster på kan variera. Det kan resultera i att en jämförelse mellan vissa poster i bolagen blir begränsad trots att de presenteras i samma kategori i Retriever Business. Studien kan inte heller förklara interna beslut under studiens tidsperiod, utan fokuset ligger på att endast analysera eventuella samband utifrån litteratur och teori.

3.10 Etiska aspekter

Studien bygger uteslutande på publikt tillgänglig sekundärdata hämtad från Retriever Business. Noterade bolag på Nasdaq Stockholm är skyldiga att offentliggöra denna typ av finansiell information (Nasdaq Stockholm, 2019). Därmed uppstår inga frågor om personlig integritet eller hantering av personuppgifter enligt GDPR. Resultatet från studien används inte för egen vinning och det finns inget personligt intresse i de bolagen som studerats.

Vidare håller studien sig objektiv till resultatet och redovisar både stödjande och motsägande utfall till hypoteserna. Citerade källor och tidigare forskning refereras enligt APA 7 för att ge upphovsrättsligt erkännande till ursprungliga författare.

3.11 Användning av AI-verktyg

AI-verktyg har använts i begränsad omfattning som språkligt stöd för bearbetning av grammatik och begreppsförståelse.

4. Resultat

4.1 Deskriptiv statistik

Den deskriptiva statistiken för studiens variabler presenteras nedan i Tabell 1. Urvalet omfattar 108 observationer fördelade över 27 bolag. Observationerna omfattar data över de

fyra åren 2021, 2022, 2023 och 2024. Skuldsättningsgraden (d_e) har ett medelvärde på 1,408 och en median på 1,390, med en standardavvikelse på 0,445. Det lägsta värdet i urvalet är 0,410 och det högsta är 3,270. Styrräntan (ir) varierar mellan 0,000 och 3,620 procent under perioden enligt viktat medelvärde för respektive år. Avkastning på totalt kapital (roa) uppvisar både negativa och positiva värden där det lägsta värdet är -6,630 och högsta värde är 12,100. Roa har ett medelvärde på 3,806. Den naturliga logaritmen av totala tillgångar (lnta) har ett medelvärde på 17,060 där lägsta värdet är 14,420 och högsta är 19,406. Andelen materiella anläggningstillgångar (tang) är i genomsnitt 0,929 med en spridning på 0,053.

Variable	N	Mean	SD	Min	p50	Max
d_e	108.000	1.408	0.445	0.410	1.390	3.270
ir	108.000	1.960	1.611	0.000	2.110	3.620
roa	108.000	3.806	2.249	-6.630	3.700	12.100
lnta	108.000	17.060	1.108	14.420	17.154	19.406
tang	108.000	0.929	0.053	0.740	0.950	0.990

Tabell 1. Deskriptiv statistik 1

Standardavvikelsen delas upp i en overall-komponent, en between-komponent och en within-komponenten. De tre respektive komponenterna visar variationen över samtliga observationer, mellan bolagen i urvalet och slutligen inom de enskilda bolagen. Resultatet redovisas i Tabell 2 nedan.

Variationen för skuldsättningsgraden mellan bolagen överstiger variationen inom bolagen där mellan-variationen har en standardavvikelse som uppgår till 0,418 och inom-variationen är 0,168. Styrräntan saknar i sin tur variation mellan bolagen, vilket visar att styrräntan är samma för samtliga bolag. Roa, lnta och tang har samtliga större mellan- än inom-variation.

Eftersom räntan är gemensam för samtliga bolag varje år är mellan-variationen noll och hela variationen utgörs av inom-variation. Detta ligger till grund för valet att exkludera tidsfixerade effekter i regressionsmodellen, eftersom sådana effekter skulle absorbera all variation i den oberoende huvudvariabeln.

Variable		Mean	Std. dev.	Min	Max	Observations
d_e	overall	1.40787	.4451211	.41	3.27	N = 108
	between		.4182321	.5925	2.61	n = 27
	within		.167687	.9178703	2.06787	T = 4
ir	overall	1.96	1.61116	0	3.62	N = 108
	between		0	1.96	1.96	n = 27
	within		1.61116	0	3.62	T = 4
roa	overall	3.806204	2.249467	-6.63	12.1	N = 108
	between		1.31388	.2175	6.2	n = 27
	within		1.839082	-3.041296	11.9312	T = 4
lnta	overall	17.05951	1.108062	14.4205	19.40622	N = 108
	between		1.119682	14.54044	19.35049	n = 27
	within		.0962444	16.61009	17.35633	T = 4
tang	overall	.9287037	.0534264	.74	.99	N = 108
	between		.0521618	.7625	.98	n = 27
	within		.0144849	.8837037	.9562037	T = 4

Tabell 2. Deskriptiv statistik 2

4.2 Korrelationsanalys

4.2.1 Pearson-korrelation

Korrelationsmatrisen redovisar parvisa Pearson-korrelationer mellan studiens variabler tillsammans med tillhörande p-värden i Tabell 3. Skuldsättningsgraden visar en korrelation på 0,082 med styrräntan där p = 0,396 och en korrelation på 0,173 med roa där p = 0,074. Vidare visar korrelationen mot lnta -0,167 och p = 0,085 och gentemot tang -0,049 där p = 0,616. Den enda korrelationen som är signifikant på 5-procentsnivå är mellan lnta och tang som visar -0,192 och p = 0,046. Övriga korrelationer mellan de oberoende variablerna ligger samtliga under 0,20 i absolut värde.

	d_e	ir	roa	lnta	tang
d_e	1.0000				
ir	0.0824 0.3963	1.0000			
roa	0.1725 0.0743	-0.0781 0.4215	1.0000		
lnta	-0.1667 0.0847	0.0275 0.7773	-0.0743 0.4448	1.0000	
tang	-0.0488 0.6159	0.0962 0.3221	-0.1251 0.1970	-0.1924* 0.0461	1.0000

Tabell 3. Korrelationsmatris

4.2.2 Variance Inflation Factor (VIF)

VIF-värdena för de oberoende variablerna sammanfattas i Tabell 4. Samtliga värden är under gränsvärdet 5. De högsta värdena observeras för den samtida styrräntan på 2,05 och den laggade styrräntan på 2,10. Roa, lnta och tang visar samtliga värden nära 1; 1,16, 1,13 respektive 1,13. Det genomsnittliga VIF-värdet uppgår till 1,51.

