



HÖGSKOLAN
I HALMSTAD

Bygg och fastighetsekonomprogrammet

KANDIDATUPPSATS



Hur kan kapitalstrukturen se ut i ett onoterat fastighetsbolag och varför ser den ut som den gör?

Peter Berntsson och Ted Skoglund

Företagsekonomi 15hp

Göteborg 2017-08-03

Högskolan i Halmstad
Sektionen för Ekonomi och Teknik
Bygg- och fastighetsekonometriprogrammet 180 hp
Kandidatuppsats – Företagsekonomi, 15 hp
Våren 2017

Hur kan kapitalstrukturen se ut i ett onoterat fastighetsbolag och
varför ser den ut som den gör?

Slutseminarium: 2017-05-29
Författare: Peter Berntsson
Ted Skoglund
Handledare: Jan-Olof Müller
Examinator: Elias Bengtsson

Förord

Efter denna kunskapsresa vill vi börja med att tacka vår handledare Jan-Olof Müller som bidragit med kunskap och goda råd. Vidare vill vi även tacka vår examinator Elias Bengtsson för hans vägledning och våra opponenter för givande kommentarer och konstruktiv kritik. Avslutningsvis vill vi även rikta ett tack till de två respondenterna som ställde upp på våra intervjuer.

Högskolan Halmstad, maj 2007.

Sammanfattning

Den kommersiella fastighetsmarknaden är het i Sverige och både transaktionsvolymerna samt hyrestillväxten ökar. Räntan är på en låg nivå och detta är gynnsamt för fastighetsbolagen eftersom det påverkar deras resultaträkningar och värdeutvecklingen på deras tillgångar ökar. Vi har mot bakgrund av detta valt att titta på hur kapitalstrukturen kan se ut i ett onoterat fastighetsbolag och varför den ser ut som den gör. Vi ville förstå hur fastighetsbolaget tänker kring finansieringen av sitt bolag. Hur ser andelen skulder och eget kapital ut och varför väljer man en viss typ av finansieringskälla? Vi har med hjälp utav trade-off och pecking order teorierna försökt få en klarare bild i hur fastighetsbolaget tänker. Dessa teorier kommer även att utgöra vår teoretiska referensram. Vi har också använt oss av ett antal variabler för att lättare förklara varför kapitalstrukturen kan se ut som den gör. Dessa variabler har vi fått fram med hjälp av tidigare forskning på området.

Vi har valt en deduktiv ansats vilket innebär att vi kommer att utgå från vår teori för att sedan testa den mot vår empiri som består utav två intervjuer. Ett fastighetsbolag och en bank.

Vi får intrycket av att det är banken som till stor del dikterar villkoren för hur fastighetsbolaget tänker kring finansieringen samt att det finns spår av både pecking order och trade-off teorierna för att förklara kapitalstrukturen.

Innehållsförteckning

| | |
|--|-----------|
| 1. Inledning | 4 |
| 1.1 Problembakgrund | 4 |
| 1.2 Problemdiskussion | 5 |
| 1.3 Problemformulering | 5 |
| 1.4 Syfte | 5 |
| 1.5 Avgränsningar | 6 |
| 2. Metod | 7 |
| 2.1 Vetenskaplig ansats | 7 |
| 2.2 Kvalitativ ansats | 7 |
| 2.3 Problemområde & Urval | 8 |
| 2.4 Studieobjekt | 8 |
| 2.4.1 Intervjuer | 9 |
| 2.6 Analysmodell | 10 |
| 2.7 Metoddiskussion | 10 |
| 3. Teoretisk referensram | 12 |
| 3.1 Kapitalstruktur | 12 |
| 3.1.1 Affärsrisk och Finansiell risk | 13 |
| 3.2 Pecking order teorin | 13 |
| 3.3 Trade-off teorin | 14 |
| 3.3.1 Finansiell stress | 15 |
| 3.4 Variabler som påverkar kapitalstrukturen | 16 |
| 3.4.1 Noterade fastighetsbolag | 17 |
| 3.4.2 Onoterade fastighetsbolag | 19 |
| 4. Empiri & Analys | 20 |
| 4.1 Intervjuer | 20 |
| 5. Slutsats | 26 |
| 5.1 Förslag till framtida forskning | 27 |
| Referenslista | 28 |
| Bilaga | 30 |

1. Inledning

I detta kapitel kommer läsaren att få en inblick i varför det är intressant att studera kapitalstruktur i onoterade små och medelstora fastighetsbolag. Vidare följer en diskussion som resulterar i en problemformulering och dess syfte.

1.1 Problembakgrund

Under 2016 stod den svenska kommersiella fastighetsmarknaden för en ny toppnotering gällande transaktionsvolymen. Toppnoteringen uppgick till 200 miljarder kronor vilket är 37 miljarder högre än tidigare toppnotering från 2014. Totalt sett gjordes lite drygt 600 transaktioner under året vilket nästan är 25 procent högre än genomsnittet för de tio senaste åren (Savills, 2017). 2016 noterade även den starkaste värdeförändringen sedan 2007 med en värdetillväxt med 9,1 procent (Fastighetsnytt, 2017) vilket även talar för en intressant fastighetsmarknad. På den svenska fastighetsmarknaden är efterfrågan större än utbudet vilket gör att de traditionella grunderna för fastighetsmarknaden ser stabila ut och den fortsatt låga ränta gör att utsikterna för 2017 ser goda ut (Savills, 2017). Riksbanken (2017) har beslutat att reporäntan ska ligga kvar på -0,50 procent. Eftersom räntorna ligger på en låg nivå är detta gynnsamt för den kommersiella fastighetsmarknaden. Detta påverkar fastighetsbolagens resultaträkningar och värdeutvecklingen på tillgångarna som fastighetsbolagen finansierar (SBAB, 2014).

En stigande tillväxt och en fortsatt stark hyresmarknad betyder att de värdeskapande faktorerna så som hyrestillväxt och en minskad vakansrisk också påverkas i positiv riktning. Även detta pekar på att fastighetsmarknaden står sig starkt och 2016 transaktionsvolym talar sitt tydliga språk (Naisvefa, 2016). Efterfrågan på fastigheter tillsammans med det låga ränteläget bidrar till värdeutveckling och samtidigt möjligheterna till finansiering. Bankerna är mer villiga att låna ut kapital till fastigheter. Men man ser också en skillnad mellan bankernas utlåning till olika fastighetsbolag. De med etablerade bankrelationer och samtidigt bra fastighetsobjekt har inga problem alls (SBAB, 2014).

Detta kan vara anledningen till att finansieringen av fastighetsobjekten ser olika ut, dels på grund av olika förutsättningar men också på egna preferenser av val av finansieringskälla. Valet av finansieringskälla kommer senare att bidra till hur ett fastighetsbolags kapitalstruktur tar sin form. Denna studie kommer att fokusera på ett onoterat fastighetsbolag och hur dess kapitalstruktur ser ut. För att förstå hur den kan se ut kommer vi med hjälp av en bank komplettera studien.

Kapitalstrukturen visar hur företagets tillgångar är finansierade, de vill säga hur fördelningen av skulder och eget kapital ser ut. Kapitalstrukturen ser olika ut företag och branscher emellan. Skulder och eget kapital kan bestå av olika typer vilket gör att det finns flera olika kombinationer av hur denna kapitalstruktur ser ut för att maximera ett företags marknadsvärde. Genom företagets tillgångar skapas ett kassaflöde. När företaget helt är finansierat av eget kapital tillskrivs hela kassaflödet ägarna. Men är företaget delvis finansierat av skulder och eget kapital delas kassaflödet upp i två flöden (Brealey, Myers & Allen, 2014).

Det finns delade meningar om hur kapitalstrukturen ska ta sin form och huruvida det finns en optimal kapitalstruktur eller inte. Trade-off teorin vill söka svar på om de finns en balans mellan marknadsvärde och kapitalstruktur genom att använda sig av bäst lämpade finansieringskällor. Pecking order teorin är istället baserad på idén om att varje verksamhet är en unik organism som i olika omständigheter är aktiv i deras inre och yttre omgivning (Jaros

& Bartosova, 2015). Under de senaste decenniet har rollen och vikten av kapitalstrukturen fått en central del i fastighetsmarknaden. Att föredra skuld framför eget kapital eller vice versa är de val som är relaterade till kapitalstruktur vilket spelar en stor roll för ledningen (Morri & Artegiani, 2014). Detta för med sig att det är intressant att se hur onoterade små och medelstora fastighetsbolag och deras ledning väljer att finansiera sig och därmed ta ställning till en kapitalstruktur.

1.2 Problemdiskussion

Teoretiker inom kapitalstruktur har länge debatterat huruvida man ska använda sig av skulder eller eget kapital för att finansiera företaget (Harrison, Panasian & Seiler, 2011). Vissa teorier talar för att det finns en optimal kapitalstruktur medans andra talar för att det inte spelar någon roll (Watson & Head, 2013). I en välfungerande marknad så visar tidig forskning att valet av kapitalstruktur har liten betydelse. Men detta är inte fullt möjligt att acceptera eftersom man måste ha flera aspekter i åtanke vilket kommer leda till att kapitalstrukturen får betydelse för företagets värde (Brealey, et al., 2014). Om ett företag är rationellt kommer det att anskaffa sig kapital på det billigaste och effektivaste sättet. Skulle den optimala kapitalstrukturen existera så ligger det i företagets intresse att hitta och röra sig emot denna (Watson & Head, 2013).

Kapitalstrukturen har fått en centralare roll i fastighetsmarknaden eftersom fastighetsbolagen har speciella egenskaper som gör dem intressanta som studieobjekt när det gäller val av kapitalstruktur (Bond & Scott, 2006). När man söker på kapitalstruktur och fastigheter är de mestadels artiklar gällande noterade fastighetsbolag och fastighetsfonder. Detta gör det intressant att applicera dessa teorier och slutsatser om hur kapitalstrukturen tar sin form och varför i ett onoterat litet fastighetsbolag. Det finns väldigt få vetenskapliga artiklar skrivna om onoterade fastighetsbolag. Att det är onoterat innebär att det inte är registrerat för handel på börsen samt att bolaget inte behöver distribuera lika mycket information till sina aktieägare som ett noterat bolag (Abkoll, 2012). I och med att informationen inte blir lika tillgänglig i ett onoterat fastighetsbolag blir vår studie av ett onoterat fastighetsbolag intressant. Lägg därtill en het fastighetsmarknad med höga värden, lättillgängliga lån och vakansnivåer som är låga.

Historiskt sett har den optimala kapitalstrukturen varit då man hittat rätt balans mellan skatteskolden och den tillhörande ökade kostnaden av finansiell stress. Men nu på senare tid har diskussionen ökat för att även inkludera andra förklaringar till företagets skuldsättningsbeslut, så som pecking order teorin (Harrison, et al., 2011). Mot denna bakgrund och problemdiskussion finner vi det intressant att besvara vår problemformulering om hur kapitalstrukturen kan se ut i ett onoterat fastighetsbolag, detta vill vi förklara med hjälp av trade-off och pecking orders glasögon.

1.3 Problemformulering

Hur kan kapitalstrukturen se ut i ett onoterat fastighetsbolag och varför ser den ut som den gör?

1.4 Syfte

Med hjälp av trade-off och pecking order vill vi få en klarhet i hur ett onoterat fastighetsbolag väljer att finansiera sin verksamhet.

