



HÖGSKOLAN
I HALMSTAD

KANDIDATUPPSATS

Bygg- och fastighetsekonomprogrammet, 180hp



Företagsledningens resonemang kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar

- en kvalitativ studie på tre expansiva fastighetsbolags arbete med kapitalstruktur

Malin Andersson och Rebecca Edling

Självständigt uppsatsarbete inom företagsekonomi, 15hp

Halmstad 2016-06-02

Högskolan i Halmstad
Akademin för ekonomi, teknik och naturvetenskap
Bygg- och fastighetsekonomiprogrammet
Självständigt uppsatsarbete inom företagsekonomi, 15hp

Företagsledningens resonemang kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar

- en kvalitativ studie på tre expansiva fastighetsbolags arbete med kapitalstruktur

Författare:
Malin Andersson 920709
Rebecca Edling 910703

Handledare: Eva Berggren
Examinator: Titti Eliasson

Förord

Vi skulle vilja tacka vår handledare Eva Berggren som guidat oss genom denna uppsatsprocess med ett stort engagemang. Vi vill även tacka övriga studenter i vår seminariegrupp för värdefulla synpunkter och infallsvinklar. Det sista tacket vill vi rikta till våra tre respondenter från fastighetsbolagen, utan Er hade det inte blivit någon uppsats.

Högskolan i Halmstad den 23 maj 2016.

Malin Andersson

Rebecca Edling

Abstract

Title: Management's discussion of capital structure in real estate investments.

Publication: 2016-05-31

Authors: Malin Andersson och Rebecca Edling.

Supervisor: Eva Berggren.

Examiner: Titti Eliasson.

Problem definition: What discussion management of expansive real estate concerns have about capital structure of investments in real estate?

Purpose: The purpose is to explain how expansive real estate concerns works with their capital structure when they are doing investments in real estate. To explain this, we also need to understand how the capital structure is composed and things who may affect it. Furthermore, we also want to know if managements of expansive real estate concerns are reasoning about financial distress.

Method: The study is a case study based on three interviews where respondents were expansive real estate concerns. It has a qualitative approach and has an abductive basis.

Conclusion: Size and ownership structure are the factors that have the greatest impact on the management's discussion about the capital structure of expansive real estate concerns. Furthermore, the debt or the profitability are not affecting the capital structure in the same extent. The study also showed that financial stress is something that expansive real estate concerns takes into consideration in its work with the capital structure.

Keywords:

Capital structur, dept ratio, influencing factors and financial distress.

Sammanfattning

Titel: Företagsledningens resonemang kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar.

Utgivning: 2016-05-31

Författare: Malin Andersson och Rebecca Edling.

Handledare: Eva Berggren.

Examinator: Titti Eliasson.

Problemformulering: Hur resonerar företagsledningen i expansiva fastighetsbolag kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar?

Syfte: Syftet med studien är att förklara hur expansiva fastighetsbolag arbetar med sin kapitalstruktur när de ska göra investeringar i fastigheter. För att förklara det behöver vi även förstå hur fastighetsbolagens kapitalstruktur är uppbyggd och vad den kan påverkas av. Vidare vill vi även se ifall företagsledningen för resonemang kring begreppet finansiell stress vid arbetet med kapitalstrukturen.

Metod: Studien är en fallstudie och bygger på tre djupintervjuer där respondenterna var expansiva fastighetsbolag. Den har en kvalitativ inriktning och har en abduktiv ansats som grund.

Slutsats: Storlek och ägarstruktur är de faktorer som har störst påverkan på företagsledningens resonemang kring kapitalstruktur i expansiva fastighetsbolag. Vidare påverkade inte skuldräntan eller lönsamheten kapitalstrukturen i samma utsträckning. Studien visade även på att finansiell stress är något som expansiva fastighetsbolag tar med i beaktning i sitt arbete med kapitalstrukturen.

Nyckelord:

Kapitalstruktur, skuldsättningsgrad, påverkande faktorer och finansiell stress.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Problemformulering	3
1.4 Syfte	3
2. Teoretisk referensram.....	4
2.1.1 Modigliani och Millers teori	4
2.1.2 Trade-off teorin	5
2.1.3 Pecking order teorin	6
2.1.4 Market timing teorin.....	7
2.2 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen.....	8
2.2.1 Lönsamhet	9
2.2.2 Storlek	9
2.2.3 Skuldränta.....	10
2.2.4 Ägarstruktur	11
2.3 Finansiell stress	11
2.3.1 Åtgärder mot finansiell stress.....	12
2.4 Analysmodell	13
3. Metod	15
3.1 Forskningsansats	15
3.2 Kvalitativ metod.....	15
3.3 Datainsamling.....	16
3.4 Operationalisering	16
3.5 Val av företag och respondenter.....	17
3.6 Empirisk studie.....	18
3.7 Validitet och reliabilitet.....	19
4. Empiri/Datainsamling	20
4.1 Bakgrund Wihlborgs	20
4.1.1 Kapitalstruktur.....	20
4.1.2 Påverkande faktorer.....	22
4.1.3 Finansiell stress	22
4.2 Bakgrund Klöverns	23
4.2.1 Kapitalstruktur.....	23
4.2.2 Påverkande faktorer.....	24
4.2.3 Finansiell stress	25

4.3. Bakgrund Företag X	25
4.3.1 Kapitalstruktur.....	26
4.3.2 Påverkande faktorer.....	27
4.3.3 Finansiell stress	27
5. Analys.....	28
5.1 Lönsamhet	28
5.1.1 Kapitalstruktur.....	28
5.2 Storlek	29
5.2.1 Kapitalstruktur.....	30
5.3 Skuldränta.....	32
5.3.1 Kapitalstruktur.....	33
5.4 Ägarstruktur	33
5.4.1 Kapitalstruktur.....	34
5.5 Finansiell stress	35
5.5.1 Kapitalstruktur.....	36
6. Slutsats och diskussion.....	38
6.1 Förslag på vidare forskning.....	41
Referenser.....	42
Bilaga 1 – Operationalisering.....	45
Bilaga 2 – Intervjuguide	48

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Ur ett företags balansräkning går det att utläsa hur sammansättningen av ett företags kapitalstruktur ser ut och i sin tur beskriver kapitalstrukturen hur företaget har valt att finansiera sig. Kapitalet delas sedan upp i eget kapital och främmande kapital. Eget kapital uppkommer för företaget på olika sätt, exempelvis genom att ägarna tillför företaget likvida medel eller genom att företaget går med vinst och behåller den i företaget. Det egna kapitalet kan delas in i fritt eget kapital och bundet eget kapital som skiljer dem åt är hur de kan användas och disponeras. Främmande kapital uppkommer hos företag genom lånade medel, kallade skulder. Även skulder kan delas in i två kategorier vilka är kortfristiga och långfristiga skulder. Skillnaden mellan de två kategorierna avgörs av när skulderna ska betalas. De kortfristiga skulderna är oftast leverantörsskulder och ska betalas inom ett år medan långfristiga skulder ofta är banklån och som ska betalas tillbaka under en längre period (Westgaard, Eidet, Frydenberg, och Grosås, 2008).