Variable	VIF	1/VIF
IR_{t-1}	2.10	0.476890
IR_t	2.05	0.488025
roa	1.16	0.861663
lnta	1.13	0.883162
tang	1.13	0.883915
Mean VIF	1.51	

Tabell 4. Variance Inflation Factor

4.3 Hausman-test

För att avgöra vilken paneldata-estimator som är lämplig för studien genomfördes ett Hausman-test som redovisas i Tabell 5. Resultatet visar chi2(3) = 8,62 med p-värde 0,0347. Resultatet är signifikant på en 5-procentsnivå och innebär därmed att FE-modellen är att föredra framför RE.

Variable	**(b) fe**	**(B) re**	**(b-B) Difference**	**Std. err.** $\sqrt{diag(V_b - V_B)}$
IR_t	0.0427599	0.0245481	0.0182118	0.0128833
IR_{t-1}	-0.036947	-0.0262401	-0.0107069	0.0056538
roa	0.0105876	0.0115046	-0.0009171	0.0036376
lnta	0.7967395	-0.0155708	0.8123102	0.3650346
tang	0.2547111	1.14145	-0.8867392	1.331669
$\text{chi2}(3) = 8.62$				
$\text{Prob} > \text{chi2} = 0.0347$				

Tabell 5. Hausman-test

4.4 Regressionsresultat

4.4.1 Huvudregression (FE)

Studiens huvudregression redovisas i Tabell 6. Modellen är en fixed effects-regression med klustrade standardfel på bolagsnivå. Den utgår ifrån 81 observationer som kommer från 27 bolag och tre år. Modellen använder en laggad styrränta vilket resulterar i att observationerna i modellen är från 2022-2024.

Within-R^2 uppgår till 0,1808, vilket visar modellens förklaringskraft på cirka 18 procent av variationen inom bolagen. Modellens F-test ger F(5, 26) = 2,38 med ett p-värde på 0,0666.

Koefficienten för styrräntan (IR) är 0,0428 och signifikant på en 5-procentsnivå där p = 0,045. Motsvarande koefficient för den laggade styrräntan (IR_{t-1}) är -0,0369 och är även den signifikant på 5-procentsnivån där p = 0,036. Storlek (lnta) i sin tur är positivt signifikant på 5-procentsnivån där β = 0,797 och p = 0,014. Roa och tang är inte statistiskt signifikanta. Andelen variation som förklaras av bolagsspecifika effekter uppgår till rho = 0,980.

Variabel	Koefficient	Robust Std. err.	t	P>|t|	[95% Konf.	intervall]
IR_t	0.0427599	0.0203341	2.10	0.045	0.0009625	0.0845572
IR_{t-1}	-0.0369470	0.0167320	-2.21	0.036	-0.0713401	-0.0025540
roa	0.0105876	0.0111612	0.95	0.352	-0.0123545	0.0335297
lnta	0.7967395	0.3028288	2.63	0.014	0.1742659	1.4192130
tang	0.2547111	1.5657790	0.16	0.872	-2.9637930	3.4732160
Konstant	-12.518920	4.8254320	-2.59	0.015	-22.437730	-2.6001000
σ_u	1.0652097					
σ_e	0.1516714					
ρ	0.9801289	(fraktion av varians pga u_i)				

Observationer = 81	**R-squared:**
Grupper = 27	Within = 0.1808
Obs per grupp:	Between = 0.0441
Min = 3	Overall = 0.0373
Avg = 3.0	F(5, 26) = 2.38
Max = 3	Prob > F = 0.0666
corr(u_i, Xb) = -0.9103	

Tabell 6. Huvudregression

4.4.2 Signifikanstest av styrräntan och dess lagg

För att pröva styrräntans gemensamma förklaringskraft genomfördes ett F-test där nollhypotesen är att koefficienterna för den samtida och den laggade räntevariabeln båda är lika med noll, se Tabell 7. Teststatistiken visar F(2,26) = 2,92 med ett p-värde på 0,072. Nollhypotesen förkastas därmed inte på 5-procentsnivån.

Nollhypotes (H_0):	
(1)	$IR_t = 0$
(2)	$IR_{t-1} = 0$
F(2, 26) =	2.92
Prob > F =	0.0720

Tabell 7. F-test av räntevariablerna

4.5 Random effects som jämförelse

Som jämförelse till huvudmodellen estimeras motsvarande specifikation med random effects som redovisas i Tabell 8. Regressionen baseras på samma 81 observationer fördelade över 27

bolag och tre år. Within-R^2 uppgår till 0,0778. Modellens Wald-statistisk visar chi2(5) = 3,52 med ett p-värde på 0,6201. Modellen i sin helhet är inte statistisk signifikant.

Styrräntan får koefficient 0,0245 med ett p-värde på 0,186 och den laggade räntan -0,0262 med ett p-värde på 0,163. Övriga koefficienter är 0,0115 för ROA med ett p-värde på 0,289. Lnta får koefficient -0,0156 och p = 0,827 och tang 1,1414 och p = 0,301. Ingen av de oberoende variablerna är statistiskt signifikanta på 5-procentsnivån.