Syftet med arbetet blir därmed att få en djupare förståelse och kunskap kring hur kapitalstrukturen kan se ut i ett onoterat fastighetsbolag.

1.5 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till onoterade små fastighetsbolag på grund av den upplevda kunskapsluckan som där tillkommer. Vi avser även att avgränsa oss till den svenska fastighetsmarknaden.

2. Metod

I detta avsnitt redovisar vi vårt tillvägagångssätt, reflektioner och ställningstaganden till hur studien har genomförts.

2.1 Vetenskaplig ansats

För att besvara vår problemformulering har vi valt att samla in data med en deduktiv ansats vilket innebär att vi utgår från teori. Deduktiv datainsamling är en strategi som först med hjälp av teorier skapar sig en uppfattning för att sedan testa detta mot verkligheten huruvida detta stämmer eller inte (Jacobsen, 2011). Vi har byggt upp en teoretisk referensram med fokus på trade-off och pecking order som kommer guida oss genom arbetets gång.

Den teoretiska referensramen är uppbyggd av sekundärdata som består av vetenskapliga artiklar, böcker och hemsidor. Till en början samlade vi in data om kapitalstruktur i allmänhet för att sedan rikta fokus mot data som är relevant för fastighetsbranschen. Vidare kommer vår referensram kopplas ihop med vår primärdata som består av två kvalitativa intervjuer av ett fastighetsbolag och en bank.

Vi anser att den deduktiva ansatsen är bra för vår problemformulering eftersom det finns mycket skrivit om området sedan tidigare. Vi har därför en tillförlitlig teoretisk referensram eftersom vi systematiskt har bearbetat vår sekundärdata. Detta har vi gjort genom att utkristallisera variabler ur tidigare forskning kring kapitalstruktur i fastighetsbolag som sedan kommit att genomsyra vår studie. Forskning och undersökningar ska vara trovärdiga och då krävs det en systematisk bearbetning av den information man ställs inför vilket skiljer sig ifrån den vardagliga insamlingen av information (Jacobsen, 2011). Detta är något vi tycker att vi har lyckats med.

Litteratursökningen har bedrivits genom Halmstad högskola bibliotek, Göteborgs Universitetsbibliotek samt Göteborgs stadsbibliotek. Vi har också använt oss av OneSearch där vi sökt på peer-reviewed artiklar. Sökorden har främst bestått av *Capital structure, Real estate, Trade off & Pecking order*. Vi har även när vi hittat intressanta artiklar för vårt arbete kollat i artiklarnas referenser för att hitta relevanta källor till arbetet vilket har varit mest framgångsrikt.

2.2 Kvalitativ ansats

Som tidigare nämnts kommer uppsatsen bygga på en kvalitativ datainsamling. Enkelt förklarar innebär det att insamlingen kommer ske med hjälp av ord och inte av siffror som hade varit fallet vid en kvantitativ metod. Även om artiklarna som vi bygger vår referensram kring är av kvantitativ ansats så väljer vi att göra en kvalitativ forskningsundersökning eftersom vi finner det intressant att få en djupare och personligare förståelse när datainsamlingen sker. De vetenskapliga artiklar vi utgår ifrån är baserade på en stor datainsamling vilket gör deras slutsatser tillförlitliga och användbara. Vi tycker därför att det är bra att genomföra en kvalitativ datainsamling där intervjun blir mer oförutsägbar och vi som intervjuare får en större roll.

Genom den kvalitativa metoden kommer vi få en djupare förståelse om hur man tänker kring och tolkar problemet. Jacobsen (2011) menar att genom att observera respondenterna och låta dem beskriva med egna ord får vi denna förståelse. Eftersom vår problemformulering syftar till att förklara kapitalstrukturen i ett onoterat fastighetsbolag är den kvalitativa metoden bra eftersom intervjun producerar kunskap genom relationen som uppstår. Intervjuerna ska vara kontextuella, berättande och jordnära enligt Kvale & Brinkmann (2009) vilket var något vi försökte eftersträva genom att låta respondenterna välja tid och plats. Genom presentation

och inledande frågor allmänt ville vi även skapa en jordnära och trygg miljö för intervjun. Detta ville vi skulle leda till en roligare och innehållsrikare intervju. Vidare anser vi att den kvalitativa ansatsen lämpar sig bättre vid de bolag vi valt eftersom de inte har lika mycket tillgänglig information som exempelvis de noterade fastighetsbolagen. Detta gör det intressant att välja ett onoterade fastighetsbolag som studieobjekt. Den kvalitativa metoden kommer här vara tillhjälp då den även syftar till att få fram flera nyanser av problemet. Vi har valt att göra en kvalitativ studie för vi vill få en nära kontakt med respondenterna för att säkerställa vårt empiriska material. Vi vill vara närvarande när vi genomför vår semi-strukturerade intervju för att kunna ställa relevanta följdfrågor om läge ges. Allt för att få ett bra underlag för vår studie. Både intervjuerna utgick från varsin intervjuguide där frågorna är utvecklade från teorin och har en liknande tråd för att göra materialet användbart för oss. Vi arbetade oss genom den semistrukturerade intervjuguiden och var observanta för eventuella följdfrågor.

2.3 Problemområde & Urval

I början av forskningsprocessen är det viktigt att bestämma vad som ska undersökas, vad det är för problem och därefter bygga en teoretisk referensram (Patel & Davidson, 2011). Vår teoretiska referensram är uppbyggd på så vis att vi kan flytta mellan studieobjekt ifall empiriinsamlingen skulle fallera. Detta blev just fallet då vi till en början ville förklara kapitalstrukturen i bostadsrättsföreningar. Osäkerheten fanns från början om dessa personer som figurerar i bostadsrättsföreningar skulle ha tillräcklig kunskap inom ämnet. Vi beslutade tidigt om att göra en testintervju för att kolla potentialen av studieobjektet. Intervjun var bristfällig vilket resulterade i att vi bytte studieobjekt. Vi valde därför att avbilda kapitalstrukturen i ett onoterat fastighetsbolag istället. Bakgrunden till det valet är att vi har en fastighetsmarknad som är väldigt aktuell och att det mesta som skrivits om kapitalstruktur i fastighetsbolag gäller noterade bolag.

Vi ser också att tillgången till relevant empiri blir bättre nu när det gäller fastighetsbolag istället för bostadsrättsföreningar. Fastighetsbolagen vill generera pengar på ett annat sätt och borde därmed vara mer benägna att välja en värdeökande kapitalstruktur. Detta borde medföra att kunskapen kring kapitalstruktur är större och därmed mer relevant och tillförlitlig utifrån vår analysmodell. Vi har därför kvar vår teoretiska referensram för att försöka svara på vår problemformulering. Dock blev tillgången på empiri begränsad då endast ett fastighetsbolag ville ställa upp. På grund av detta kompletterades empirin med en bankintervju.

Patel & Davidson (2011) menar att antingen uppstår problemområdet av att vi antingen är nyfikna och undrar över hur saker förhåller sig eller att vi upplever det problematiskt. Vi har valt detta område på grund av vår nyfikenhet kring kapitalstruktur i onoterade fastighetsbolag. Som vi tidigare nämnt så finns det mycket data kring noterade fastighetsbolag och fastighetsfonder vilket gör vårt val av problemområde än mer intressant på grund av att fastighetsmarknaden inte bara består utav noterade fastighetsbolag.

2.4 Studieobjekt

Eftersom vi inte fick tag i mer än ett fastighetsbolag som ville ställa upp valde vi att även komplettera vår studie med en bank. Vi valde en företagsorienterad bank eftersom ansåg att de borde ha en god insyn i hur fastighetsbolag finansierar sin verksamhet. Redan i början av studien hade vi tankar på att komplettera empirin med en bankrepresentant. Detta styrktes efter vår intervju med fastighetsbolaget där vi fick uppfattningen av att bankens medverkande i studien skulle vara nyttig för att besvara vår problemformulering. Banken har också visat

sig få en stor roll i studien eftersom mycket nyttig information kom fram som vi kunde härleda till fastighetsbolagets val av kapitalstruktur. Detta har kommit att påverka vårt utfall vilket är viktigt att vara medveten om. Detta på grund av att vi har tolkat fastighetsbolagets empiri med hjälp av bankens empiri. Vi har även ställt dem emot varandra vid analysen.

Vi ville till en början enbart välja fastighetsbolag som storleksmässigt var lika varandra med liknande omsättning för att få en bra jämförelse. Detta visade sig vara lättare sagt än gjort då många bolag valde att avböja förfrågan kring en intervju eller inte svara alls så vi fick nöja oss med ett fastighetsbolag. Att vi inte fått mer än ett fastighetsbolag behöver inte betyda att resultatet blir lidande utan snarare tvärtom. Nu när vi inte helt kunnat påverka valet av bolag reducerar vi en del av forskningseffekten. Anledningarna till att fastighetsbolagen avböjde kan vara många. Det vi fick till oss när vi ringde och mailade handlade om att det var ett känsligt ämne och att studien skulle publiceras. Vi erbjöd fastighetsbolagen att vara anonyma men trots detta vara intresset dåligt. Vi antar därför att det också kan handla om bristande intresse och tid.

Vid urvalet av fastighetsbolag tittade vi på bolagens årsredovisningar för att få en uppfattning och kunskap om hur kapitalstrukturen kunde se ut. Vi tittade på resultaträkning och balansräkning för att skapa oss en uppfattning. Detta var ibland problematiskt då bolagsstrukturen såg väldigt annorlunda ut bolagen emellan. Detta på grund av att verksamheten ofta var uppdelad i flera bolag så som moderbolag och dotterbolag och att vi inte hitta någon koncernredovisning i många fall. På detta vis var det därför svårt att exempelvis utläsa en rättvisande soliditet. Vi kan anta att detta har att göra med skatterättsliga regler och fastighetspaketering. Dock är detta något vi inte kommer beröra i vår studie. Eftersom fastighetsbolaget vi valt att redovisa vill vara anonymt kan vi heller inte redovisa några siffror från deras årsredovisningar.

2.4.1 Intervjuer

Vi har intervjuat ett familjeägt fastighetsbolag med i huvudsak bostadshyreshus. Fastighetsbolaget och dess fastighetsbestånd är beläget i ett geografiskt bra läge. Vi valde att intervju bolagets VD eftersom vi antog att hen skulle ha mest kunskap om bolagets kapitalstruktur. Vi hade helst sett att intervjun genomfördes på plats men på grund av respondentens önskemål blev det en telefonintervju. Att det blev en telefonintervju berodde på tidsbrist hos respondenten. Detta försvårade intervjun på så vis att det vi inte fick den personliga kontakten vi hade önskat. Det gjorde de svårare att ställa följdfrågor och samtalet blev inte lika flytande och tryggt som intervju på plats förhoppningsvis hade inneburit. Respondenten önskade även att få vara anonym vilket givetvis påverkar vår trovärdighet. Dock är detta inget vi kan styra över och vi uppfattade aldrig att de var något känsligt som framkom.

Vi har även intervjuat en bank. Banken har många fastighetskunder vilket gör denna intervju användbar för oss. Respondenten är chef på företagssidan. Denna intervju kunde genomföras på bankens kontor vilket resulterade i en djupare och personligare intervju. Ställer vi våra intervjuer emot varandra kan just de att vi gjorde en telefonintervju och en platsintervju vara en bidragande orsak till att vi fick ut en enligt vår mening bättre empiri från banken. Vi märkte också efter bankens intervju att vi kunde göra en bättre intervju med ett nytt fastighetsbolag om vi hade fått någon som ville ställa upp. Detta på grund av att vi fick en ny synvinkel på det efter datainsamlingen av banken.