Att ta beslut om sammansättningen på ett företags kapitalstruktur är ett väldigt komplext arbete för en företagsledning. Hur sammansättningen ser ut mellan de olika kapitalen skiljer sig åt mellan företag och bransch, detta beroende på hur de valt att finansiera sig. Väljer företaget att finansiera sig med en stor andel främmande kapital leder det till att företaget får en högre skuldsättningsgrad¹ medan en hög andel eget kapital leder till en låg skuldsättningsgrad (Westgaard et al., 2008). Bland fastighetsbolag² råder en viss egen karaktär där bolagen till stor del finansierar sig med främmande kapital, detta för att möjliggöra den finansiering som investeringar i fastigheter innebär. Förutom att investeringar i fastigheter kräver en stor andel kapital bidrar även bolagens relativt låga intäkter till att fastighetsbolag har en kapitalstruktur med en högre skuldsättningsgrad än andra branscher. Den höga skuldsättningsgraden medför en problematik för ett företag eftersom den medför vissa nackdelar. Nackdelarna som en hög skuldsättningsgrad kan bidra till är att ett företag kan få svårt att omsätta sina lån, får svårare att överleva under förlustperioder samt att det även leder till en större sannolikhet för att hamna under finansiell stress. Finansiell stress innebär att ett företag hamnar i betalningssvårigheter (Bjuggren, 1995). En företagslednings arbete med kapitalstrukturen är inte bara att bestämma hur stor andel främmande eller eget kapital företaget vill finansiera sig med. Deras beslut påverkas även av en rad andra olika faktorer. Exempelvis påverkar företagets storlek på så vis att ett större företag klarar av en högre skuldsättningsgrad än ett mindre företag. Ägarstrukturen hos ett företag kan påverka genom att olika typer av ägare är mer eller mindre riskbenägna.

Under slutet av 1900-talet kom Sverige att hamna i djup kris som slog hårt mot hela det svenska samhället. Den försatte Sverige i en allvarlig budgetkris som drabbade finans-, fastighets- och bankväsendet hårt. Det som bidrog till att krisen bröt ut var bland annat att under slutet på 80-talet togs de svenska kreditregleringarna och de tidigare uppsatta lånetaken bort. Det innebar att det var lätt för hushållen och företagare att låna stora volymer pengar och de lånade pengarna investerade många av företagarna och privatpersonerna i fastigheter.

¹ Skuldsättningsgrad är ett nyckeltal som beskriver hur stor del av tillgångarna som är finansierat med eget kapital (Hallgren, 2002).

² Fastighetsbolag är ett företag vars huvudsakliga ändamål är att förvärva fastigheter för att äga, förvalta och hyra ut (Hillier, Ross & Westerfield, 2010). Fastighetsbolag kan både vara privat och kommunalt ägda.

Denna investeringsmöjlighet bidrog till att fastighetspriserna pressades upp och bubblan³ var ett faktum. Denna prishöjning pågick ända till dess att bubblan sprack (Kindahl, Ohlin, & Lundbäck, 2013). Sedan finanskrisen på 1990-talet har Sverige återhämtat sig och lyckats skapa en stabil ekonomi. Detta genom att bland annat införa en rörlig växelkurs, nya skattereformer och genom att föra en annan bostadspolitik. Bostadsmarknaden har även återhämtat sig och bostadspriserna har sedan krisen på 1990-talet haft en stabil prisökning (Frisell & Yazdi, 2010). Idag talar affärsledare, ekonomer och politiker om att Sverige står inför en liknande situation. De är rädda för att en ny bubbla är på väg. Dagens låga ränta gör det möjligt att återigen låna stora volymer pengar och nu till en låg kostnad. Återigen ses fastighetsmarknaden som en investeringsmöjlighet och priserna pressas uppåt.

1.2 Problemdiskussion

Gällande kapitalstruktur hos fastighetsbolag handlar det om att hitta den sammansättning mellan eget och främmande kapital som möjliggör kommande investeringar för framtiden samtidigt som ett företag inte ska bli för högt belånat. Riddiough (2004) anser att främmande kapital är avgörande för hela fastighetsbranschen då kapitalkrävande fastighetsbolag är helt beroende av lånat kapital för att få sina verksamheter att gå runt. Intäkter som fastighetsbolag får, vanligtvis i form av hyresinbetalningar, är i jämförelse med kapitalet som krävs för fastighetsinvesteringar så pass små att de inte möjliggör att hela köpet genomförs av eget kapital (Riddiough, 2004). En stor andel främmande kapital leder till att företaget får en hög skuldsättningsgrad och just skuldsättningsgraden är ofta i fokus när det talas om att försöka uppnå en kapitalstruktur som maximerar företagets värde. Maximera företagets värde gör ett företag genom att försöka identifiera en optimal skuldsättningsgrad (Brealey et al., 2014). En optimal skuldsättningsgrad eller kapitalstruktur menade Modigliani och Miller (1958) var oväsentligt då företagets värde är oberoende av om företaget finansierar sig av eget eller främmande kapital.

Brealey et al., (2014) beskriver att kapitalstruktur är viktig för ett företag att arbeta med då olika sammansättningar kan medföra att företag kan få olika värde. Det argumenterar även Kraus & Litzenberger (1973) för trade-off teorin bygger på att kapitalstruktur är av värde för företagets marknadsvärde. Det handlar om att hitta en optimal kapitalstruktur som bygger på att ett företag ska sätta sig i en skuldsättningsgrad som balanserar de skattemässiga fördelarna, i form av skattebesparingar, mot kostnader för finansiell stress. Går ett fastighetsbolag in med för mycket eget kapital vid ett fastighetsförvärv gör det att de i framtiden kan få avstå investeringar om det vid den tidpunkten inte finns tillräckligt mycket eget kapital att tillföra. Om de däremot vill gå in med så lite eget kapital som möjligt leder det till en hög skuldsättningsgrad (Riddiough, 2004). Samtidigt som en hög skuld leder till skattefördelar, i form av att de avdragsgilla kostnaderna ökar, medför en hög skuldsättning till att företaget blir känsligt för externa faktorer samtidigt som risken för finansiell stress ökar (Brealey et al., 2014). Myers (1984) visar genom pecking order teorin att olika finansieringsalternativ är olika attraktiva för ett företag då de behöver tillföra kapital vilket bygger på att det finns asymmetrisk information mellan ett företag och deras intressenter. Använder ett företag sig av eget kapital slipper viktig information spridas utanför företaget, som för exempelvis ett fastighetsbolag är deras investeringsstrategi.