Variabel	**Koefficient**	**Robust Std. err.**	**z**	**P>|z|**	**[95% Konf.**	**intervall]**
IR_t	0.0245481	0.0185408	1.32	0.186	-0.0117912	0.0608874
IR_{t-1}	-0.0262401	0.0187988	-1.40	0.163	-0.0630850	0.0106048
roa	0.0115046	0.0108491	1.06	0.289	-0.0097592	0.0327684
lnta	-0.0155708	0.0714292	-0.22	0.827	-0.1555695	0.1244279
tang	1.1414500	1.1044700	1.03	0.301	-1.0232720	3.3061720
Konstant	0.5671852	1.5783030	0.36	0.719	-2.5262330	3.6606030
σ_u	0.43910858					
σ_e	0.15167143					
ρ	0.89341042	(fraktion av varians pga u_i)				

Observationer = 81	**R-squared:**
Grupper = 27	Within = 0.0778
Obs per grupp:	Between = 0.0012
Min = 3	Overall = 0.0043
Avg = 3.0	Wald chi2(5) = 3.52
Max = 3	Prob > chi2 = 0.6201
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	

Tabell 8. Random effects-regression

4.6 Fixed effects utan laggad styrränta

En alternativ fixed effects-specifikation utan laggad räntevariabel redovisas i Tabell 9. Modellen baseras på samtliga 108 observationer fördelade över 27 bolag och fyra år. Within-R^2 uppgår till 0,1496 och F-testet ger F(4, 26) = 2,16 med ett p-värde på 0,1024.

Styrräntan får i denna specifikation koefficienten 0,0116 och p = 0,420. Motsvarande värden för ROA, lnta och tang är 0,0107, 0,3639 och 1,6990 där p = 0,422, 0,166 respektive 0,177. Konstanten är -6,441 med ett p-värde på 0,118. Ingen av variablerna är statistiskt signifikanta på en 5 procentsnivå.

Variabel	Koefficient	Robust Std. err.	t	P>|t|	[95% Konf.	intervall]
IR_t	0.0116431	0.0142026	0.82	0.420	-0.0175508	0.0408371
roa	0.0107388	0.0131598	0.82	0.422	-0.0163115	0.0377891
lnta	0.3638745	0.2550721	1.43	0.166	-0.1604337	0.8881827
tang	1.6989740	1.2230960	1.39	0.177	-0.8151354	4.2130830
Konstant	-6.4411890	3.9839110	-1.62	0.118	-14.630240	1.7478580
σ_u	0.63282052					
σ_e	0.18228539					
ρ	0.92338311	(fraktion av varians pga u_i)				

Observationer = 108	**R-squared:**
Grupper = 27	Within = 0.1496
Obs per grupp:	Between = 0.0435
Min = 4	Overall = 0.0278
Avg = 4.0	F(4, 26) = 2.16
Max = 4	Prob > F = 0.1024
corr(u_i, Xb) = -0.7527	

Tabell 9. Fixed effects-regression utan lagg

5. Analys & Diskussion

5.1 Analys av hypoteserna med förankring i teori och litteratur

5.1.1 Det finns ett fördröjt negativt samband mellan höjning av Riksbankens styrränta och fastighetsbolagens skuldsättningsgrad. (H1)

I studiens resultat av huvudregressionen (se Tabell 6) uppvisade den samtida styrräntan en positiv koefficient på 0,0428 som är statistiskt signifikant på 5-procentsnivån med ett p-värde på 0,045. Den laggade styrräntan visar däremot en negativ koefficient på -0,0369, vilket också visar på statistisk signifikans på 5-procentnivån med ett p-värde på 0,036. Baserat på dessa utfall kan det konstateras att hypotes 1 erhåller empiriskt stöd.

Betydelsen av denna tidsfördröjning understryks ytterligare vid en granskning av den jämförande regressionsmodellen utan laggad räntevariabel (se Tabell 9). När den laggade variabeln exkluderas ur regressionsmodellen förlorar samtliga variabler sin statistiska signifikans, där den samtida styrräntan visar ett icke-signifikant p-värde på 0,420 och modellen i sin helhet tappar förklaringskraft med ett p-värde på 0,1024. Ur ett ekonometriskt

perspektiv indikerar detta att det omedelbara positiva sambandet och det fördröjda negativa sambandet tar ut varandra statistiskt. Ett exkluderande av denna tidsfördröjning leder därmed till omitted variable bias, vilket visar på att en regressionsmodell utan tidsfördröjning inte förmår att synliggöra hur fastighetsbolagens faktiska anpassningsprocess sker stegvis över tid.

För att förstå denna empiriska motsättning, där den samtida styrräntan visar på ett positivt samband och den laggade styrräntan visar på ett negativt samband, kan den dynamiska trade-off teorin tillämpas. Teorin betonar vikten att skilja på kortsiktiga avvikelser och den långsiktiga anpassningen mot den optimala skuldsättningsnivån. När Riksbanken höjer styrräntan ökar den finansiella risken och kostnaderna för finansiell stress ökar. Teoretiskt sett innebär detta att fastighetsbolagens optimala skuldsättningsnivå omedelbart sänks. Att den samtida styrräntan ändå uppvisar ett positivt samband under det första året bör därmed inte tolkas som ett strategiskt agerande från bolagen, att utöka sina lån. Tvärtom utgör den initiala uppgången i skuldsättningsgraden sannolikt en påtvingad och ofrivillig avvikelse från bolagets optimala nivå, driven av redovisningsmässiga regler och räntekostnader som urholkar balansräkningen innan bolagen hunnit agera.