2.6 Analysmodell

Datainsamlingen har skett med hjälp av två intervjuer, en bank och ett fastighetsbolag. Övergången mellan empiri och teori kommer med hjälp av vår analysmodell underlätta och ge en klarare bild för läsaren. Genom att systematiskt bearbeta teorin har en struktur vuxit fram som vi väljer att följa genomgående i studien. Struktureringen har ingen inbördes rangordning. Vi har kommit i kontakt med variabler som i tidigare forskning varit återkommande för att se huruvida dessa påverkar kapitalstrukturen och om de talar för pecking order eller trade-off teorin. Eftersom variablerna påverkar kapitalstrukturen har vi valt att bygga våra intervjufrågor utifrån dessa. Var variablerna kommer ifrån och hur dessa påverkar kapitalstrukturen redovisas närmare i vår teoretiska referensram. Till en början hade vi även med tillväxt som en variabel men denna valde vi senare bort på grund av den inte tillförde vår studie något. Nedan följer variablerna vi valt.

- Lönsamhet
- Risk
- Storlek
- Kostnad
- Materiella tillgångar

Tanken med använda samma variabler som tidigare forskning gjort är för att leda oss in på vilken av våra huvudteorier som yttrar sig i fastighetsbolagets tänk kring kapitalstruktur. Detta är också något som möjligen kan komma att påverka utfallet eftersom vi söker svar utifrån vår referensram. Eftersom intervjuguiderna är byggd kring detta så fortsätter studien i samma riktning. Vi vill att studien ska följa en röd tråd vilket vi gör genom att även dela upp empiri/analysen i dessa variabler som fungerar som rubriker. Rubrikerna finns till för att underlätta förståelsen för vår empiri/analys och kommer att hjälpa läsaren att förstå kopplingen mellan teori, empiri, analys och slutsats. Empiri och analys kommer redovisas under samma kapitel för att underlätta strukturen, dock bifogas empiri i sin helhet som bilaga.

Avslutningsvis är det viktigt för vår studie man förstår grundläggande begrepp kring kapitalstruktur. Två nyckeltal som på ett klokt sätt sammanfattar detta är soliditet och belåningsgrad.

Soliditet innebär andelen eget kapital genom totalt kapital (EK/TK). Vid en låg soliditet medför det relativt höga räntekostnader och därmed går en mindre del av rörelseöverskottet till ägarna (Greve, 2003). Soliditet är även ett nyckeltal som syftar till att bedöma ett företags betalningsförmåga på lång sikt. Den ger en bild av hur företaget kan klara sig under en period med lågkonjunktur. Detta mått berättar för oss hur stor andel av företaget som är finansierat av ägarna. Vill vi istället ta reda på hur stor del av tillgångarna som är finansierade av lån så tittar vi på belåningsgrad, vilket innebär kvoten mellan skulder och tillgångar (SK/TK). En hög belåningsgrad ger därmed en låg soliditet och vice versa (Blomquist & Leonardz, 1998).

2.7 Metoddiskussion

Vi är medvetna om konsekvenserna av valet av en deduktiv ansats. Eftersom vi är utgående ifrån teorin gör detta att vi letar efter data i vår empiriska undersökning som stämmer överens med våra förväntningar. Detta resulterar i att vi medvetet och omedvetet sällar bort data som mycket väl kan komma att vara den viktigaste. Vi begränsar därmed vår datainsamling på grund av vår ansats.

Som tidigare nämnt handlar metoden om huruvida vägvalen påverkar resultaten. Våra val och kunskaper kommer påverka resultatet vilket är viktigt att ha i åtanke eftersom det är svårt att

få bort forskningseffekten, dvs att forskaren själv påverkar resultatet. I en perfekt forskarvärld vill man ha hög replicerbarhet vilket innebär att ett identiskt forskningsförfarande i samma ämne ska komma fram till samma resultat (Jacobsen, 2011). Vi är medvetna om att vi har påverkat med en vinkling men har försökt hålla oss neutrala i fråga.

Vid vår form av empiriinsamling så får vi och respondenterna en stor roll. Vi ger ett stort avtryck på studien i form av de tolkningar som sker. Vi kommer påverka resultatet i och med att respondenten tolkar våra förväntningar genom frågan och vi i vår tur tolkar respondentens svar. Valet av en kvalitativ ansats innebär därför att detta kommer att påverka replicerbarheten i och med vårt aktiva deltagande vid datainsamlingen.

Vad gäller intervjuerna kan man ställa sig frågande till varför fastighetsbolag och deras representanter inte vill ställa upp på intervju. Vidare har de vi fått intervjua velat vara anonyma i studien. Med vår kunskap ser vi inte att de svaren de har givit oss egentligen kräver någon anonymitet. Detta har påverkat oss negativt genom att datainsamlingen blivit tunnare än önskat och även påverkar trovärdigheten i vår studie. Vi upplevde även en nackdel med telefonintervjun eftersom inte fick den kontakt med respondenten som vi önskat vilket ledde till att följdfrågor blev svårare att ställa. Vidare delades intervjuerna upp mellan oss och genomfördes individuellt. Detta kan eventuellt även här lett till att följdfrågor och intressanta anekdoter kan ha missats av oss.

3. Teoretisk referensram

I detta avsnitt kommer vi presentera vår teoretiska referensram som består av trade-off och pecking order teorierna. Vidare presenteras variabler som påverkar kapitalstrukturen i fastighetsbolag.

3.1 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen visar hur företagets tillgångar är finansierade, det vill säga hur fördelningen av skulder och eget kapital ser ut. Kapitalstrukturen ser olika ut företag och branscher emellan. Skulder och eget kapital kan bestå av olika typer vilket gör att det finns många olika kombinationer av hur en kapitalstruktur kan se ut för att maximera företagets marknadsvärde (Westgaard, Eidet, Frydenberg & Grosås, 2008). Det påstås att valet av kapitalstruktur är ett utav de viktigaste besluten ledningen tar. Till detta bör man tillägga att det inte bara är viktigt för ledningen utan även för alla aktieägare och långgivare (Niskanen & Falkenbach, 2012). Genom företagets tillgångar skapas kassaflöde. När företaget helt är finansierat av eget kapital tillskrivs hela kassaflödet ägarna. Men är företaget finansierat av både skulder och eget kapital delas kassaflödet upp i två flöden. Kassaflödet som går till långivarna bär en lägre risk än det kassaflöde som går till ägarna (Brealey et al., 2014).

Modigliani och Miller var först ut med att försöka förstå och lösa problemet med hur man väljer sin kapitalstruktur. Trots att deras teori är baserad på orealistiska antaganden så ses teorin ändå som ett startskott på senare teorier kring en optimal kapitalstruktur (Morri & Cristianziani, 2009). Modigliani och Miller menar att ett företag inte kunde förändra det totala värdet genom att dela upp kassaflödet. De menar istället att värdet bestäms av dess tillgångar och inte av kombinationen av skulder och eget kapital (Brealey et al., 2014). Modigliani och Miller var skaparna av den moderna teorin om kapitalstruktur och efter dem följde många att försök att lösa deras antaganden (Westgaard et al., 2008). Brealey et al. (2014) tror att kapitalstruktur har betydelse men tycker det är viktigt att ha förståelse för Modigliani och Millers teorier för att vidare förstå varför en kapitalstruktur är bättre än den andra.

Man kan dela upp de teoretiska metoderna kring kapitalstruktur i två grupper, den statistiska och den dynamiska gruppen. Modigliani och Miller med sin teori och trade-off teorin tillhör den första gruppen som kallas för statistisk teori. Dessa kommer fram till olika saker men från start har de haft samma mål. Det vill säga att hitta en balans mellan marknadsvärde och kapitalstruktur genom att använda sig av bäst lämpade finansieringskällor. Den andra gruppen innehåller Pecking order teorin och kallas för dynamisk teori. Denna teori är baserad på idén om att varje verksamhet är en unik organism som i olika omständigheter är aktiv i deras inre och yttre omgivning (Jaros & Bartosova, 2015).

Adair & Adaskou (2015) ställer i sin studie Pecking order mot Trade-off för att se vilken teori franska små och medelstora bolag lutar sig åt. De använder sig av olika faktorer så som ålder på företaget, lönsamhet och tillväxt och kommer slutligen fram till att det inte finns någon enskild teori som kan förklara dessa företags kapitalstruktur helt och hållet. Båda teorierna stämmer in på företagens val av finansiering. Dock ser författarna att det är Pecking order som passar bäst in på företagen.

3.1.1 Affärsrisk och Finansiell risk

Avkastningen på eget kapital är intressant för ägarna eftersom den visar hur ägarnas satsade kapital blivit förräntat. Avkastningskravet på eget kapital är minst samma som den riskfria ränta. Till detta tillkommer en premie för affärsrisken (Watson & Head, 2013). Affärsrisken är den risk som tillskrivs företaget utefter den verksamhet som bedrivs. Det är därför företagets materiella och immateriella tillgångar som förknippas med denna risk (Greve, 2003). Den riskfria räntan plus riskpremien representerar avkastningskravet på eget kapital när företaget är helt finansierat av eget kapital vilket också skulle innebära att ägarna står för hela risken (Watson & Head, 2013).

Oavsett vad bolaget visar för resultat så kommer långivarna kräva sin ränta. Därefter får ägarna det som blir över. Det är ägarna som står för räntekostnader och rörelseförluster. Även vid konkurs är det ägarnas insatser som agerar buffert (Greve, 2003).

Ägarnas avkastningskrav ökar även när företaget ökar sin skuldsättningsgrad vilket med andra ord innebär att den finansiella risk som då uppstår även tillfaller ägarna (Greve, 2003). Ökad skuldsättning innebär inte bara nackdelar i form av ökad risk och avkastningskrav. Här uppstår det en finansiell utväxling på ägarnas kapitalinsats. Ägarna kan låna till låg ränta och placera till en högre avkastning som företaget ger. Det innebär att ägarna får en högre avkastning än vad som hade skett vid en finansiering som helt bestod av eget kapital (Greve, 2003). Exempel på affärsrisken i fastighetsbolag kan vara vilken typ av fastighet, dvs hyres eller kommersiell fastighet och dess vakanser. Ett exempel på finansiell risk kan vara räntekostnaderna som uppstår vid för hög belåning.

3.2 Pecking order teorin

Pecking order teorin är en teori kring kapitalstruktur. Den handlar om att företag ska ha en unik kombination av skulder och eget kapital vid sin finansiering. Det finns en slags rangordning bland de olika finansieringskällorna man ska eftersträva när man ska finansiera sina investeringar. När företaget ska finansiera en investering så bör man enligt teorin försöka finansiera med internt kapital eller balanserade vinstmedel i första hand. Finns det inte tillräckligt med internt kapital så lånar man hellre pengar av banken eller företagsobligationer än att ta in riskkapital. Riskkapital och nyemission är sista utvägen enligt teorin. Förklaringen till att man i första hand vill använda sig av balanserade vinstmedel ligger i det är lättare än att förhandla med banker och kreditinstitut. Vidare slipper man även emissionskostnader kopplade till externt eget kapital. Vid valet mellan att ta nya lån hos banken eller att utfärda nytt eget kapital genom nyemission så menar teorin att kostnaden är lägre vid nya banklån än vid nyemission. Det är även möjligt att ta in mindre summor vid banklån, vilket är ovanligt vid nyemission. En annan fördel är också att man slipper nya ägare och deras inflytande (Watson & Head (2013).