För fastighetsbolag gäller det att arbeta med sin kapitalstruktur utifrån sina egna förutsättningar och möjligheter. Det är en situation som kan vara komplex och i vissa fall har fastighetsbolag inte möjlighet att påverka valet i en större utsträckning. Detta kan bero på

³ Finansbubblor uppstår i ekonomin när intresset för investeringar blir större än efterfrågan och behovet.

kreditvärdighet hos bankerna eller uppsatta avkastningskrav inom företaget. Liang, Fang Li och Songs (2014) studie bland kinesiska fastighetsbolag styrker även den att de påverkande faktorerna lönsamhet, storlek, skuldränta samt ägarstruktur är betydande för fastighetsbolags kapitalstruktur. Då fastighetsbranschen är starkt kopplad till den finansiella marknaden gör det att finanskriser och konjunkturer påverkar fastighetsbolagen i hög utsträckning (Riddiough, 2004). Erfarenheter av detta kan även det påverka hur fastighetsbolagen tänker gällande sammansättning av kapital.

Då hela fastighetsbranschen i nuläget befinner sig i en tillväxtfas är det intressant att se hur olika expansiva fastighetsbolag i allmänhet arbetar med sin kapitalstruktur. Vi ska studera hur de tänker långsiktigt med kapitalstrukturens uppbyggnad och tankarna bakom den sammansättning de har. Vi vill undersöka ifall en företagsledning arbetar efter utifrån befintliga teorier som bland annat Brealey et al., (2014) och Riddiough (2004) talat för, eller påverkas deras beslut av andra faktorer. Att fastighetsbranschen befinner sig i tillväxtfas gör även att fastigheterna är högt värderade då priserna stiger när efterfrågan är stor. Att priserna stiger kombinerat med rädslan för ytterligare en fastighetsbubbla aktualiserar ämnet och gör det aktuellt för den fas vi befinner oss i år 2016. Det har gjort att vi har valt följande frågeställning:

1.3 Problemformulering

Hur resonerar företagsledningen i expansiva fastighetsbolag kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar?

1.4 Syfte

Syftet med studien är att förklara hur expansiva fastighetsbolag arbetar med sin kapitalstruktur när de ska göra investeringar i fastigheter. För att förklara det behöver vi även förstå hur fastighetsbolagens kapitalstruktur är uppbyggd och vad den kan påverkas av. Vidare vill vi även se ifall företagsledningen för resonemang kring begreppet finansiell stress vid arbetet med kapitalstrukturen.

2. Teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen innehåller tidigare studier som belyser ämnet kring ett företags kapitalstruktur och hur den påverkas. Vår studie grundar sig i de påverkande faktorerna lönsamhet, storlek, skuldränta och ägarstruktur samt hur de påverkar företagets kapitalstruktur. Vidare kommer även tidigare forskning kring kapitalstruktursteorier och fenomenet finansiell stress belysas. Vi har valt att först presentera de olika kapitalstruktursteorierna för att ge läsaren en grundläggande förståelse kring ämnet detta eftersom teori om de påverkande faktorerna även kommer belysa forskning kring kapitalstruktursteorier.

2.1 Kapitalstruktur

2.1.1 Modigliani och Millers teori

1958 släppte Modigliani och Miller sin teori om företags kapitalstruktur vilket fick stor uppmärksamhet eftersom den var det första i sitt slag. Detta gjorde att teorin blev grunden till vidare forskning kring ämnet (Ross, 2013). I Modigliani och Millers (1958) första version argumenterar de för att ett företags marknadsvärde är oberoende av hur företaget väljer att finansiera sig i kombinationen mellan eget och främmande kapital. Det leder till att marknadsvärdet inte är beroende av hur belånat företaget är. Dock har Hallgren (2002) påvisat att skuldsättningsgrad är ett nyckeltal som ofta används för att beskriva ett företags kapitalstruktur. Modigliani och Miller (1958) förklarar att i slutändan har skuldsättningsgraden ingen påverkan på värdet då en hög skuldsättningsgrad leder till högre avkastningskrav vilket väger upp minskade kapitalkostnader som eget kapital annars kräver. Istället avgörs marknadsvärdet av företagets intjäningsförmåga och risken hos deras underliggande tillgångar, som exempelvis aktier och råvaror (Modigliani & Miller, 1958). Modigliani och Miller ville visa att två identiska företag, det ena högre belånat än det andra, ha samma marknadsvärde under förutsättningen att allt annat är lika (Brealey et al., 2014). Förutsättningen för deras teori är en perfekt marknad vilket innebär att det inte finns direkta kostnader för skatter, agent- eller transaktionskostnader vilket i sin tur har blivit omdiskuterat. Ross (2013) menar att det i verkligheten inte finns perfekta marknader vilket därmed medför att deras konstateranden inte fungerar i praktiken.

Att den förväntade avkastningen på eget kapital är positivt relaterat till skulder i bolaget förklarar Modigliani och Miller (1958) beror på att en ökad skuldsättningsgrad. Till följd av den större risk en hög skuldsättningsgrad medför leder det även till en högre förväntad avkastning. Detta kallas för hävstångseffekt och Hallgren (2002) klargör att idén är att vid ett givet eget kapital går det att öka det egna kapitalets avkastning. Det går att göra genom att låna pengar och placera dessa med en avkastning som överstiger upplåningsräntan. Om bolaget får in mer kapital blir nettoresultatet högre och slutligen även avkastningen, oavsett om kapitalet är eget eller främmande (Hallgren, 2002). Brealey et al., (2014) visar att det är riskfyllt att som företag använda sig av hävstångseffekten då det är riskabelt att ha en hög skuldsättningsgrad. Så länge avkastningen på det totala kapitalet är högre än skuldräntan har det däremot en positiv effekt på det egna kapitalet.

Hävstångsformeln har Brealey et al., (2014) illustrerat enligt nedan:

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) \frac{S}{E}$$

R_E =Räntabilitet på eget kapital (efter skatt)

R_T =Räntabilitet på totalt kapital (före finansnetto)

R_S =Genomsnittlig skuldränta

S/E =Skuldsättningsgrad

Modigliani och Miller släppte 1963 en andra omarbetad version av sin teori där de tar med skattekostnader. Genom den argumenterar de för att en ökad skuldsättningsgrad även kan öka företagets värde då en hög grad av belåning leder till att företaget får högre räntekostnader. Det i sin tur gör att det totala beskattningsbara resultatet minskar vilket innebär att en skattsköld uppstår (Modigliani & Miller, 1963). En lägre beskattning gör att det totala värdet på företaget ökar och att en optimal kapitalstruktur kan uppnås genom en ökad skuldsättningsgrad. Brealey et al., (2014) påvisar att ur ett teoretiskt perspektiv innebär detta att ett företag kan uppnå en optimal kapitalstruktur genom att finansiera sig endast med främmande kapital vilket i praktiken inte fungerar.