Den mekaniska effekten till följd av redovisningsmässiga regler blir tydlig när man studerar formeln för skuldsättningsgraden (totala skulder/eget kapital). I enlighet med Sivitanidou och Sivitanides (1999) ökar investerarnas avkastningskrav när marknadsräntorna stiger, vilket sänker fastigheternas marknadsvärde. Då bolagen är tvingade att löpande marknadsvärdera sina tillgångar, realiseras nedgången direkt. Detta belastar resultatet som därmed reducerar eget kapital och ökar skuldsättningen matematiskt (Alhusaini & Elshamy, 2016). Samtidigt erhåller denna kostnadskris empiriskt stöd av Frank och Goyal (2009) samt Brunnermeier (2009), som framhåller att snabbt ökade räntekostnaderna reducerar bolagens vinstmarginaler och slår hårt mot bufferten av eget kapital. Dessa två faktorer kan gemensamt ge förklaring till att det egna kapitalet krymper drastiskt. Även om bolagens faktiska skulder initialt förblir oförändrade, skjuter skuldsättningsgraden rent matematiskt i höjden.

Vidare kan detta initialt positiva samband förklaras genom förekomsten av anpassningskostnader, vilket innebär att företagen inte omedelbart korrigerar varje enskild avvikelse från sin optimala skuldsättningsnivå (Fischer et al., 1989). Anpassningskostnader skulle därmed kunna utgöra en förklaring till varför fastighetsbolagen under räntechockens

inledande skede tillåts drabbas av den mekaniska effekten och de skenande räntekostnaderna som reducerar det egna kapitalet. Istället för att initiera kostsamma och omedelbara åtgärder under år 1, accepterar bolagen tillfälligt att skuldsättningsgraden ökar, vilket i det korta perspektivet medför en avsevärt högre finansiell riskexponering för aktieägarna vid en direkt stigning av räntan.

Den laggade räntevariabeln visar ett negativt samband, vilket indikerar att fastighetsbolagen i nästa skede faktiskt minskar sina skulder. Detta linjerar väl med den dynamiska trade-off teorins antaganden. När räntekostnaderna stiger måste bolagen röra sig mot den nya, lägre optimala skuldsättningsnivån för att undvika finansiell stress. Det observerade negativa sambandet utgör därmed en empirisk indikation på att bolagen aktivt anpassar sig för att sänka sin finansiella risk.

Denna fördröjda anpassning kan också bero på de ovanligt höga anpassningskostnaderna som fastighetsbolag möter under en räntechock (Fischer et al, 1989). Eftersom fastigheter är illikvida tillgångar tar det tid att avyttra dem. Om bolagen skulle tvingas sälja delar av sitt fastighetsbestånd omedelbart under krisens första skede för att amortera, riskerar de stora realisationsförluster. Denna inbyggda trögrörlighet gör att kapitalstrukturen justeras gradvis, vilket förklarar varför den faktiska minskningen av skuldsättningsgraden fångas upp av regressionsmodellen först med en tidsfördröjning.

Att anpassningsprocessen fördröjs vid en makroekonomisk chock erhåller starkt stöd i tidigare empirisk forskning. Huang och Ritter (2009) observerade under finanskrisen att finansiella beslut tar tid att implementera vilket ofrånkomligen försenar den mätbara responsen i bolagens kapitalstruktur. Dessutom är studiens resultat i linje med Karpavičius och Yu (2017). Även om deras studie operationaliserar kapitalstruktur genom belåningsgrad snarare än skuldsättningsgrad, bekräftar deras regressionsmodeller samma riktning av korrelationen, där den första laggen av räntan uppvisar ett signifikant negativt samband med bolagens kapitalstruktur. Karpavičius och Yu (2017) klargör dessutom att det negativa sambandet förstärks under perioder av makroekonomisk oro och svaga tillväxtprognoser, vilket väl speglar det ekonomiska klimatet på den svenska marknaden under mätperioden.

Den initiala ökningen av skuldsättningsgraden i samband med att styrräntan höjs tyder på att aktieägarna, som bär den residuala risken i bolaget (Berk & DeMarzo, 2020), utsätts för en

förhöjd riskexponering under räntechockens inledande skede. Det fördröjda negativa sambandet belyser därefter tidsaspekten i denna riskhantering. Eftersom fastigheter utgör illikvida tillgångar som medför anpassningskostnader (Fischer et al., 1989), kan bolagens kapitalstruktur inte justeras omedelbart. Detta indikerar därmed att det tar tid för den finansiella risken att minska, efter att den ökat under räntechockens inledande skede.

Sammanfattningsvis indikerar studiens resultat att de svenska fastighetsbolagen agerar rationellt och i linje med den dynamiska trade-off teorin. Efter en inledande, påtvingad riskökning tenderar skuldsättningsgrad att gå ner med tidsfördröjning när räntan stiger.

5.1.2 Lönsamhet har ett negativt samband med skuldsättningsgrad hos fastighetsbolag (H2)

H2 förutsatte ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad. Utifrån resultatet av studiens huvudregression (Tabell 6) visar p-värdet och koefficienten för ROA varken statistisk signifikans eller det förväntade negativa sambandet. Sambandet mellan ROA och skuldsättningsgraden visar tvärtom, alltså svagt positivt.

Lönsamhet i tidigare forskning har visat sig vara en av de mest robusta faktorerna för kapitalstruktur och utfallet i denna studie är därför anmärkningsvärt. Variabeln antas uppvisa ett signifikant samband snarare än att förlora förklaringskraft. Att resultatet inte visar statistiskt signifikans grundar sig teoretiskt i pecking order teorin där Myers (1984) menar att företag följer hierarkin där internt upparbetade vinstmedel prioriteras framför externt kapital, alltså att de lönsamma bolagen tenderar att låna minst. Mönstret kan återfinnas empiriskt inom fastighetsbranschen hos Morri och Cristanziani (2009), som finner ett signifikant negativt samband mellan belåningsgrad och lönsamhet. Trots att deras studie använder belåningsgrad och inte skuldsättningsgrad, visar det på ett samband inom kapitalstrukturen (Rajan & Zingales, 1995).