Det är asymmetrisk information mellan företag och kapitalmarknad som ligger till grund för Pecking order teorin (Brealey et al., 2014). Asymmetrisk information innebär att ledningen vet mer om företagets framtidsutsikter än vad investerarna vet. Detta antagande bör vara rimligt eftersom ledningen till skillnad från investerarna arbetar med företaget på daglig basis (Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, 2013). En anledning till att fastighetsbolag använder sig av lån före aktier och därmed är högre skuldsatta är att de blir mindre övervakade och mildrar agentkostnaden (Niskanen & Falkenbach, 2012).

Ett företag som ska genomföra en investering som marknaden har undervärderat och företagets ledning ser potentialen i affären eftersom man har mer information än marknaden, väljer i första hand att använda sig av balanserade vinstmedel som finansieringskälla. Detta menar Myers (refererad i Brealey et al., 2014) beror på att nuvarande aktieägare ska få så stor

del av den potentiella utdelningen som möjligt. Är balanserade vinstmedel otillräckligt så väljer man banklån. Allt för att slippa nyemission och nya ägare som har något att säga till om. (Brealey et al., 2014).

Om företaget vill ta in kapital så vill man bara ha en nyemission om företaget är övervärderat. På så vis slipper man ge bort eget kapital till reapis. Om man istället anser att företaget är undervärderat så ger man ut obligationer med låg risk som är lättare att prissätta korrekt. Dess värde bestäms i huvudsak av marknadsräntan som är offentlig (Hillier et al., 2013).

Företag kan undvika kostnader som kopplas till asymmetrisk information genom att använda intern finansiering för att finansiera sina investeringar. På så sätt slipper man att förlita sig på långivare och yttre investerare. Det finns inte någon optimal kapitalstruktur i pecking order teorin. Alla förändringar i belåningsgraden är en konsekvens av hur företaget väljer att finansiera sina tillgångar (Westgaard et al., 2008).

López-Gracia & Sogorb-Mira (2008), som testar Pecking order och Trade-off teorierna vid finansiering av små och medelstora företag i Spanien, kommer i sin avhandling fram till att små och medelstora företag använder sig av interna medel/balanserade vinstmedel som den viktigaste källan till finansiering. Detta tyder på att de upplever betydande informationskostnader/agentkostnader som hindrar dem från att enkelt hitta andra källor för finansiering. Således verkar pecking order vara den teori som författarna anser vara mest tillämpad i denna studie.

3.3 Trade-off teorin

Trade-off teorin växer fram ur Modigliani och Millers teori. Teorin säger att bolagen söker en optimal kapitalstruktur genom att balansera andelen skulder och eget kapital. För att hitta den optimala nivån krävs det att fördelarna som uppstår vid en skattesköld är lika med kostnaden av konkursrisken (Westgaard et al., 2008). Fördelen innebär att räntekostnaderna för lånen är avdragsgilla från företagsskatten menar Modigliani & Miller, DeAngelo & Masulis (refererad i López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). Skulden kan göra att bolagets värde ökar på grund av skatteavdragen. Men detta måste som sagt balanseras mot konkursrisken som bidrar till finansiell stress som ökar med belåningsgraden (Westgaard et al., 2008). Konkursrisken kan istället bidra till att värdet på företaget minskar (Hillier et al., 2013).

Skattefria fastighetsfonder är betydligt mindre skuldsatta än vanliga fastighetsbolag vilket är en stark indikation på att företagsskatter har en betydelse för valet av kapitalstruktur (Niskanen & Falkenbach, 2012).

Belåningsgraden varierar mellan bolag men de bolag med trygga materiella tillgångar och som samtidigt har hög beskattningsbar inkomst bör ha en högre optimal nivå. Å andra sidan bör företag som är mindre lönsamma och har stora immateriella tillgångar ligga på en lägre belåningsgrad och förlita sig mer på eget kapital som finansieringskälla (Brealey & Myers, 2000).

Det finns en optimal belåningsgrad för varje individuellt bolag och detta bör bolaget eftersträva. Men kostnaden för finansiell stress kan vara svår att fastställa exakt och det finns heller ingen formel som beräknar den optimala belåningsgraden. Detta faktum gör det svårt att hitta ett bolags optimala nivå (Hillier et al., 2013). Hade det inte funnits en kostnad för att hitta den optimala nivån så hade det varit en självklarhet för bolag att ligga på den optimala nivån (Brealey & Myers, 2000).

Men trade-off teorin säger också att företag med extremt hög andel skulder bör begränsa utdelningen eller sälja av tillgångar för att komma i balans med kapitalstrukturen igen.

Trade-off teorin kan dock inte förklara varför några av de mest framgångsrika företagen har valt att ha låg andel skulder och därigenom blir av med möjligheten att dra nytta av en skattesköld (Brealey & Myers, 2000).

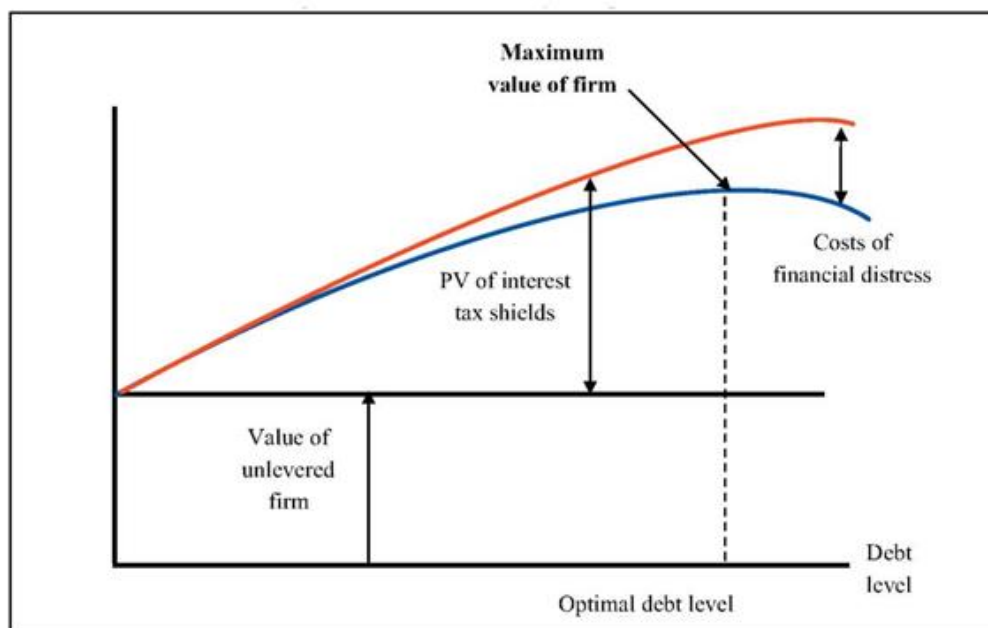
López-Gracia & Sogorb-Mira (2008) kommer fram till att små och medelstora företag står inför stora transaktionskostnader som förmodligen härstammar från agentkostnad samt finansiella restriktioner på kapitalmarknaden. Detta är anledningen till att små och medelstora företag anpassar sig till en för företaget optimal kapitalstruktur i betydligt lägre takt än stora noterade bolag. Studien har genomförts på små och medelstora spanska företag och författarna kommer även fram till att företagen verkar tycka att kostnaden för att hitta en optimal position mellan skuldsättning och finansiell stress är högre än att ligga kvar på en obalanserad nivå.

3.3.1 Finansiell stress

Skulder sätter press på ett företag eftersom man då ska betala ränta och amortering. Om företaget inte lever upp till sina skyldigheter och inte betalar så riskerar företaget att känna finansiell stress. Det finns olika typer av finansiell stress och detta inkluderar även en konkursrisk. Vid en konkurs så överförs företagets tillgångar från aktieägarna till långivarna. Konkursrisken kan bidra till att värdet på företaget minskar.

Det ligger både direkta och indirekta kostnader i finansiell stress. Direkta kostnader innebär kostnader som kan kopplas till en eventuell konkurs så som advokatkostnader och administrationskostnader. De indirekta kostnaderna kan vara att kunder eller investerare helt enkelt inte anlitar eller investerar i företaget på grund av rykten om ekonomiskt obestånd. Det kan vara svårt att mäta dessa indirekta kostnader men de existerar utan tvekan (Hillier et al., 2013).

Altman (refererad i Hillier et al., 2013) estimerar att både de direkta och indirekta kostnaderna kan uppgå till 20 procent av företagets värde.



(Academic library)

Bilden ovan visar på förhållandet mellan ett företags värde och dess skuldsättning där (y) är värdet på företaget och (x) är skuldnivå. Företaget söker enligt trade-off teorin en balans

mellan eget kapital och skulder. Den svarta horisontella linjen visar vad värdet av företaget är utan skulder och den översta röda linjen visar skulderna. Skillnaden mellan den svarta och röda linjen blir skattefordelarna här. Den blå linjen visar företaget som söker den optimala nivån mellan skuld och finansiell stress. I takt med att skulderna ökar så ökar också kostnaden för finansiell stress och den blå linjen vänder neråt med sjunkande värde på företaget som följd.

3.4 Variabler som påverkar kapitalstrukturen

Rajan & Zingales (1995) undersökte vad som bestämmer kapitalstrukturvalen genom att analysera publika företag i de största industriländerna. Harris & Raviv (refererad i Rajan & Zingales, 1995) menar att belåningsgraden ökar när företaget består av mer materiella tillgångar, investeringsmöjligheter och storleken på företaget. Vidare säger de att belåningsgraden minskar när det gäller volatilitet, reklamutgifter, risken för konkurs och lönsamhet. Sammanfattningsvis kan man säga att belåningsgraden ser hyfsat lika ut över länderna. Materiella tillgångar och storlek har en positiv relation med skuldsättning, det vill säga att den ökar. Lönsamhet har en negativ relation med skuldsättning. Anledningen till att Rajan & Zingales fokuserar på dessa faktorer beror på att de har förekommit frekvent i tidigare studier.

Om företaget består av en större del materiella tillgångar kommer dessa fungera som en säkerhet gentemot långgivaren vilket reducerar agentkostnaden för långgivaren och vid en eventuell konkurs behålls värdet bättre. Större företag är mer diversifierade och misslyckas därför mer sällan. Detta medför en mindre risk för konkurs och bör således öka belåningsgraden (Rajan & Zingales, 1995).

Huruvida lönsamhet har positiv relation med skuldsättning eller inte råder det delade meningar om. Antingen minskar belåningsgraden för att man använder sig av balanserade vinstmedel för att finansiera verksamheten eller så blir långgivarna mer benägna att låna ut när de märker att företagen har ett bra kassaflöde in (Rajan & Zingales, 1995).

Brealey et al. (2014) menar att dessa slutsatser är bra nyheter för både trade-off och pecking order. De som anammar trade-off ser att stora företag med materiella tillgångar är mindre utsatta för finansiell stress och förväntas därmed att låna mera. De som istället förespråkar pecking order betonar vikten av lönsamhet och menar att lönsamma företag lånar mindre för att de kan vara trygga med sin interna finansiering.

3.4.1 Noterade fastighetsbolag

Morri & Cristianziani (2009) vill med sin studie se vilka variabler som påverkar kapitalstrukturen i noterade europeiska fastighetsbolag och fastighetsfonder. Vi redovisar studien med fokus på fastighetsbolag.