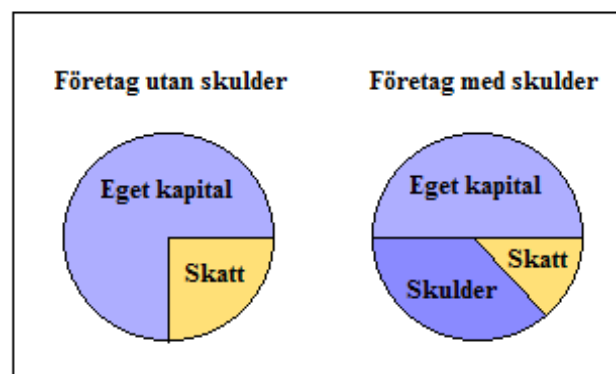


Fig. 1 Effekten av skattesköld (Egen konstruktion).

2.1.2 Trade-off teorin

Trade-off teorin bygger vidare på Modigliani och Millers teori men går ifrån deras antaganden om en perfekt kapitalmarknad. Istället argumenterar Kraus och Litzenberger (1973) för att företagets kapitalstruktur är av värde för marknadsvärdet på företaget och att kostnader för finansiell stress kan vara stora. Teorin bygger på ett antagande om att ett företags optimala kapitalstruktur uppnås genom en avvägning mellan de fördelar och kostnader som uppstår genom att företaget skuldsätter sig. Sett till fördelar handlar de om skattebesparingar medan kostnaderna är kostnader för att finansiell stress uppstår (Brealey et al., 2014; Kraus & Litzenberger, 1973). Utgångspunkt för teorin ligger i att ett företag ska belåna sig till den grad där de balanserar skattemässiga fördelar med eventuella kostnader för finansiell stress (Brealey et al., 2014). Trade-off teorin definierar den optimala skuldsättningsgraden som den nivån där de förväntade marginella kostnaderna för finansiell stress motsvarar den marginella fördelen för att belåna ytterligare en krona (Kraus & Litzenberger, 1973; Berk & DeMarzo, 2013). Företag ser här att det finns en fördel i att ha lån eftersom det ger skattemässiga fördelar som resulterar i en lägre skatt (Brealey et al., 2014). Det totala värdet på företaget kan därför delas in i tre olika delar och värderas som:

Totalt värde av företaget = (Värde om endast finansierat av eget kapital) + (Nuvärde på skattesköld) – (Nuvärde på kostnader för finansiell stress)

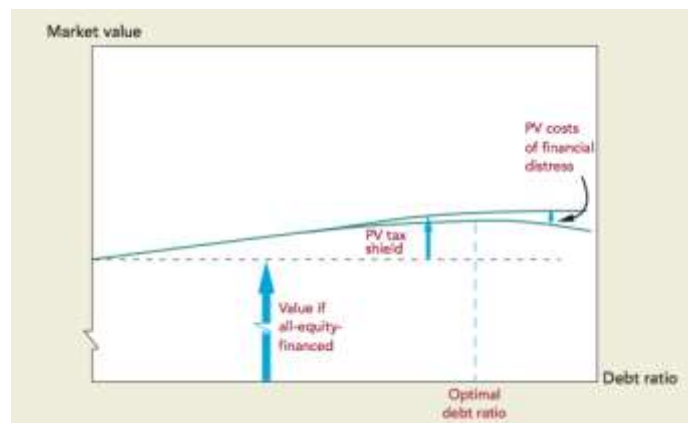


Fig. 2 Optimal kapitalstruktur (Brealey et al., 2014).

Figur 2 ovan visar den avvägning som kan göras mellan skattefördelar och kostnader för finansiell stress för att uppnå en optimal kapitalstruktur. Nuvärdet på skatteskölden ökar initialt med företagets skuldsättningsgrad. Vid en måttlig skuldsättningsgrad kommer sannolikheten för finansiell stress vara relativt liten sett till fördelarna för skatteskölden men vid en viss nivå kommer det slå över och sannolikheten för finansiell stress kommer snabbt öka vid ökad skuldsättning. Fördelarna med skatteskölden kommer istället sjunka och tillslut helt försvinna (Brealey et al., 2014).

Nuvärdet på kostnader för finansiell stress bestäms utifrån tre huvudsakliga faktorer. De tre huvudfaktorerna är sannolikheten för finansiell stress, storleken av de indirekta samt direkta kostnaderna för finansiell stress och en passande diskonteringsfaktor för de här kostnaderna. Sannolikheten för att finansiell stress ska uppstå hos ett företag till följd av belåning ökar med skuldsättningsgraden (Berk & DeMarzo, 2013). Immateriella tillgångar i form av exempelvis humankapital, varumärke och ett företags utveckling sägs vara den största förlusten för ett företag som hamnar under finansiell stress. Detta är viktigt att ta i beaktning vid val av skuldsättningsgrad, sett till trade-off teorin (Brealey et al., 2014).

Det ligger svårigheter i att skapa teorier och modeller som faktiskt beskriver hur verkligheten ser ut på ett korrekt sätt. Detta gör att de ursprungliga modellerna och teorierna på ett naturligt sätt under tidens gång kommer utvecklas och förbättras efterhand som ny forskning presenteras. På så vis synliggörs även de ursprungliga teoriernas och modellernas svagheter. Ett exempel på denna process är trade-off teorin som ursprungligen bygger på Modigliani och Millers teori.

2.1.3 Pecking order teorin

Pecking order teorin grundar sig i att det finns asymmetrisk information mellan ett företag och deras intressenter då chefer och övriga beslutfattare har mer information om företagets risker, möjligheter och värde än vad investerarna har (Myers, 1984). Denna informationsasymmetri påverkar valet av finansiering när företaget ska välja mellan att använda sig av eget eller främmande kapital. Följaktligen diskuterar Brealey et al., (2014) att det finns en rangordning av kapitalstruktur då olika finansieringsalternativ är olika attraktiva för företag. Myers (1984) talar för att ett företag i första hand ska använda sig av eget kapital då det både är säkrare och mindre kostsamt än främmande kapital. Det är säkrare i form av att

information om företaget inte behöver spridas till externa parter och mindre kostsamt i den mån att räntekostnader försvinner (Myers, 1984). Genom att eftersträva att använda eget kapital undviker företaget bland annat att gå miste om lönsamma investeringsmöjligheter. Att använda sig av främmande kapital i en investering vars kostnader överstiger projektets positiva nuvärden gör att investeringen inte går att genomföra (Myers, 1984). Detta kan medföra att företag inte utvecklas i den takt som är mest gynnsam för dem.