Studiens resultat motsäger därmed teorin och till stor del tidigare forskning, vilket gör att de inte kan användas för att förklara bolagens agerande. Dock kan en förklaring till det motsatta sambandet och uteblivna signifikans vara att pecking order-hierarkin förutsätter normala marknadsförhållanden, någonting som inte rådde under studiens mätperiod. Logiken i teorin bygger på att lönsamma bolag faktiskt har tillgång till internt kassaflöde som används till amortering för att minska finansieringskostnader. När finansieringskostnaderna under denna period steg kraftigt och bolagens vinstmarginal reducerades, hade bolagen inte samma

möjlighet att använda det egna kapitalet till verksamheten. Campello et al. (2010) visar i sin studie att företag under tidigare finansiell kris tenderar att tvingas använda sina likvida medel, samtidigt som de rapporterade högre lånekostnader. Denna studies resultat indikerar att de interna medel som pecking order teorin förutsätter i praktiken binds upp snabbt av stigande räntekostnader. Specifikt för fastighetsbolagen kan detta ha inneburit att stora delar av kassaflödet gick till att betala ränta för de befintliga skulderna, eftersom dessa strukturellt är höga inom branschen. Bolagen tvingas därmed vända sig till kapitalmarknaden för nyemissioner som tenderar att sänka aktiekursen till följd av de negativa signaler detta sänder ut till investerare (Brounen & Eichholtz, 2001; Myers 1984). Det icke-signifikanta sambandet med skuldsättningsgraden kan därför tolkas som ett uttryck för att de förhållanden som pecking order teorin bygger på inte var uppfyllda under mätperioden.

Att lönsamheten förlorar sin förklaringskraft under perioder av makroekonomiska förändringar återfinns hos Thabethe och Toerien (2025) vars studie visar ett liknande mönster. Det specifika sambandet under krisen var inte signifikant på 5-procentsnivån, varken under finanskrisen 2008 eller covid-19-pandemin. Enligt Myers (1984) och Morri och Cristanziani (2009) bör lönsamhet uppvisa ett signifikant negativt samband med skuldsättningsgraden. Att detta signifikanta samband uteblir i denna studie och även hos Thabethe och Toerien (2025), indikerar att sambandet avviker från pecking order teorins förväntning när bolagen utsätts för en makroekonomisk chock, vilket är en begränsning i teorin. Det icke-signifikanta resultatet bör därmed inte tolkas som att lönsamhet saknar betydelse för fastighetsbolagens kapitalstruktur under normala förhållanden, utan snarare som att en räntechock kan försätta bolagen i ett läge där teorins finansieringshierarki inte längre kan följas. Resultatet ligger i linje med Campello et al. (2010), där författarna drar slutsatsen att finansiella begränsningar under en kris påverkar företagens finansieringsbeslut på ett sätt som avviker från det normala. Denna uteblivna signifikans för lönsamheten kan indikera att bolagen tvingas prioritera sin finansiella överlevnad framför att skydda aktieägarnas avkastning (Campello et al., 2010). Risken för aktieägarna blir här inte bara en fråga om räntekostnader, utan även en påtaglig risk för utspädning genom nyemission för att stärka det egna kapitalet, vilket enligt Myers och Majluf (1984) samt Brounen och Eichholtz (2001) ofta medför att aktiekursen faller.

5.1.3 Det föreligger ett positivt samband mellan företagsstorlek och skuldsättningsgrad (H3)

Studiens H3 säger att ett positivt samband föreligger mellan företagsstorleken och skuldsättningsgraden. I resultatet visade företagsstorlek och skuldsättningsgraden på en positiv korrelation på 0,7967, vilket därmed har ett p-värde på 0,014 som visar på statistisk signifikans utifrån en 5-procentsnivå. Det innebär att H3 erhåller empiriskt stöd och indikerar att större fastighetsbolag i urvalet tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad under studiens mätperiod.

Resultatet som stödjer H3 empiriskt finner förankring både i den statiska och dynamiska trade-off teorin, där båda teorierna utgår från grundidén att hitta den optimala skuldsättningsgraden. Detta är i linje med Titman och Wessels (1988), som konstaterar att större företag i regel är en mer diversifierad verksamhet och därmed en lägre konkursrisk. Denna finansiella stabilitet innebär att större bolag har en högre skuldkapacitet och kan bära en högre finansiell hävstång, utan att risken för aktieägare eskalerar till kritiska nivåer. Utifrån den dynamiska trade-off teorin innebär det att större företag generellt har en högre optimal skuldsättningsnivå. Vid en makroekonomisk chock, såsom den kraftiga ränteuppgången, fungerar denna underliggande stabilitet som en buffert. De större bolagen kunde därmed hantera chocken och behålla sin kapitalstruktur i högre utsträckning, utan att tvingas till omedelbara och kostsamma omstruktureringar för att skydda sina aktieägare.

Resultatet bekräftas av Morri och Cristanziani (2009) vars studie fann en positiv korrelation mellan företagsstorlek och belåningsgrad hos europeiska fastighetsbolag. Dock använder de belåningsgraden, vilket i sig skiljer från denna studie men det tyder samtidigt på att företagsstorlek har en betydande faktor för kapitalstruktur i stort. Morri och Cristanziani (2009) förklarade korrelationen utifrån att fördelarna de större bolagen nyttjade, vilket resulterade i en lägre konkursrisk för fastighetsbolagen. Det i sin tur möjliggör för bolagen att nå en optimal skuldsättningsgrad enligt trade-off teorin. Detta kan förklara varför de större bolagen i studien lyckades upprätthålla en högre skuldsättningsgrad. Deras förmåga att bibehålla denna struktur under räntechocken underlättas även av att de i regel har en bättre och mer kontinuerlig tillgång till kapitalmarknaden. För aktieägarna innebär detta sammantaget en minskad exponering mot finansiell risk vid investeringar i större fastighetsbolag under en ränteuppgång (Berk & Demarzo, 2020; Titman & Wessels, 1988). Dessa bolag besitter en högre uthållighet vid makroekonomisk osäkerhet utan att tvingas till

drastiska operationella nedskärningar som annars kan skada aktievärdet (Campello et al., 2010).