Lönsamhet

I Morri & Cristianzianis teoriavsnitt skriver de att de avdragsgilla räntekostnaderna medför att mer lönsamma bolag kan öka sin avkastning på eget kapital genom att finansiera sig till största delen av skulder och detta talar därmed för trade-off. Myers refererad i avsnittet menar att lönsamheten minskar bolagets belåningsgrad därför att lönsamma bolag vill låna mindre för att de förväntas ha mera interna medel vid investeringar vilket talar för pecking order.

Morri & Cristianziani kommer fram till att lönsamhet har den största inverkan på belåningsgraden. Hög lönsamhet ger en lägre belåningsgrad vilket talar för pecking order teorin. Lönsamma fastighetsbolag tenderar att vilja finansiera sina investeringar med balanserade vinstmedel istället för banklån.

Risk

Risk påverkar belåningsgraden näst mest efter lönsamhet. Risken talar både för pecking order och trade-off. Detta på grund av att affärsrisken i fastighetsbranschen är låg vilket resulterar i en högre belåningsgrad. Å andra sidan kan fastighetsbolagen emellan visa på olika risker. De bolag med hög affärsrisk vill reducerar denna risk genom att minska belåningsgraden för att inte addera ytterligare risk i form av finansiell risk.

Storlek

I teoriavsnittet framkommer det att belåningsgraden ökar när bolaget växer. Större bolag är mer diversifierade, har säkrare kassaflöden och de kan också låna till en lägre kostnad. Detta talar för trade-off. Enligt pecking order kan storleken framkalla asymmetrisk information. Detta beror på att större bolag är mer övervakade och borde därför vara mer kapabla att använda eget kapital istället för lån och blir därmed mindre belånade.

Morri & Cristianziani kommer fram till att storlek talar för trade-off vilket gör att belåningsgraden ökar. De större företagen uppfattas här som mindre riskabla och kan låna till lägre kostnad. Större fastighetsbolag har en stabilare inkomst på grund av ett mer diversifierat kassaflöde.

Kostnad

I teoriavsnittet skrivs det att räntekostnaden påverkar storleken på lånen. Låg ränta ökar belåningen medan en hög ränta skulle minska den. Detta förklaras av den historiskt låga avkastningen i fastighetsbranschen där en god skuldhantering är en betydande konkurrensfördel för bolaget.

Morri & Cristianziani kommer fram till att kostnad ändå inte är en faktor som väsentligen påverkar belåningsgraden.

Morri & Artegiani (2014) bidrar med en studie som fokuserar på vad som bestämmer kapitalstrukturen i publika noterade fastighetsbolag i Europa med förklaringar utifrån trade-off och pecking order.

Lönsamhet

Teoriavsnittet förklarar att om bolag är lönsamma så finns det mer internt kapital att använda vid investeringar. För att försöka undvika kostnader kopplade till asymmetrisk information så bör bolag använda sig av balanserade vinstmedel i första hand. Detta talar för pecking order teorin. Barclay et al., & MacKay och Phillips (refererad i Morri & Artegiani, 2014) menar istället att ökad lönsamhet bidrar till ökad belåningsgrad och detta pekar på trade-off teorin. Detta grundar sig i att lönsamma bolag har högre inkomster som fungerar som en sköld och med denna fördel eftersträvar man mer lån.

Morri & Artegiani menar att lönsamhet talar för pecking order teorin. Detta eftersom lönsamma fastighetsbolag har större möjligheter att finansiera sig med interna medel vilket i sin tur innebär en lägre belåningsgrad.

Risk

I teoriavsnitt skriver de att både trade-off och pecking order bör tala för att risk och belåningsgrad har en negativ relation. Det vill säga att ökad risk innebär lägre belåningsgrad. Ur ett trade-off perspektiv så innebär ökad risk också en ökad konkursrisk och som en konsekvent av detta så ökar också långivarnas avkastningskrav. Om man istället tittar på risk ur ett pecking order perspektiv så innebär ökad risk en ökad efterfråga på information från långivarna. Detta innebär att bolaget kan bli ovilliga att ta nya lån.

Morri & Artegiani kommer fram till att risk som vanligtvis är intressant för pecking order och trade-off inte får någon betydelse i studien. Detta beror enligt författarna på deras upplägg av studien.

Storlek

I teoriavsnittet framkommer det att storleken på bolaget kan förklaras både av trade-off och pecking order teorin. Enligt trade-off teorin är större bolag bättre på att diversifiera sig. Detta påverkar i sin tur kassaflödet som blir säkrare och reducerar då konkursrisken för bolaget. Detta innebär att de har lättare att få finansiering till bättre villkor. Pecking order teorin pekar istället på att stora bolag är mer utsatta för övervakning från externa aktörer och då vill man istället använda sig av internt kapital istället för banklån.

Morri & Artegiani kommer fram till att storlek talar för trade-off eftersom ett större fastighetsbolag har stora tillgångar. Detta innebär att företaget har mer säkerhet tillgänglig som fungerar som en säkerhet gentemot långivarna. De större företagen är också bättre på att klara av fasta kostnader och följa upp med den information som långivarna kräver

Kostnad

Enligt teoriavsnittet påverkar räntekostnaderna belåningsgraden eftersom de är de direkta kostnaderna för lån. Trade-off och pecking order har inte traditionellt tagit hänsyn till kostnaden för lån. Detta på grund av att när priset på lånen ökar så minskar också storleken på lånen vilket gör det förutsägbart hur ett bolag belånar sig.

Morri & Artegiani kommer fram till att kostnad har en väldigt stor inverkan på belåningsgraden. Ju högre kostnaden för lån är desto mindre lån kommer att användas.

Detta bör tala för trade-off teorin

3.4.2 Onoterade fastighetsbolag

Westgaard et al. (2008) undersöker också vad som bestämmer kapitalstrukturen men i brittiska fastighetsbolag. Detta genomförs genom en datainsamling som består till 95% av onoterade fastighetsbolag. Deras resultat pekar mest på trade-off även om det kan förekomma spår av pecking order teorin.

Författarna kommer fram till att det förekommer stora justeringskostnader i företagen vilket bidrar till att belåningsgraden för ett givet år beror mer på hur belåningsgraden såg ut året innan än någon av deras variabler. Detta betyder i sin tur att kostnaden för att inte ligga på en optimal kapitalstruktur är låg i fastighetsbranschen.

Lönsamhet

I teoriavsnittet redovisas det att högre lönsamhet kommer att öka skatteskölden som i sin tur blir ett incitament att låna mera vilket talar för trade-off. Ur pecking orders perspektiv handlar det istället om att bolagen lånar mindre vid högre lönsamhet eftersom de då förväntas ha mera interna medel Myers & Majluf (refererad i Westgaard et al., 2008).

Westgaard et al. Kom fram till att lönsamhet påverkar belåningsgraden på så sätt att hög lönsamhet ger en hög belåningsgrad. Detta är en viktig slutsats då det helt talar emot vad tidigare författare säger. Detta resultat kan dock bero på att man ser olika på kapitalstrukturen i olika branscher enligt författarna.

Storlek

I teoriavsnittet framkommer det att det är svårt att hitta ett samband mellan storlek och belåning. Större bolag tenderar att vara mer diversifierade än mindre bolag vilket bör reducera konkursrisken och finansiell stress. Utfallet av detta borde vara att ökar storleken så ökar också belåningen vilket talar för trade-off. De tenderar också att kunna få billigare lån än mindre bolag. Tittar man istället ur pecking orders glasögon så menar Fama & Jensen (refererad i Westgaard et al., 2008) att större bolag har mindre asymmetrisk information.

Westgaard et al. Kommer fram till att storlek ger en högre belåningsgrad och talar för trade-off teorin.

Materiella tillgångar

I teoriavsnittet menar Jensen & Meckling (refererad i Westgaard et al., 2008) det uppstår agent-teori i och med att det uppstår en konflikt mellan ägare och långgivare. Detta medför att aktieägarna tenderar att göra dåliga investeringar vilket resulterar i att långgivarna vill ha säkerhet i de materiella tillgångarna. Långgivarna vill även ha säkerhet i tillgångarna när den finansiella stressen blir för hög vilket bör reducera stressen. Detta talar för trade-off teorin. Harris & Raviv (refererad i Westgaard et al., 2008) menar ur ett pecking order perspektiv att bolag med få materiella tillgångar har en högre asymmetrisk information.

Westgaard et al. Kommer fram till att materiella tillgångar har betydande påverkan på belåningsgraden vilket innebär att större del materiella tillgångar ger en högre belåningsgrad vilket talar för trade off.

4. Empiri & Analys

I detta avsnitt analyserar vi vår empiri i form av intervjuer och årsredovisningar mot vår teoretiska referensram. Inledningsvis görs en analys av våra intervjuer.

Fastighetsbolagets respondent vi har intervjuat kommer att benämnas som XX och bankens respondent som YY. Vidare har Fastighetsbolaget och banken ingen relation vad vi vet

4.1 Intervjuer

Lönsamhet

Fastighetsbolaget XX tror inte att lönsamheten hade påverkat deras kapitalstruktur nämnvärt. De skulle fortsätta att agera på samma vis. Detta förkastar tidigare studier där Morri & Cristianziani (2009) menar att lönsamhet är den variabel som påverkar belåningsgrad mest. Har man en hög lönsamhet så har man en låg belåningsgrad vilket ligger i enlighet med Pecking order teorin. Morri & Artegiani (2014) instämmer men håller lönsamheten som den variabel som påverkar belåningsgraden näst mest. Westgaard et al. (2008) däremot kommer fram till att lönsamheten bidrar till att belåningsgraden istället ökar.

XX menar att de är ett relativt sett ganska litet bolag som finansierar det mesta med eget kapital och övertaget av deras fastigheter. Men det är banken som står för kapitalet. Att finansiera sig med obligationer eller riskkapital är inte aktuellt. Banken YY talar om vikten av att ha egna medel att tillsätta vid en investering. Detta delvis på grund av att YY släpper kontrollen när utlåningen är klar och inte är med i själva förvaltningen av fastigheten. Detta blir en säkerhet för YY då de inte ensamma finansierar hela fastigheten. Lönsamheten blir därmed viktig för fastighetsbolagen för att de får kapital som kan återinvesteras. YY belånar aldrig till 100 procent utan brukar ligga mellan 50-70 procent. YY vill inte att man helt förlitar sig till bankfinansiering så de är även intresserade av hur inställningen till ägarinsatser och riskkapital ser ut.

Fastighetsbolagens utdelningspolicy är också av intresse för YY. Ser kassaflödet bra ut och man delar ut en stor del av vinsten ena året för att året efter ansöka om lån för en ny fastighet så skär det sig. YY säger att alla vill ha utdelning med det ska inte få äventyra bolagets verksamhet. Man ska bygga upp bolaget så att soliditeten hela tiden förbättras och bolaget blir starkt. När vi tittar på XX årsredovisningar kunde vi vid tid av förvärv av fastighet se att det inte förekom några utdelningar. Även om utdelningarna inte är i närheten av vad en eventuell fastighet är värd så kan den spela en stor roll vid en finansiering av en fastighet eftersom det för YY är viktigt att det finns andra kapitalkällor.

För YY är det även viktigt att titta på bolagets räntetålighet. YY betonar även vikten av likvida medel och att fastighetsbolaget kan redovisa ett kassaflöde, de vill se vad som finns på kontot vid årets början respektive slut och hur dessa medel har används.