Om företaget inte har möjlighet till intern finansiering ska de främst vända sig till den säkraste externa källan vilket vanligtvis är den som innebär lägst kostnader (Brealey et al., 2014). De säkraste externa finansieringskällorna är vanligtvis banken eller kreditgivare och att låna av dem är att föredra. Detta eftersom företaget behåller samma ägarandel av aktiekapitalet samtidigt som de endast behöver redovisa detaljer i affären för långivaren (Frank & Goyal, 2003). Det minst attraktiva valet och det som företagen bör välja sist vid finansiering är att ta fram nytt aktiekapital genom nyemission. Frank och Goyal (2003) förklarar vidare att företag inte ofta använder sig av nyemissioner då nackdelarna ofta är höga. För det första minskar ägarandelen procentuellt hos de befintliga ägarna samtidigt som det ger en hög kapitalkostnad då nyemission gör att investerarna kräver högre avkastning då det är riskfyllt (Frank & Goyal, 2003).

Baker och Wurgler (2002) lyfter fram kritik som har riktats både mot trade-off teorin samt mot pecking order teorin. Den kritik som presenteras handlar om de båda teoriernas svaghet i att kunna redogöra för tillfälliga förändringar i de olika finansieringsalternativens för- och nackdelar. Studier visar på ett resultat där chefer i stor utsträckning grundar sina finansiella beslut på det beslut som för stunden är det billigaste alternativet för företaget. Annan kritik som lyfts fram mot pecking order teorin är huruvida teorin egentligen redogör för ett bredare perspektiv av ett företag och att den beaktar en längre tidsperiod (Shyam-Sundars & Myers, 1999; Atiyet, 2012). Ytterligare kritik riktas mot just pecking order teorin genom att den i många fall anses otillräcklig för att kunna klargöra för alla finansiella beslut (Myers & Majluf, 1984).

2.1.4 Market timing teorin

Market timing teorin är en nyare teori som beskriver hur företags kapitalstruktur är uppbyggd. Teorin baseras på ett antagande om att en företagsledning vid ett finansieringsbeslut kommer att välja de finansieringsalternativ som för stunden innebär lägst kostnad vid tillfället som kapitaltillskottet behövs (Baker & Wurgler, 2002). Vidare visar Rajan och Zingales (1995) samt Baker och Wurgler (2002) studier på att det finns en stark korrelation⁴ mellan företags kapitalstruktur och deras marknadsvärde/bokförda värde. Korrelationen visar på att företagsledningen föredrar eget kapital som finansieringsalternativ när företaget är högt värderat och att de föredrar främmande kapital när företaget är lågt värderat (Rajan & Zingales, 1995; Baker & Wurgler, 2002). När ett företags aktie är högt värderad, sett till det bokförda värdet eller historiska noteringar, föredrar en företagsledning att ge ut nya aktier. Är företagets aktie istället lågt värderad föredrar ledningen att återköpa aktier (Baker & Wurgler, 2002).

⁴ Korrelation är riktningen och styrkan hos ett samband mellan två eller flera variabler (Jacobsen, 2002).

År 2001 publicerades en studie där omkring 400 finanschefer på stora amerikanska företag fick svara på frågor gällande bland annat företagets kapitalstruktur. Vidare visade studien på att en av de viktigaste beslutsfaktorerna vid val av främmande kapital är den befintliga kostnader för eget kapital och skulder (Graham & Harvey, 2001). Graham och Harvey (1999) hade några år tidigare genomfört en annan anonym enkätundersökning där de tillfrågade var amerikanska finanschefer. Resultatet av den studien visade på att en av de viktigaste aspekterna när företaget skulle välja vilken sorts främmande kapital som skulle användas som finansieringsalternativ var företagsledningens syn på företagets värdering. Den genomförda studien bekräftade även det flera tidigare studier visade på, att en ökning av företagets eget kapital ofta är resultatet av att aktiekursen ökat samt att företaget genomför nyemission när företagets marknadsvärde/bokförda värde ligger på en hög nivå (Marsh, 1982; Asquith & Mullins, 1986; Lucas & McDonald, 1990).

Det negativa sambandet mellan skuldsättningsgraden och ett företags marknadsvärde/bokförda värde har tidigare enligt trade-off teorin förklarats genom att företag som har ett högt marknadsvärde/bokfört värde även har en högre kostnad för finansiell stress. På det sättet har de även en lägre skuldsättningsgrad vid en optimal kapitalstruktur. Skulle detta antagandet stämma borde utvecklingen drivas av företag med lågt marknadsvärde/bokfört värde. Vidare visade Rajan och Zingales (1995) studie istället att företag med höga marknadsvärden/bokfört värde var de företag som drev utveckling.

Pecking order teorin förklarar att sambandet mellan ett företags marknadsvärde/bokförda värde och skuldsättningsgrad kan beskrivas av att företaget befinner sig i en expansiv fas eller är utsatta för mindre informationsasymmetrier. Därmed vill de därför spara möjligheten att finansiera sig med lånat kapital till framtiden (Frank & Goyal, 2003). I motsats till dessa antaganden diskuterar market timing teorin istället att sambandet mellan marknadsvärdet/bokförda värdet och skuldsättningsgrad är ett resultat av att företagsledningen försöker dra nytta av felprissättningen⁵ mellan eget och främmande kapital (Rajan & Zingales, 1995, Baker & Wurgler, 2002).

2.2 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen

Det finns flera studier som talar om en teori som bygger på att ett företags kapitalstruktur påverkas av ett antal omständigheter och faktorer (Harris & Raviv, 1991; Brealey et al., 2014; Morri & Cristanziani 2009). Harris och Raviv (1991) genomförde en studie där de både tittade på de ursprungliga kapitalstrukturernas teorier så som exempelvis trade-off teorin och pecking order men även på hur kapitalstrukturen påverkades av andra faktorer. Vidare visade studien på att tre av de fyra teorierna som de tittade på stöds av de tillfrågade. Sett till påverkande faktorer skiljer Harris och Raviv (1991) på faktorer som syftar till en hög skuldsättningsgrad och faktorer som syftar till en låg skuldsättningsgrad. Till en hög skuldsättningsgrad avses faktorer som anläggningstillgångar, skattesköld, investeringsmöjligheter samt företagets storlek. Till låg skuldsättningsgrad avses istället faktorer som omsättningens regelbundenhet och lönsamhet.