5.1.4 Andelen anläggningstillgångar har ett positivt samband med skuldsättningsgrad (H4)

H4 förutsatte ett positivt samband mellan andelen materiella anläggningstillgångar (TANG) och skuldsättningsgraden. I huvudregressionen (Tabell 6) får TANG koefficienten 0,2547, vilket pekar mot den förväntade positiva korrelationen. Det mycket höga p-värdet på 0,872 visar dock att sambandet är icke-signifikant. H4 får därmed inte statistiskt stöd.

Andelen materiella tillgångar lyfts i litteraturen som en viktig faktor inom kapitalstruktur, detta eftersom det kan ses som en säkerhet för kreditgivare och därmed möjliggör för en högre skuldsättning (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). Att just denna variabel saknar förklaringskraft i en bransch vars tillgångar nästan uteslutande utgörs av fastigheter som är pantsättningsbara, gör att resultatet framstår som en teoretisk paradox.

Förklaringen kan till stor del vara metodologisk och branschspecifik. För det första visar den deskriptiva statistiken ett högt medelvärde för TANG på 0,929, samtidigt som variabeln har en låg standardavvikelse på 0,053. Ytterligare resultat från Tabell 2 visar att inom-variationen är väldigt liten med en standardavvikelse på 0,014. Bolagens tillgångsstruktur visar sig alltså vara närmare konstant över mätperioden. Analyseras variabelvärdena för TANG i resterande regressioner, såsom RE och FE utan lagg, visar resultatet att TANG har ett positivt samband men icke-signifikant i samtliga tester. Det tyder på att resultatet drivs av bristande variation i data snarare än metodologisk brist. Det finns en strukturell homogenitet i urvalet som uppkommer till följd av studiens avgränsningar till fastighetsbranschen, någonting som resulterar i att modellen matematiskt inte kan finna något statistiskt samband. Ett liknande resultat visas även i Morri och Cristanziani (2009), som inom fastighetsbranschen finner att klassiska variabler kan tappa signifikans när den höga andelen materiella tillgångar är jämnt fördelade över bolagen.

Resultatet kan tolkas genom Brunnermeier (2009) som visar att fokuset tenderar att gå från tillgångarnas bokförda värde, till bufferten av eget kapital och kassaflödet. Under räntehöjningarna utgör de stigande räntekostnaderna ett direkt tryck mot bolaget där vinstmarginalerna kan sänkas kraftigt och därmed minskar eget kapital. Oavsett vilket värde tillgångarna har, finns det en sårbarhet under dessa finansiella åtstramningar. Den

icke-signifikanta koefficenten ligger i linje med Brunnermeiers (2009) resonemang om att bundet kapital i fastigheterna inte skyddar mot finansiell exponering under en akut räntechock. Utifrån ett aktieägarperspektiv kan resultatet visa på att bolagets tillgångsstruktur i sig inte bör tolkas som en avgörande faktor, utan att förmågan att bära sina räntekostnader är särskilt viktigt.

5.2 Övergripande teoretisk syntes

Det samlade empiriska resultatet finner ett dominant stöd i trade-off teorin, där pecking order teorin inte stödjer i lika stor utsträckning.

Ränteförändringen visar en fördröjd effekt, vilket kan förklaras i enlighet med den dynamiska trade-off teorin. Bolagen rör sig inte omedelbart mot en nedjusterad skuldsättningsgrad, utan detta görs med fördröjning eftersom justeringen medför en kostnad (Fischer et al., 1989). Dessutom bekräftar storlekens starka signifikans teorins argument kring skuldkapacitet och konkursrisk där stora bolag tenderar att vara mer diversifierade och inte utsätts för lika stor risk för finansiell risk (Titman & Wessels, 1988).

Pecking order teorin misslyckas att förklara kapitalstrukturen i studiens modell där lönsamheten visar sig vara irrelevant för skuldsättningsgraden. Detta indikerar att Myers (1984) ramverk är användbart under stabila lågräntemiljöer, men teorins förklaringskraft begränsas vid en påtvingad makroekonomisk chock där förutsättningarna kring likviditeten hos bolag ändras markant. De interna medel som teorin bygger på, binds snabbt upp av stigande räntekostnader (Campello et al., 2010).

5.3 Metodologiska reflektion och studiens begränsningar

Antalet observationer var initialt 108 stycken. Dessa reducerades sedan till 81 på grund av användningen av den laggade räntevariabeln. De låga antalet observationer påverkar regressionsmodellens övergripande statistiska styrka. F-test för huvudmodellen har ett p-värde på 0,0666. Modellen i sin helhet är därmed signifikant på 10-procentsnivån, men inte på 5-procentsnivån. Trots att resultatet indikerar på ett fördröjt samband mellan styrräntan och skuldsättningsgrad, bör detta tolkas med försiktighet.

Studien finner ett samband mellan Riksbankens styrränta och skuldsättningsgraden. Däremot kan det finnas flera bakomliggande faktorer som påverkar skuldsättningsgraden vilket innebär att ren kausalitet inte kan fastställas i studien. Vidare kan studien delvis generaliseras till bolag inom fastighetsbranschen, dock kan resultatet inte generaliseras till andra branscher eller över en internationell kontext.