XXs rangordning kring kapitalkällorna stämmer väl överens med vad pecking order teorin förespråkar. Watson & Head (2013) menar att man i första hand ska använda sig av balanserade vinstmedel och finns det inte tillräckligt med kapital så lånar man hellre av banken än att ta in riskkapital. Detta på grund av att det är lättare kapital att få tag på. XX har aldrig upplevt något problem med finansieringen. Man kan anta att detta beror på att XX är traditionella i sin syn på finansiering och haft en god belåningsgrad och uppfyllt bankens krav och därmed aldrig upplevt någon svårighet med finansieringen. Myers (refererad i Brealey et al., 2014) håller med Watson & Head men menar också att vid användning av internt kapital och banklån vid en investering resulterar i att ägarna får en så stor del av den

potentiella utdelningen som möjligt. Detta stämmer överens med XX ovilja att dela vinsten med externa ägare.

XX val av kapitalkällor vid investeringar talar för Pecking order teorin eftersom de använder sig av internt kapital, övertillgången av fastigheter och banklån. De vill ha en god belåningsgrad vilket även är ett krav YY ställer. YY vill veta att bolaget har kapital bakom sig antingen i form av ägarinsatser eller riskkapital. För XX är varken nya ägare, obligationer eller riskkapital aktuellt, dels på grund av att man behöver dela vinst, mer krav ställs. Vi förenar detta med kostnader kopplade till asymmetrisk information. Westgaard et al. (2008) menar att kostnader som kopplas till asymmetrisk information kan reduceras genom att använda sig av internt kapital vid investeringar. I och med XX använder sig av banklån så uppkommer ändå en asymmetrisk information men hade man även använt sig av nya ägare, obligationer eller riskkapital så hade kostnaden varit ännu högre. Niskanen & Falkenbach (2012) håller med och menar att fastighetsbolag använder sig av banklån före riskkapital och blir därmed högre skuldsatta men samtidigt reduceras kostnaderna kopplade till asymmetrisk information.

YY talar om att i stort sätt alla fastighetsbolag vill låna så mycket som möjligt. XX ser banklån som en bra källa till finansiering och lånar sitt kapital av banken. XX säger att man inte lånar för att hitta en optimal kapitalstruktur utan för att det är billigt och enkelt. Detta kan tänkas höras samman med Lopez-Gracia & Sogorb-Mira (2008) antagande om att företagen verkar tycka att kostnaden för att hitta en optimal skuldsättning är högre än att ligga kvar på en obalanserad nivå. Detta är något även Westgaard et al. (2008) håller med om och menar att det innebär en låg kostnad att ligga under den optimala kapitalstrukturen. När XX talar om risk är det räntekostnaderna som inte får bli för höga. Detta kan då yttra sig i en finansiell stress enligt trade-off teorin. Brealey & Myers (2000) menar att trade-off teorin säger att bolag med extremt hög andel skulder bör begränsa utdelningen eller sälja av tillgångar för att komma i balans med kapitalstrukturen igen. XX försöker hålla en god belåningsgrad och vid tid av förvärv så gjordes ingen utdelningar som tidigare nämnts. Detta antar vi beror på att de vill ha en god balans inför och efter investering. Detta är något YY också önskar så vi kan även anta att fastighetsbolagen undviker större utdelningar vid tider av förvärv för att få finansiering. Vidare vill YY även se att bolagen bygger upp sin soliditet och ett starkt bolag.

Storlek

XX är relativt sett ett ganska litet bolag och finansierar sin verksamhet genom eget kapital, övertärdet av fastigheter och banklån och tror att de andra mindre fastighetsbolagen finansierar förvärv och projekt på liknande sätt. Dock tror XX att de hade kunnat agerat annorlunda om bolaget var större. Andra större fastighetsbolag använder sig av andra alternativ, man börsnoteras eller använder obligationer. XX har pratat om obligationer men nämner det som problematiskt eftersom kunskapen är bristfällig och det kanske förutsätter andra krav. Morri & Cristianziani (2009), Morri & Artegiani (2014) och Westgaard et al. (2008) konstaterar alla att storleken på bolaget ökar belåningsgraden framförallt på grund av större tillgångar som fungerar som säkerhet gentemot långivarna. XX nämner inget om ökad belåningsgrad om de hade varit större men säger att andra alternativ kanske hade dykt upp. Vi antar att XX menar att då hade organisationen varit större och likaså kunskapen om alternativa kapitalkällor. Detta liknar Morri & Artegiani (2014) slutsatser om att större bolag är bättre på att följa upp med den information som långivarna kräver.

YY ser skillnad på noterade och onoterade små och medelstora fastighetsbolag. Dessa skiljer sig i rapporteringen och tillgången till information. Det är mycket lättare att få frågor besvarade av ett noterat bolag. Med detta sagt behöver inte ett noterat bolag vara större än ett onoterat bolag.

YY tycker dock att de finns viktigare faktorer att titta på än storlek. YY menar att det finns stora fastighetsbolag med exempelvis skolor som är en fantastisk hyresgäst och i detta fall menar YY att det givetvis gör det lättare att låna ut till dessa bolag. Man kan anta att detta har mer att göra med vad fastighetsbolaget har för kunder och därmed är en del av risk och inte storleksrelaterat.

Morri & Artegiani (2014) menar att storlek talar för trade-off teorin. Detta på grund av att större bolag har stora tillgångar som fungerar som säkerhet gentemot långivarna. De klarar också av de fasta kostnaderna bättre och är bättre med att fylla upp med information som långivarna kräver. Det sistnämnda här stämmer väl överens med vad YY säger om att informationen blir bättre i större bolag. Morri & Cristianziani (2009) menar att storlek talar för trade-off teorin. Detta på grund av att skuldsättningen ökar i takt med att bolagen växer. De större bolagen uppfattas som mindre riskabla och kan låna till lägre kostnader. Kassaflödet tenderar också att vara säkrare hos ett större företag. YY ser kassaflödet som en viktig del och menar att mindre bolag inte alltid gör en kassaflödesanalys.

Sambandet mellan storlek och kostnad kommer tas upp närmare under kostnadsrubriken. Detsamma gäller tillgångar som säkerhet tas upp i materiella tillgångar.

Risk

XX reflekterar inte märkvärdigt över hur kapitalstrukturen ser ut. Utan det handlar om att inte ta för stora risker, då de framförallt tänker på höga räntekostnader. YY däremot har flera synpunkter vad gäller risktagande gentemot fastighetsbolagen. Till en början är kundkännedom viktigt utifrån ett riskperspektiv. YY vill veta vilka dem har att göra med, dels bolaget och privatpersonerna bakom. XX har varit verksamma i flera decennier vilket pekar på en god relation till banken eftersom de menar att de aldrig haft problem med finansieringen. Vidare menar YY att det geografiska läget och typ av fastighet påverkar deras risktagande. Rent generellt kan man säga att storstadsregionerna och universitetsstäderna bär en lägre risk. Detta kan förklaras med en stor bostadsbrist och låg arbetslöshet. Hyresfastigheter har lägst risk följt av kontor, lager och logistik där risken är högre enligt YY. Hur risken skiljer sig mellan kontor, lager och logistik har bland annat att göra med hur kontrakten som fastighetsbolagen har med sina kunder ser ut. Men även vilken typ av kund fastighetsbolaget har. Det har också betydelse ur ett riskperspektiv i vilket skick fastigheten befinner sig i. XX har företrädesvis hyresfastigheter och är beläget på en bra marknad med låga vakanser vilket talar för en god relation mellan bank och fastighetsbolag. YY lägger även stor vikt på nyckeltal så som soliditet och belåningsgrad för att överblicka risken. Vidare vill YY titta på kassaflödet och ser en kassaflödesanalys som väldigt viktigt ur ett riskperspektiv. Dock är det något som inte alltid är tillgängligt speciellt hos mindre fastighetsbolag enligt YY.

Morri & Cristianziani (2009) menar att risk påverkar skuldsättningen näst mest efter lönsamhet. Detta är en variabel som både pekar på trade-off och pecking order. Fastighetsmarknaden har en låg affärsrisk vilket resulterar i en högre skuldsättning än i andra branscher. XX är verksamma på en geografiskt bra marknad med företrädesvis hyresfastigheter. Detta bidrar till en lägre risk i enlighet med vad YY säger. YY är beredd att låna ut till fastighetsbolag med dessa förutsättningar i större grad än andra. Vidare bidrar en god kundkännedom till viljan att låna ut. Dock kan risken skilja sig mellan fastighetsbolagen och de med högre risk reducerar risken genom att minska lånen (Morri & Cristianziani, 2009). YY instämmer eftersom de ser olika risk i hyres, lokal och industrifastigheter. YY tittar även på fastighetsbolagets kunder när det gäller lokal och industrier, hur ser kontrakten ut och hur långa är de. YY tycker också de är viktigt att ha koll på olika nyckeltal för att överblicka risken. Fastighetsbolaget bör ha en god belåningsgrad enligt YY vilket XX tycker sig ha.

Kostnad

Finansieringskostnaderna för fastighetsbolag har generellt och historiskt sett varit ganska stora men är i dagsläget små säger XX. Eftersom räntorna är så låga ser dem inte heller någon anledning att jobba mer aktivt med finansieringen och det är räntorna de nämner när vi pratar risk. YY tittar på risken som investeringen bär med sig eftersom det har stor inverkan på priset (räntan). Om fastighetsbolaget vill minska sin kostnad är det viktigt för YY att bolaget uppfyller YYs krav vad gäller belåningsgrad, soliditet, kassaflöde och eget kapital. YY ser gärna att bolaget växer sig starkt och bygger upp sin soliditet och behåller pengar i företaget för vara förberedda för en eventuell investering vilket blir bra ur ett prisperspektiv. YY arbetar utifrån ett rating-system där ett starkt och fint bolag får låg rating och därmed bättre villkor vid lån.

Morri & Cristianziani (2009) kommer fram till att kostnad inte väsentligen påverkar belåningsgraden. Däremot kommer Morri & Artegiani (2014) fram till att kostnad har den största inverkan på belåningsgraden. Detta beror på att om kostnaden ökar för lånen så används mindre lån. Detta stämmer överens med vad XX säger, finansieringskostnaden är liten och därför ser man sig inte heller om efter alternativa kapitalkällor utan väljer banklån. XX nämner ränta som en risk vilket innebär den finansiella stress man pratar om i samband med trade-off teorin. Skulden sätter press på bolaget som måste betala ränta och amortering (Hillier et al., 2013). Detta kan vi också koppla till asymmetrisk information som man talar om i samband med pecking order teorin. Det bör nämnas att banklån i detta fall är att föredra eftersom det bär en lägre kostnad kopplad till asymmetrisk information än vad nyemissioner och riskkapital gör.

YYs syn på hur fastighetsbolagen ställer sig till att låna pengar stämmer väl överens med vad Morri & Artegiani (2014) kommer fram till. Det vill säga att bolagen vill låna så mycket som möjligt när kostnaden för lån är låg.

Morri & Cristianziani (2009) menar att storleken på bolaget kan påverka belåningsgraden. Större bolag kan låna till lägre kostnad. YY instämmer delvis i detta och menar att stora starka bolag med exempelvis skolbyggnader med bra kontrakt får lägre kostnad vid ett banklån.