Till skillnad från Harris och Raviv (1991) har Brealey et al., (2014) istället kommit fram till att ett företags kapitalstruktur och skuldsättningsgrad påverkas av fyra huvudfaktorer:

⁵ Handlar om att företag genomför en kortsiktig handel av främmande kapital i syfte att marknaden ska ha satt fel pris på värdet (Finansinspektionen, 2016).

lönsamhet, storlek, materiella tillgångar och market-to-book value⁶. Faktorerna lönsamhet och storlek återkommer även i andra studier, men där kompletteras de två faktorerna med faktorerna skuldränta samt ägarstruktur (Morri & Cristanziani 2009). Liang et al., (2014) argumenterar i sin studie bland fastighetsbolag i Kina för att lönsamhet, storlek, skuldränta och ägarstruktur är de faktorer som är av vikt just för fastighetsbolag och deras utmärkande kapitalstruktur.

2.2.1 Lönsamhet

Lönsamhet lyfts fram av flera forskare som en faktor som har en stark påverkan på företagets kapitalstruktur (Brealey et al., 2014; Morri & Cristanziani, 2009). Vidare resonerar Westgaard et al., (2008) kring att lönsamhet som påverkande faktor på kapitalstrukturen är särskilt stark hos just fastighetsbolag. Enligt Brealey et al., (2014) är lönsamhet en av de fyra huvudfaktorer som påverkar företagets skuldsättningsgrad. Pecking order teorin talar för att företag föredrar att rangordnat sina finansieringssätt i tre steg. Företag föredrar först och främst att finansiera sig med sin balanserade vinst. Räcker inte den balanserade vinsten faller företaget tillbaka på att finansiera sig på främmande kapital medan det sista alternativet är att företaget väljer att genomgå en nyemission (Brealey et al., 2014; Myers, 1984). Vidare diskuterar Brealey et al., (2014) att pecking order teorin betonar tydligt vikten av ett företags lönsamhet. Lönsamma företag tenderar att ha lägre skuldsättningsgrad och lägre andel främmande kapital eftersom de väljer att förlita sig på intern finansiering genom sin balanserade vinst. Till skillnad från pecking order teorin argumenterar trade-off teorin att företag som har en hög lönsamhet klarar av att ha en högre skuldsättningsgrad. Detta eftersom risken för att de hamnar under finansiell stress är betydligt lägre vilket gör det möjligt för dem att tillsätta mer främmande kapital (Brealey et al., 2014).

Westgaard et al., (2008) visar på att lönsamhet och kapitalstruktur är positivt relaterade till varandra både sett till trade-off teorin och pecking order teorin. Detta genom att pecking order argumenterar för att företag som visar på hög lönsamhet i första hand kommer använda eget kapital vid investeringar istället för främmande kapital. Trade-off teorin visar istället på ett samband genom att en ökad lönsamhet bidrar till att även skatteskölden ökar. Detta ökar även incitamentet för en ökad hävstångseffekt (Westgaard et al., 2008). Det märks att Westgaard et al., (2008) anser att kapitalstruktur och lönsamhet är positivt relaterade till varandra sett till både pecking order- och trade-off teorin. I sin tur talar Titman och Wessels (1988) för att det går att se att lönsamhet och kapitalstruktur är negativt relaterade till varandra. De anser att lönsamma företag istället använder sin balanserade vinst till att amortera ner sin skuld, vilket innebär att lönsamma företag över tid tenderar att sänka sin skuldsättningsgrad.

Brealey et al., (2014), Westgaard et al., (2008) och Morri och Cristanziani (2009) argumenterar alla för att lönsamhet är en faktor som har stor påverkan på ett företags kapitalstruktur. Helwege och Liang (1996) har däremot uppfattningen om att ett företags lönsamhet inte är en avgörande faktor för ett företags kapitalstruktur.

2.2.2 Storlek

Det finns flera studier som lyfter fram att storleken⁷ på företaget är en påverkande faktor med avseende på hur kapitalstrukturen är uppbyggd (Brealey et al., 2014; Morri & Cristanziani,

⁶ Ett nyckeltal som jämför företagets marknadsvärde med dess bokförda värde. Beräknas genom företagets marknadsvärde divideras med dess bokförda värde (Brealey et al., 2014).

⁷ Storleken på ett företag kan mätas på flera olika sätt, exempelvis genom att se till företagets omsättning eller företagets totala tillgångar (Brealey et al., 2014; Westgaard et al., 2008).

2009; Liang et al, 2014; Westgaard et al., 2008). Även Ooi (1999) anser genom sin studie av engelska fastighetsbolag att storleken på företaget påverkar kapitalstrukturen. Det genom att mindre företag tenderar till att använda sig mer av främmande kapital som leder till en högre skuldsättningsgrad. Att de lånar mer beror på att mindre företag inte diversifierar sig i samma utsträckning samt att de har mindre stabila kassaflöden. Stora företag föredrar att använda sig av intern finansiering i första hand. Främmande kapital använder stora företag sig av först när de ska genomföra stora investeringar (Brealey et al., 2014). Det märks att både Ooi (1999) och Brealey et al., (2014) menar att mindre företag har en högre skuldkvot. Fama och French (2002) diskuterar i motsats till Brealey et al., (2014) och Ooi (1999) att större företag diversifierar sig mer och att de har mer jämna resultat, vilket gör att de i en större utsträckning har en högre skuldsättning och större andel främmande kapital. Andelen främmande kapital kan proportionellt sett vara större i stora företags kapitalstruktur än vad den kan vara i mindre företag, utan att de påverkas negativt (Ennis, Huberto & Malek, 2005).

Att storleken på företaget är en påverkande faktor går att koppla till både trade-off teorin och pecking order teorin. Sett till trade-off teorin ökar företagets skuldsättningsgrad när företaget blir större. Bond och Scott (2006) samt Ooi (1999) har kommit fram till att den ökade skuldsättningsgraden beror på förväntningarna om att större företag diversifierar sig i större utsträckning än mindre företag. Genom att arbeta med företagets diversifiering och se till att företagets kassaflöden har ett jämt flöde kan företaget klara av en högre skuldsättning. Större företag får också i större utsträckning låna kapital till en lägre och mer förmånlig ränta eftersom de större företagen ses som en lägre risk än de mindre. Att de ges den möjligheten beror även på att större företag ofta lånar en större volym kapital än de mindre (Brealey et al., 2014; Morri & Cristanziani, 2009). Sett till pecking order teorin anser Morri och Cristanziani (2009) att det blir lönsammare för mindre företag att finansiera de lånade kapitalet genom kortfristiga skulder eftersom de mindre företagen drar på sig större kostnader genom nyemission.