För att säkerställa att multikollinearitet inte utför något hot för studien genomfördes ett VIF-test. Som beskrivet ovan utgör det inte ett bekymmer för studien om VIF-testet visar ett resultat under 5. Studiens VIF-test visar ett genomsnitt på 1,51, vilket är långt under gränsen. I och med att variablerna inte korrelerar med varandra, försämras inte regressionsmodellens förklaringskraft eller de enskilda variablernas resultat. Hausman-testet resulterade i chi2(3) på 8,62 vilket innebär att skillnaden är tillräckligt stor för att inte förklaras av slumpen. Testet gav även ett p-värde på 0,0347 som är signifikant på 5-procentsnivån och fixed effects är att föredra.

Genom användningen av en laggad variabel för styrränta, en ränta som är fördröjd med ett år som oberoende variabel minskar risken för endogenitet då studien undersöker hur föregående års styrränta påverkar skuldsättningsgraden för innevarande år. Studien minskar därmed risken för endogenitet då skuldsättningsgraden inte kan ha påverkat styrräntan då den fastställdes året innan, men endogenitet kan inte uteslutas helt och resultatet borde tolkas med det i åtanke. Modellen innehåller robusta standardfel för att säkerställa att regressionerna var tillförlitliga och för att minimera heteroskedasticitet i studien.

6. Slutsats

6.1 Slutsatser

Studiens syfte var att undersöka om det finns ett samband mellan Riksbankens räntehöjningar 2022-2023 och den finansiella risken hos svenska börsnoterade fastighetsbolag. Utifrån analysen kan studien konstatera att ett samband mellan Riksbankens styrränta och skuldsättningsgraden erhåller empiriskt stöd. Det fördröjda sambandet visade sig vara signifikant negativt, vilket var i enlighet med studiens förväntningar och finner stöd i den dynamiska trade-off teorin. Däremot visade studien ett signifikant positivt samband gällande den samtida styrräntan och skuldsättningsgraden, något som inte var i linje med studiens

förväntningar. Denna korrelation fann stöd i den dynamiska trade-off teorin, som förutsätter att företagen inte justerar för varje enskild avvikelse i räntan på grund av högre anpassningskostnader. Detta gör att räntekostnaderna reducerar det egna kapitalet, till skillnad från det fördröjda sambandet som indikerar att det tar tid för företagen att amortera i en bransch med illikvida tillgångar. Ur ett ägarperspektiv innebär detta att den finansiella risken initialt ökar när det egna kapitalet reduceras och att denna riskexponering förblir förhöjd under den tid det tar för bolagen att amortera.

I studien misslyckades däremot pecking order teorin att spegla bolagets faktiska agerande vid en räntehöjning, vilket gjorde att det förväntade negativa sambandet mellan lönsamheten och skuldsättningsgraden inte blev signifikant. Detta kan tyda på att bolag vid en räntehöjning tvingas vända sig mot kapitalmarknaden, vilket motsätter sig pecking order teorin. För aktieägarnas del indikerar detta att bolagen tvingas prioritera sin finansiella överlevnad framför att uppnå ägarnas avkastning, vilket utsätter investerarna för en påtaglig risk för utspädning och fallande aktiekurser till följd av nyemissioner.

Studien konstaterar vidare ett signifikant positivt samband mellan storlek och skuldsättningsgrad. I enlighet med trade-off teorin kan större och mer diversifierade bolag bära en högre optimal skuldsättningsnivå utan att risken för aktieägare blir för stor.
I en kontext av finansiell åtstramning utgör de större fastighetsbolagen en tryggare investering. Detta eftersom de antas ha en stabilare finansiell ställning, vilket minskar risken för drastiska åtgärder och konkurs. Däremot fann studien inget statistiskt samband mellan materiella anläggningstillgångar och skuldsättningsgrad, eftersom observationerna visade homogenitet i urvalet då variationen var låg.

För aktieägarna innebär detta sammantaget en minskad exponering mot finansiell risk vid investeringar i större fastighetsbolag under en ränteuppgång. Dessa bolag besitter en högre uthållighet vid makroekonomisk osäkerhet utan att tvingas till drastiska operationella nedskärningar som annars kan skada aktievärdet (Berk & Demarzo, 2020; Titman & Wessels, 1988).

Slutligen bör resultatet tolkas med försiktighet. Detta eftersom studien inte uteslutande kan fastställa styrräntans samband med skuldsättningsgraden som enskild makroekonomisk faktor under denna tidsperiod.

6.2 Förslag på vidare forskning

Studiens resultat och begränsningar öppnar för flera fortsatta forskningsansatser. En naturlig fortsättning i framtiden vore att förlänga mätperioden efter 2024 och därmed inkludera fler år före räntehöjningarna och fler år efter. Detta för att undersöka bolagens långsiktiga anpassningar efter en period med höga räntor.

Vidare kan även räntesänkningar undersökas som jämförelse till räntehöjningarna, om bolagens anpassningar av skuldsättningsgraden sker symmetriskt vid stigande respektive fallande ränta, eller om det visar sig att det sker större förändring när räntan gå upp respektive ner. En sådan ansats skulle dessutom utöka antalet observationer, vilket skulle stärka resultatens tillförlitlighet.

En ytterligare möjlig vidareutveckling är att ersätta, alternativt komplettera styrräntan som variabel med bolagens finansieringskostnader, detta för att inkludera bolagens specifika skillnader i räntebindningstider och riskpremier.

Slutligen kan denna studies kvantitativa ansats kompletteras med en kvalitativ. Då studien enbart kan fastställa samband, och inte bakomliggande beslut, skulle en intervju- eller enkätstudie med finanschefer i branschen kunna fånga hur bolagen faktiskt resonerade kring amortering, avyttring av tillgångar och nyemissioner under perioden. Detta skulle kunna ge en fördjupad förståelse för de mekanismer som ligger bakom de statistiska sambanden.