Materiella tillgångar

XX bedriver fastighetsförvaltning av egna fastigheter vilket resulterar i att de nästan enbart består av materiella tillgångar. XX är nöjda med hur deras fastighetsbestånd ser ut och tycker det känns stabilt. Givet att de har en god belåningsgrad och inte tar för stora risker verkar XX vara nöjd med hur deras verksamhet förtillfället finansieras och därmed hur kapitalstrukturen ser ut. De nämner att övervärdet av fastigheterna fungerar som ett fiktivt eget kapital. Detta fungerar då som en säkerhet gentemot banken. YY vill gärna se hur verksamheten har gått. Kommer det ett nystartat fastighetsbolag och ska låna vill YY veta vad det finns för kapital bakom. Dels vad man själv kan sätta in och vad för tillgångar som finns.

Westgaard et al. (2008) menar att materiella tillgångar ger en högre skuldsättning och är i enlighet med trade-off teorin. XX lånar på övervärdet av sina fastigheter det vill säga sina materiella tillgångar. Det blir därmed i enlighet med vad Westgaard et al. (2008) kommer fram till i sin studie. Materiella tillgångar som en bidragande orsak till högre skuldsättning förklaras också av Morri & Artegiani (2014) som menar att större bolag har stora tillgångar som fungerar som säkerhet gentemot långivarna. Detta talar också för trade-off teorin. Morri & Cristianziani (2009) menar att större bolag uppfattas som mindre riskabla och kan därmed låna till en lägre kostnad på grund av sin andel materiella tillgångar. Detta ligger i linje med vad YY säger om vilka tillgångar och kapital som ligger bakom verksamheten.

5. Slutsats

Här kommer vi att redovisa våra slutsatser vi drar för att besvara vår problemformulering och syfte. Avslutningsvis kommer förslag på fortsatt forskning.

Vi får intrycket av att det är banken som till stor del dikterar villkoren för hur fastighetsbolagen väljer att finansiera sin verksamhet. Detta sägs inte rakt ut av någon av respondenterna men vi finner det underförstått. XX säger att det är banken som står för kapitalet och upplever att de aldrig haft problem när det gäller anskaffning av kapital, vilket har inneburit banklån. Vi antar därför att XX har haft en god relation till banken och att verksamheten varit välskött eftersom detta är kriterier som YY eftersträvar vid utlåning. Banken är en stor aktör och det är fastighetsbolagen som kommer och vill låna pengar. XX lånar kapital av banken eftersom det är enkelt och billigt.

Vad XX talar om när det gäller deras kapitalstruktur och hur man vill att den ska se ut kan vi styrka med YY önskan om hur fastighetsbolagens kapitalstruktur bör se ut till viss del. Exempelvis talar båda om att hålla en god belåningsgrad i fastighetsbolaget. Dock ser YY gärna att fastighetsbolagen kan ta in kapital på annat håll än bara banklån. Detta håller XX till viss del med om men de pratar bara om internt eget kapital medan banken även kan tänka sig externa aktörer.

Vi kan också anta att XX är nöjda med sitt fastighetsbestånd och hur de genererar kapital. De är även nöjda med sin kapitalstruktur och det finns inga incitament för att anstränga sig mera på grund av att man är nöjd med vad man har.

Pecking order teorin

Gällande valet av kapitalkällor så följer XX den rangordning som förespråkas av Pecking order teorin. Det vill säga att XX först och främst använder sig av intern eget kapital och därefter banklån. Extern eget kapital och andra kapitalkällor är inte aktuellt. Denna rangordning grundar sig i att man vill slippa kostnader kopplade till asymmetrisk information. Detta är något fastighetsbolag XX reflekterar över när det gäller val av kapitalkällor. XX vill undvika att dela på vinsten och det finns inte heller några externa ägare som sätter press och kräver en viss avkastning på eget kapital, detta härleder vi till kostnader kopplade till asymmetrisk information.

En annan anledning till denna rangordning är att XX tycker att det är enkelt och billigt med banklån och det finns ingen anledning att titta på andra finansieringskällor.

Trade-off teorin

Fastighetsbolag XX eftersträvar inte en optimal kapitalstruktur som trade-off teorin förespråkar. Däremot lånar man gärna kapital i form av banklån på grund av att det är enkelt och billigt. Fördelen av en skatteskuld nämns inte av varken XX eller YY däremot kan vi anta att den finns där. Trade-off teorin handlar om att man ska låna kapital tills den finansiella stressen blir för stor. Riskerna som XX reflekterar över är räntekostnader som vi härleder till finansiella stressen som kan uppkomma vid för hög belåning vilket talar för trade-off teorin. Anledningen till att man inte eftersträvar en optimal balans mellan lån och finansiell stress kan bero på att kostnaden för att hitta denna balans kan bli större än att ligga kvar på en obalanserad nivå. Avslutningsvis drar vi slutsatsen att YY med sina riskanalyser och krav kring fastighetsbolagens verksamhet bidrar till att den finansiella stressen hålls på en godtycklig nivå.

5.1 Förslag till framtida forskning

Som vi inledningsvis var inne på så hade de varit intressant om man kunde titta på kapitalstrukturen i bostadsrättsföreningar. Är deras kapitalstrukturer optimala eller finns det utrymme för optimering av finansieringen. Vidare tycker vi att det vore intressant att även titta på skillnaden vad gäller privata och kommunala fastighetsbolag kapitalstruktur.

Referenslista

ABkoll. 2012. Aktiebolag. Hämtad 2017-05-30 från <http://abkoll.se/ordlista/aktiebolag/>

Academic library, (2014-2017) Hämtad 2017-05-06 från http://academlib.com/735/business_finance/trade-off_theory_capital_structure

Adair, P., & Adaskou, M. (2015) Trade-off theory vs. Pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs. (2002-2010). *Cogent Economics & Finance* 3:1006477. <http://dx.doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>

Blomquist, A., & Leonardz, B. (1998). *Årsredovisningen – en introduktion*. Malmö: Liber ekonomi

Bond, A. S., & Scott, P. (2006). The capital Structure decision for Listed Real Estate Companies. *Department of Land Economy, University of Cambridge*.

Brealey, A.R., & Myers, C.S. (2000). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill.

Brealey, A.R., Myers, C.S. & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill education.

Fastighetsnytt. (2017). *Värdetillväxten översteg 9 procent*. Hämtad 2017-02-21 från <http://fastighetsnytt.se/2017/02/vardetillvaxten-oversteg-9-procent/>

Greve, J. (2003). *Modeller för finansiell planering och analys*. Lund: Studentlitteratur.

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

Hillier, D., Ross, A. S., Westerfield, W.R., Jaffe, J., & Jordan, D.B. (2013). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Higher Education

Jacobsen, I. D. (2011). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Jaros, J., & Bartosova, V. (2015). To the capital structure choice: Miller and Modigliani model. *Procedia Economics and Finance*, 26, 351-358. doi:10.1016/S2212-5671(15)00864-3

Kvale, S & Brinkmann, S. (2009). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Lund: Studentlitteratur.

Lopez-Garcia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Springer Science+Business Media*, 31. 117-136. doi:10.1007/s11187-007-9088-4

Mattsson, P., & Örtenblad, A. (2008). *Smått och Gott om vetenskapliga rapporter och referensteknik*. Lund: Studentlitteratur.

- Morri, G., & Artegiani, A. (2014). The effects of the global financial crisis on the capital structure of EPRA/NAREIT Europé index companies. *Journal of European Real Estate Research*, 8(1), 3-23. doi:10.1108/JERER-04-2014-0017
- Morri, G., & Cristianziani, F. (2009). What determines the capital structure of real estate companies? An analysis of the EPRA/NAREIT Europé Index. *Journal of Property Investment & Finance*, 27(4), 318-372. doi:10.1108/14635780910972288
- Naisvefa. (2016). *Svensk Fastighetsmarknad – Fokus på 24 orter*. Hämtad 2017-02-21 från <https://www.naisvefa.se/globalassets/svensk-fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-hosten-2016.pdf>
- Niskanen, J., & Falkenbach, H. (2012). European Listed Real Estate: The Capital Structure Perspective. *Nordic Journal of Surveying and Real Estate Research*, 9(1), 76-97.
- Patel, R & Davidson. (2011). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Rajan, G.R., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <http://www.jstor.org/stable/2329322>
- Riksbanken. (2017). Aktuell prognos för reporänta, inflation och BNP. Hämtad 2017-05-19 från <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Aktuell-prognos-for-reporanta-inflation-och-BNP/>
- Savills. (2017). *Fastighetsmarknaden rekordstark under 2016*. Hämtad 2017-02-21 från <http://www.savills.se/news/article/104737/213121-0/01/2017/fastighetsmarknaden-rekordstark-under-2016>
- SBAB. (2014). *Fastighetsmarknaden enligt dem som vet*. Hämtad 2017-02-21 från https://www.sbab.se/download/18.28e22cb114891709a6417/1411371870569/SBAB+spekuler+eller+Fastighetsmarknaden+enligt+de+som+vet_2_2014.pdf
- Watson, D & Head, A. (2013). *Corporate finance: Principles and practice*. Pearson, 6th edition.
- Westgaard, S., Eidet, A., Frydenberg, S. & Grosås, C.T. (2008). Investigating the capital structure of UK real estate companies. *Journal of Property Research*, 25(1), 67-81. doi:10.1080/09599910802397107

Bilaga

Empiri

Fastighetsbolag

Bolaget har under de senaste åren försiktigt expanderat men respondenten tycker det känns stabilt nu och därför görs ingen större expansion och det finns heller inga planer för tillfället. För ungefär ett år tillbaka gjordes den senaste investeringen, köp av fastighet.

Gällande kapitalstrukturen finns ingen policy i bolaget utan det handlar mer om att inte ta för stora risker. Belåningsgraden ska vara hyfsad god vilket respondenten tycker att dem har. Det finns inga planer på att ha en jättehög belåningsgrad heller. Risken respondenten reflekterar över gäller räntekostnaden som följer med lånen och dessa får givetvis inte bli för höga.

Att reflektera över kapitalstrukturen när det gäller finansiering av investeringar menar respondenten att det inte är så komplicerat. Det handlar mer om att kalkylen på investeringen ska gå ihop och sen är de klart att detta ska finansieras på något vis, men detta har aldrig varit några svårigheter för bolaget.

När det gäller att eftersträva en optimal kapitalstruktur verkar inte heller det vara ett tema att eftersträva utan som tidigare nämnt så gör man inte detta så komplicerat. Respondenten menar de arbetar tämligen enkelt när det gäller finansieringskällor. Andra större bolag använder sig av andra alternativ, de kan sätta sig på börsen för att få in kapital eller använda sig av obligationer osv. Men på detta sätt jobbar inte de. De är relativt sett ett ganska litet bolag som finansierar det mesta eget kapital, övervärdet av fastigheter eller banklån. Respondenten menar att det blir ett fiktivt eget kapital när man har ett övervärde i fastigheter som man utnyttjar för nya förvärv. Men det är banken som tar fram pengarna i slutändan. Respondenten tycker inte dem är så intressanta att undersöka då de är ganska traditionella när det gäller finansiering och tror att de flesta mindre fastighetsbolagen finansierar sina förvärv och projekt på liknande sätt.

Ska man expandera väldigt mycket kan det finnas incitament till att skaffa kapital från obligationer eller börsen. Vilket också innebär att man får dela på vinsten. Men har man inte tänkt att expandera ser respondenten ingen anledning med detta och menar att idag är räntorna så pass låga vilket gör de än mer självklart med banklån.