2.2.3 Skuldränta

Morri och Cristanziani (2009) betonar att skuldränta påverkar ett företags kapitalstruktur. När företag ges möjlighet att låna främmande kapital till en låg ränta leder detta till att efterfrågan på främmande kapital ökar samt att efterfrågan på främmande kapital minskar när räntan är hög. Företagets hävstång påverkas även den av skuldräntan. När skuldräntan på det främmande kapitalet är högre än vad företaget beräknat med kommer det att öka företagets hävstång (Morri & Cristanziani, 2009). Att använda främmande kapital som finansieringskälla gör att företaget får kostnader för att de lånar kapital. Kostnaden för de lånade kapitalet påverkas av två variabler: ratingnivån och räntenivån som centralbanken sätter. Enligt Morri och Cristanziani (2009) kommer hävstångseffekten att öka under den tid det råder en hög ränta. Detta på grund ut av ratingnivån samt räntenivån från centralbankens påverkan. Även McCue och Kling (1994) anser att skuldräntan påverkar fastighetsbolag genom att den har en inverkan på fastighetspriser. Dessa kommer att stiga om skuldräntan är låg medan en hög skuldränta kommer bidra till att fastighetspriser sjunker.

Över tid har fastighetsbolag haft en låg avkastning på sin verksamhet (Morri & Cristanziani, 2009). En låg avkastning leder till att fastighetsbolag kommer få ökade kostnader ifall de inte kan balansera sin kapitalstruktur på ett sunt vis. Lyckas företagen hitta en bra balans mellan eget kapital och främmande kapital uppstår en konkurrensfördel för företaget. Följaktligen, uppstår ingen balans för företaget istället för en konkurrensfördel ökade kostnader (Ooi, 1999).

2.2.4 Ägarstruktur

Har företaget en eller flera större aktieägare men ett stort aktieinnehav måste cheferna även visa stor hänsyn aktieägarnas intressen. Detta leder till att chefer inte får samma möjlighet att sätta sina egna intressen först och intresset att justera skuldkvoten efter deras omdöme blir därför svårare. Stora aktieägares intresse blir även det större allt eftersom deras aktieinnehav i företaget ökar. Har aktieägarna ett stort aktieinnehav leder det även till att deras intresse för att vilja skydda sina investeringar ökar samt blir viktigare. Detta gör att stora aktieägare får mer makt och även ett ökat inflytande i de beslut som ska tas för företaget, där inkluderat beslut för företagens kapitalstruktur (Morri & Cristanziani, 2009). Det inflytande som de stora aktieägarna får är även av vikt eftersom de gör det möjligt för dem att kontrollera och bevaka ledningens beslut vilket bidrar till att dem kan skydda sina investeringar i företaget (Liang et al, 2014; Morri & Cristanziani, 2009).

Något som varken trade-off teorin eller pecking order teorin tar med i beaktning är effekten av vad en stor majoritetsägare av företagens aktier kan ha för påverkan på företaget samt företagens kapitalstruktur sett till hävstångseffekten (Morri & Cristanziani 2009).

Sett till pecking order teorin och ägarstrukturen i företaget menar teorin att skuldkvoten hos ett företag sannolikt kommer att vara omvänt kopplad till nivån av flytande aktier. Med påtryckningar från marknaden kan ett företag tvingas öka sin andel främmande kapital som följd av att de pressas till att öka sin lönsamhet (Morri & Cristanziani 2009). Vidare diskuterar andra forskare som Short, Keasey och Duxbury (2002) att kapitalstrukturens skuldkvot inte är positivt relaterad till ägandet av de stora aktieägarna. De resonerar istället kring att situationen är omvänd. Följaktligen, kapitalstrukturens skuldkvot är negativt relaterad till de stora aktieägarnas ägande.

2.3 Finansiell stress

Fenomenet finansiell stress är ett relativt nytt begrepp. Forskningen som gjorts på ämnet är främst gjord i USA och bland amerikanska företag, men även en del är gjord mot Asien. Väldigt lite forskning grundar sig på de förhållanden som finns i Sverige. Att mycket av forskningen baserar sig på amerikanska bolag handlar om att de har en helt annan kultur kring att företag går i konkurs och blir uppköpta och så vidare (Almeida & Philippon, 2008). Den kulturen och det sättet att arbeta på är något som saknas i Sverige (Bjuggren, 1995).

Svenskarna Forss Sandahl et al., (2011) har lyft fram en definition av finansiell stress som att det är en situation som stör företaget genom att den kan ha en negativ inverkan på realekonomin. Detta var den definition som vår studie till en början grundade sig på, men som under processens gång byttes ut mot en definition där begreppet fokuserar mer på en företagsnivå. Den ursprungliga definitionen syftar istället till det generella ekonomisystemet i Sverige. En annan definition är att det är en situation där företaget kännetecknas av ett eller ett flertal scenario och omständigheter. Det finns fem omständigheter som anses vara de mest framträdande: osäkerheten kring en finansiell tillgångs ursprungliga värde, informationsasymmetri, en stor ökad efterfrågan på tillgångar som har mycket låg risk, osäkerheten kring andra investerares beteende och en stor ökad efterfrågan på tillgångar som ses ha en bra likviditet (Hakkio & Keeton, 2009).

Bjuggren (1995) diskuterar att det är svårt att hitta en definition för termen eftersom finansiell stress aldrig tar sig uttryck på samma sätt, utan det varierar helt utifrån omständigheter och fall. Finansiell stress uppstår när företaget hamnar i en sådan situation där de inte kan hålla de vidtagna löftena till sina fordringsägare och de får kostnader för

betalningssvårigheter (Almeida & Philippon, 2008; Brealey et al., 2014; Bjuggren, 1995). Detta är den definition vi valt att använda oss utav och utgå ifrån i vår uppsats. Att den definitionen valts som utgångspunkt vid begreppet finansiell stress beror främst på att definitionen ser till finansiell stress på en företagsnivå. Genom att den syftar till företagsnivå går definitionen att kopplas till företagets kapitalstruktur och skuldsättningsgrad vilket är av betydelse för oss för att kunna besvara vår frågeställning.

Ett företags kapitalstruktur och kostnader för finansiell stress hör ihop med varandra (Brealey et al., 2014; Bjuggren, 1995). Hur stora kostnaderna för finansiell stress blir beror på sannolikheten för att de inträffar och dess omfattning (Brealey et al., 2014). Där sannolikheten för finansiell stress ska uppstå är en funktion av ett företags kapitalstruktur. Därför ses ett företags arbete med kapitalstruktur som en viktig skyddsåtgärd för att förhindra att företaget hamnar under finansiell stress (Bjuggren, 1995).

Finansiell stress kopplas starkt ihop med den andelen främmande kapital ett företag kommer att finansiera sig med och dess nivå på skuldsättningsgrad (Brealey et al., 2014; Bjuggren, 1995). Skuldsättningsgraden kommer att vara hög för de företag som väljer att finansiera sig till stor del genom främmande kapital vilken även leder till en större risk för att företag hamnar under finansiell stress. Följaktligen blir risken för finansiell stress lägre med en lägre skuldsättningsgrad, men alla företag kommer till en viss del leva med denna risk. Så länge företaget har en måttlig skuldsättningsgrad är sannolikheten för finansiell stress låg men risken för finansiell stress kommer öka snabbt med en ökad skuldsättningsgrad (Brealey et al., 2014). Just fastighetsbranschen hänger nära ihop med finansbranschen då fastighetsbolagen är beroende av att finansieras genom stora lån vilket gör att branschen påverkas av finanskriser samt svängningar i konjunkturen (Riddiough, 2004).