Litteraturlista

Alhusaini, W., & Elshamy, M. (2016). Accounting for property investment: an examination of the value relevance of unrealised gains and losses recognised under IAS 40. *International Journal of Accounting and Finance*, *6*(2), 100–117. https://doi.org/10.1504/IJAF.2016.079087

Baltagi, B.H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate finance* (5th ed.). Pearson.

Brounen, D., & Eichholtz, P. M. A. (2001). Capital Structure Theory: Evidence from European Property Companies' Capital Offerings. Real Estate Economics, 29(4), 615–632. https://doi.org/10.1111/1080-8620.00025

Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives, 23(1)* 77-100. https://doi.org/10.1257/jep.23.1.77

Bryman, A., Bell, E., Harley, B., & Holmén, L. (2024). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (4th ed.). Liber.

Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effect of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics, 97(3),* 470-487. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009

Corem Property Group (2021) *Delårsrapport januari-juni 2021.* https://www.corem.se/en/investor-relations/financial-reports/

Ekonomifakta. (2026, 29 april) *Räntebindning för företag.* Hämtad 2026-04-29 https://www.ekonomifakta.se/sakomraden/finansiell-ekonomi/lan-och-finansiering/rantebindning-for-foretag_1213871.html

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. The Review of Financial Studies, 15(1), 1–33. https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1

Frank, M. Z., & Goyal, V. K (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics, 67(2),* 217-248. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0

Frank, M. Z., Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? Financial Management, 38(1), 1-37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance, 44(1),* 19-40. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x

Harrison, D. M., Panasian, C. A., & Seiler, M. J. (2011). Further Evidence on the Capital Structure of REITs. Real Estate Economics, 39(1), 133–166. https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2010.00289.x

Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *44*(2), 237–271. https://doi.org/10.1017/S0022109009090152

Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2013). Access to capital, investment, and the financial crisis. *Journal of Financial Economics*, *110*(2), 280–299. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.014

Karpavičius, S., & Yu, F. (2017). The impact of interest rates on firms financing policies. *Journal of Corporate Finance, 45*, 262-293. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.007

Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *The Journal of Political Economy*, *105*(2), 211–248. https://doi.org/10.1086/262072

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance, 28(4), 911-922.* https://doi.org/10.2307/2978343

Le, T. T. T., & Ooi, J. T. L. (2012). Financial structure of property companies and capital market development. *Journal of Property Investment & Finance, 30(6)*, 596–611. https://doi.org/10.1108/14635781211264540

Lundqvist, A. (2023, 12 augusti). *JM:s vd: Värre nu än under finanskrisen.* Dagens Industri. https://www.di.se/nyheter/jm-s-vd-varre-nu-an-under-finanskrisen/

Morri, G., & Cristanziani, F. (2009). What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index. *Journal of Property Investment & Finance, 27(4)*, 318–372.
https://doi.org/10.1108/14635780910972288

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance, 39(3)*, 575–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

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

Nasdaq Stockholm. (2019) *Regelverk för emittenter.*
https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019.pdf

Patel, R., & Davidson, B. (2019). Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning (5:e uppl.). Studentlitteratur.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance, 50(5),* 1421-1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Sivitanidou, R., & Sivitanides, P. (1999). Office capitalization rates: Real Estate and Capital Market Influences. *The Journal of Real Estate Finance and Economics, 18(3)*, 297-322. https://doi.org/10.1023/A:1007780917146

Sveriges Riksbank (2017). Finansiell stabilitetsrapport 2017:1 https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/svenska/2017/170524/finansiell-stabilitetsrapport-20171.pdf

Sveriges Riksbank (2023a). Finansiell stabilitetsrapport 2023:1 https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/svenska/2023/230601/finansiell-stabilitetsrapport-2023_1.pdf

Sveriges Riksbank (2023b). Finansiell stabilitetsrapport 2023:2 https://www.riksbank.se/sv/finansiell-stabilitet/finansiell-stabilitetsrapport/2023/finansiell-stabilitetsrapport-20232/

Sveriges Riksbank (u.å.-a). Vad är styrräntan (tidigare reporäntan)? Hämtad 2026-04-14 från https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/vad-ar-styrrantan/

Sveriges Riksbank (u.å.-b). Vad är inflation? Hämtad 2026-04-14 från https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/inflationsmalet/vad-ar-inflation/

Thabethe, M. F., & Toerien, F. E. (2025). The effects of economic crises on capital structure: Evidence from an emerging economy. *South African Journal of Economic and Management Sciences, 28(1)*, a6134. https://doi.org/10.4102/sajems.v28i1.6134

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. The Journal of Finance, 43(1), 1-19. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x

Wooldridge, J. M. (2010). Econometric analysis of cross section and panel data (2nd ed.). MIT Press.

Bilagor

27 fastighetsbolag i urvalet

1. Wihlborgs Fastigheter AB
2. Wallenstam AB
3. Nyfosa AB
4. Fastpartner AB
5. Fastighets Aktiebolaget Trianon
6. NP3 Fastigheter AB
7. Fastighets AB Balder
8. Atrium Ljungberg AB
9. Diös Fastigheter AB
10. Stenhus Fastigheter i Norden AB
11. Brinova Fastigheter AB
12. K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB
13. Hufvudstaden AB
14. Cibus Real Estate AB
15. John Mattson Fastighetsföretagen AB
16. Catena AB
17. Stendörren Fastigheter AB
18. Heba Fastighets Aktiebolag
19. Fabege AB
20. Acrinova AB
21. Castellum AB
22. Pandox AB
23. AB Sagax
24. Annehem Fastigheter B
25. Platzer Fastigheter Holding B
26. Genova Property Group AB
27. Fortinova Fastigheter AB