En annan anledning till att finansiering ser ut som den gör är att man vill undvika att dela på vinsten med andra och därför är extern kapital inte aktuellt. De är ett familjeföretag så de har inte heller några externa ägare som sätter press på dem eller måste ha en viss avkastning på eget kapital, utan detta delar de själva på. Respondenten tror att externa ägare skulle kunna vara aktuellt ifall de tillsammans skulle gå och köpa upp ett större område men det är inte aktuellt.

Respondenten tror att det är möjligt att kapitalstrukturen hade sett annorlunda ut ifall bolaget hade varit större. De har pratats om obligationer men det krävs mer kunskap om det och kanske också andra krav på redovisningsprinciper ifall det skulle bli aktuellt för bolaget. Finansieringskostnaden för fastighetsbolagen har generellt och historiskt sett varit ganska stor men är i dagsläget liten. Respondenten ser ingen anledning att jobba mer aktivt med finansieringen när räntorna är så låga och att deras belåningsgrad är relativt låg så är inte det aktuellt. Avslutningsvis tror inte respondenten att lönsamheten skulle påverka kapitalstrukturen, utan de skulle agera på samma vis.

Bank

Det är väldigt viktigt med lokalkännedom. Banken vill känna sina kunder och har lagen om kundkännedom att rätta sig efter. Bolaget och bolagets verksamhet och dels privatpersonerna bakom bolaget är viktigt att titta på enligt respondenten. Vilka är det som äger bolaget och känner vi dessa personer. Det är väldigt viktigt för oss.

Sedan tittar banken på vad det är för typ av fastigheter bolaget är intresserat av att finansiera. Vart ligger fastigheten/fastigheterna? Är det vakansgrader? Respondenten menar att det är lägre risk att låna ut kapital till bolag som vill köpa fastigheter i områden med bra arbetsförhållanden med låg arbetslöshet. Detta menar respondenten är lika med Göteborg, Stockholm och Malmö men även universitetsstäderna. Då är det en bra marknad enligt respondenten. Banken tittar även på vilken erfarenhet personerna bakom bolaget har och vill se att ledningen vet hur man förvaltar fastigheter. Är det nybyggnation man vill låna till så ställs helt andra krav enligt respondenten. Det är mycket som kan hända i en byggprocess.

Vår bank är en ganska försiktig och restriktiv enligt respondenten och kanske inte går upp så mycket i belåningsgrader som andra banker kan göra. Och det beror också på om det handlar om bostadsfastighet, lager eller industri. Det är olika belåningsgrad på dessa. Respondenten pratar om att i dessa tider med låg ränta har också priserna gått upp och avkastningskraven gått ner men värdet på fastigheterna gått upp. Då är vår bank ännu mer försiktig och tänker till med hur hög belåningsgraden ska vara enligt respondenten.

Respondenten talar om vikten av att ha egna medel att tillsätta. Kommer man som fastighetsbolag och har hittat en jättefin fastighet som verkar toppen och vi (banken) kanske bedömer att det är ett bra pris, så är det inte alls säkert att vi säger att det är okej att belåna den hundra procent. Banken vill ju se att ägaren har möjlighet att sätta in pengar i den också. Banken släpper ju kontrollen sen menar respondenten. Fastigheten ska ju förvaltas och kassaflödet måste gå ihop.

Man ska ju ha en tro framåt enligt respondenten. Vi tittar ju inte enbart på historiken och nutid utan vi ska ju titta framåt också. Det ställer myndigheterna som krav på oss. Vi ska ha en tro om framtiden. När vi bedömer ett bolag så tittar vi på risken för finansiella påfrestningar. Vi tittar också på vilken motståndskraft företaget har. Finansiella påfrestningar när det gäller fastighetsbolag är vakanser menar respondenten.

Banken tittar också på längden på kontrakten och om det är en stor hyresgäst så kan vi även kolla på vad vi tror om det bolaget som är hyresgäst hos fastighetsbolaget. Där kan jag känna att vi till våra små och medelstora kunder kan ge dem en tankeställare om att det är klart att de ska titta på vad det är för hyresgäst fastighetsbolaget har eller ska få menar respondenten. Hur säkra är de här hyreskontrakten för fastighetsbolaget? Hur långa är dem och hur fina hyresgäster har jag?

Vår bank tittar på nyckeltal så som soliditet och belåningsgrad. Men även räntetålighet och investeringsbehov är viktiga parametrar menar respondenten. Även kassaflödet som tidigare nämnts. Mindre fastighetsbolag gör inte alltid en kassaflödesanalys men den ser vi som väldigt viktig. Vi vill inte enbart ha balans och resultaträkning utan även kassaflöde. Vi behöver ju se hur pengarna strömmar genom bolaget menar respondenten. Hur mycket läggs det på investeringar egentligen och man kan även se hur mycket man behöver låna för att göra investeringarna. Och man ser om det är externt kapital som kommer in i egenskap av ägare och man kan också se utdelningarna och se om det totala kassaflödet går ihop under året. I resultaträkningen är det inte alla poster som är kassaflödespåverkande så som

avskrivning till exempel. Vi vill se vad som finns på kontot vid årets början och vad som finns vid årets slut och hur pengarna har använts menar respondenten.

Finns det möjlighet till riskkapital? Man ska ju helst inte enbart var beroende av bankfinansiering och till 100% belånar vi aldrig några fastigheter menar respondenten. Beroende på typ av fastighet så ligger det på mellan 50 och 70% kan man säga. Och detta beror ju på vilken risk vi ser i fastigheten som tidigare nämnts. Industrifastigheter är de fastigheter som vi ser störst risk i.

På tal om utdelning hos fastighetsbolag kan man säga att om kassaflödet ser bra ut och man delar ut en stor del av vinsten ett år, och sen vill man köpa en ny fastighet nästa år och kommer till oss på banken. Då tittar vi detta och ser att de gjort en utdelning och kollar hur mycket de vill låna. Då tittar ju vi på hur mycket de tagit ut ur bolaget och kanske hade de inte behövt låna så mycket om de inte gjort en så stor utdelning. Alla vill ju ha utdelning men det ska ju inte äventyra bolagets verksamhet menar respondenten. Man ska ju bygga upp så att soliditeten hela tiden förbättras och att bolaget blir starkt. Det ser vi som väldigt viktigt.

På tal om utlåning så menar respondenten att de flesta fastighetsbolag vill låna så mycket som möjligt men hen poängterar återigen att det är viktigt att man har egna medel att tillsätta vid ett eventuellt lån.

På frågan om banken gör någon skillnad på ett onoterat vs noterat fastighetsbolag vid utlåning så menar respondenten att om det är ett noterat bolag så har de krav på sig på en helt annan rapportering än vad ett litet eller medelstort bolag har. Det är gedigna årsredovisningar och man får allt besvarat när man ställer frågor och så. Det är klart att en mindre aktör kanske inte alltid har den uppföljningen så det är ju lättare så sätt med ett noterat bolag. Sedan finns det ju fastighetsbolag med statligt ägande och dessa ses som väldigt låg risk. Det är mycket lättare att försvara en kredit till ett stort fastighetsbolag med kunder som har långa kontrakt exempelvis högskolor menar respondenten.

På frågan om vad fastighetsbolagen ser för risker med banken så pratar respondenten om refinansieringsrisk. Om refinansieringsrisken så kan man säga att vi förra finanskrisen 2008/2009 då hade vi ju förmånen av att vara väldigt likvida och vi fick andra bankers stora bolag som kom och knackade på dörren och behövde låna eftersom de inte kunde refinansiera sina krediter. Detta beror på att alla banker resonerar lite olika kring hur man ska handla upp sina pengar som man ska låna ut till sina kunder men som jag sa innan så är vår bank väldigt försiktig och vi tänker på vår egen refinansieringsrisk menar respondenten. Vid finanskrisen var det ett antal banker som låg väldigt kort i sin upplåning och det slutade med att vissa banker inte kunde låna upp längre och då blev ju deras kunder i sin tur väldigt oroliga eftersom de helt plötsligt inte kunde refinansiera sina lån utan behövde lösa in dom och det kunde de inte eftersom de inte hade några likvida medel. Därför var de tvungna att se sig om efter annan finansiering menar respondenten.

På tal om låga räntor menar respondenten att liksom vid den privata marknaden så tittar fastighetsbolagen på vilken ränta de kan få. Och ju lägre ränta desto billigare månadskostnad och då kanske man kan tänka sig att gå upp lite i pris och så fungerar det ju för både privatpersoner och fastighetsbolag. Är det låga räntor så trissas priset upp och det kanske är fler på marknaden som vill få avkastning på sina pengar. Man pratar ju om att räntorna inte kan bli lägre än dom är just nu och det är allt fler som tittar på längre löptider och då menar jag 3-5 år. Det har varit ett antal år nu när man gått kort och man har inte trott att riksbanken ska ändra sin räntebana. Men de stora aktörerna har ju ändå bestämt sig i sin finanspolicy med hur de ska göra med sin ränterisk. Ska de ligga i snitt på 2,5-3 år eller ska vi ligga på

1år? Och har man då en portfölj med olika krediter eftersom man köpt på sig fastigheterna vid olika tillfällen så arbetar man med den här skuldportföljen och kanske har vissa långa lån och vissa korta men man får ändå ett snitt som man kan leva med och då kanske 2,5-3 år är en rimlig bindningstid avslutar respondenten.

Intervjufrågor/Guide

Fastighetsbolag

- Berätta kort om din bakgrund och företagets bakgrund
- Hur ser eran strategi ut nu i fastighetsbolaget?
- När gjorde senaste investeringen?
- Har ni någon målsättning med kapitalstrukturen?
- Vilka risker tänker ni på?
- Har man kapitalstruktur i baktanke när man gör beslut?
- Försöker man eftersträva en optimal kapitalstruktur?
- Kan man rangordna era val av kapitalkällor?
- Hade ni agerat annorlunda ifall ni varit ett större fastighetsbolag?
- Hade ni agerat annorlunda ifall ni hade varit mer lönsamma?

Bank

- Vad är viktigt för er som långivare att få reda på när ett fastighetsbolag vill låna pengar?
- Spelar fastighetsbolagets kapitalstruktur någon roll?
- Hur vill banken att kapitalstrukturen ser ut?
- Vilka risker ser ni hos fastighetsbolagen och vilka krav har ni på fastighetsbolagen när det gäller utlåning? Påverkar faktorerna nedan risken och kraven?
 - Storlek
 - Lönsamhet
 - Tillväxt
 - Fastighetsbestånd/materiella tillgångar
 - Övervakning
 - Kreditvärdighet
- Är det ni som bestämmer avkastningskravet för fastighetsbolaget? Hur påverkar ni fastighetsbolaget med övervakning och övriga påtryckningar?
- Hur ser ni på fastighetsbolags utdelningspolicy? Påverkar det er inställning till utlåning.
- Hur uppfattar ni fastighetsbolagens inställning till de olika kapitalkällorna?
- Gör ni någon skillnad på noterade och onoterade fastighetsbolag vid utlåning?
 - storlek
 - tillväxttakten?
 - lönsamhet
 - fastighetsbestånd/materiella tillgångar
- Vad ser fastighetsbolagen för risker med banken och vilka krav ställer dem på er?
- Vad har ni märkt för utveckling i samband med sjunkande räntor?

Ted Skoglund

Peter Berntsson



Besöksadress: Kristian IV:s väg 3
Postadress: Box 823, 301 18 Halmstad
Telefon: 035-16 71 00
E-mail: registrator@hh.se
www.hh.se