Finansiell stress ses ofta ur ett kostnadsperspektiv sett till att företaget kan hamna i konkurs eller bara ur balans. I båda fallen ses det som en stor ekonomisk kostnad för företaget att hamna i. Kostnader för finansiell stress kan delas in i direkta och indirekta kostnader (Brealey et al., 2014). Till de direkta kostnaderna hör kostnader i form av advokatarvode och andra kostnader som uppstår när företaget försätts i konkurs. Dessa kostnader är lätta att förutse och beräkna. De indirekta kostnaderna är mer komplexa och i förväg svåra att förutse och mäta. Det kan vara kostnader som uppstår på grund av att företaget får ett dåligt rykte, personal med stor kompetens säger upp sig, svårigheter med finansörer, kunder och leverantörer eller att ledningen tar felaktiga investeringsbeslut. De indirekta kostnaderna kan drabba företaget både ifall de sätts i konkurs eller om de hamnar i betalningssvårigheter under en tid (Almeida & Philippon, 2008; Brealey et al., 2014).

2.3.1 Åtgärder mot finansiell stress

Definitionen av finansiell stress sett ur ett perspektiv som att ett företag hamnar i betalningssvårigheter och insolvens innebär rent praktiskt att ett eller flera kontraktbrott sker när företaget inte kan fullfölja sina fordringar. Detta handlar rent konkret om att företaget blir insolventa på kassaflödesbasis (Bjuggren, 1995). Den svåraste uppgiften relaterat till finansiell stress är att ledande befattningshavare och styrelsen i ett företag ska erkänna att där finns ett problem. Detta ses som det mest kritiska momentet av alla och även det viktigaste för att förbygga att finansiell stress slår hårt mot företaget (Zall, 2003).

Det finns vissa åtgärder som kan vidtas för att behandla finansiell stress som uppstått. Dessa talar oftast om att företaget kan få förlängning av sina betalningsvillkor, sammansättning där deras fordringars storlek skrivs ner, avveckling av verksamheten eller en fusion som är en typ

av omorganisation (Bjuggren, 1995; Zall, 2013). Zall (2003) talar även om ledningens viktiga uppgift att snabbt försöka få kontroll över den situation som råder och ta fram nya strategier för att kunna identifiera de problem som finns. Ledningen bör i ett tidigt skede diagnostisera storleken på den finansiella stressen samt orsakerna till att den uppkommit. Steg två är att ta fram realistiska omstruktureringsmöjligheter. Sedan bör ledningen även urskilja och skapa förståelse för de affärsmässiga och juridiska frågorna som uppstår på grund av omstruktureringsmöjligheterna samt lära av redan framgångsrika befintliga strategier som finns.

När ett företag hamnar i finansiell stress behöver de ofta få in likvida medel vilket ses som ett effektivt och snabbt medel för återhämtning. Att kunna betala sina skulder med fritt eget kapital gör att de inte behöver sälja av viktiga anläggningstillgångar som är strategiskt viktiga för bolaget (Pindado & Rodrigues, 2005). Vidare diskuterar Pindado och Rodrigues (2005) att ha mycket fritt eget kapital stående på ett konto inte gynnar företaget. Detta eftersom det blir en hög alternativkostnad för kapital. Det innebär att ett företag inte ska ha för mycket eget kapital men att de ska lyckas få tag i det om företaget hamnar i finansiell stress, vilket exempelvis kan vara avtal med kort uppsägningstid.

2.4 Analysmodell

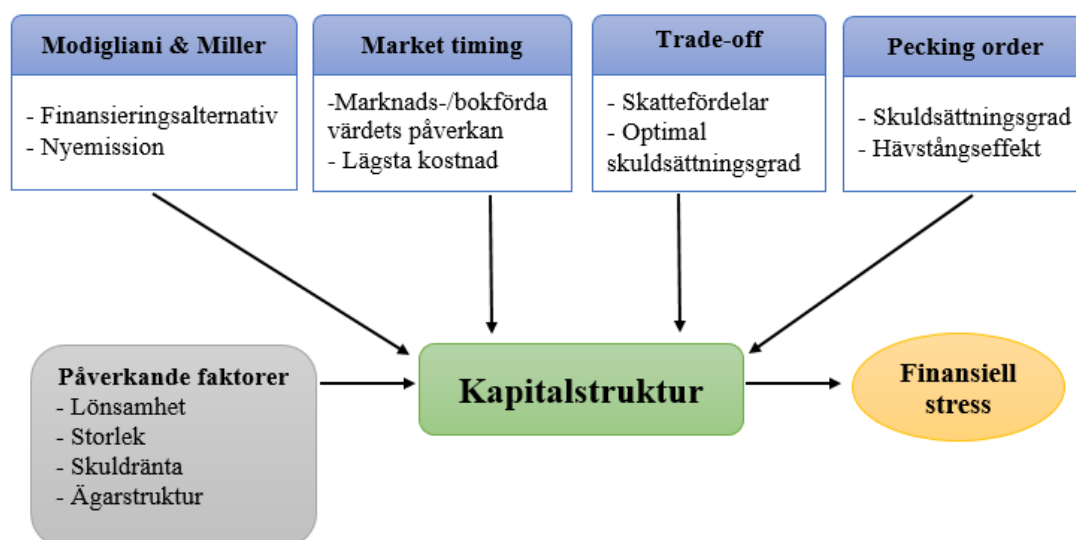


Fig. 3 Analysmodell

Vi har utarbetat en analysmodell till vår studie för att lättare kunna göra en sortering av vår empiri och teori. Modellen är uppbyggd på de delar som vi anser är mest centrala för vår uppsats vilket leder till hur fastighetsbolagen har valt att ha sin *kapitalstruktur*. De olika huvudrubrikerna har brutits ner och benämnt upp efter den operationalisering som vi gjort där vi har tagit ur begrepp från varje del som knyter an till teorin. Vi tycker däremot att det har varit svårt att dra hårda gränserna mellan de olika teorierna eftersom många av dem relaterar till varandra. Exempelvis bygger trade-off teorin på delar av de antaganden som Modigliani och Millers teori presenterar eller att flera av de olika teorierna om kapitalstruktur talar om den påverkande faktorns storlek.

Modigliani och Miller (1958) anser att marknadsvärdet på ett företag är samma oavsett skuldsättningsgrad. Detta vi är intresserad av att se om det även stämmer på fastighetsbolag

då det rör sig om företag med en hög skuldsättningsgrad. Vidare behandlar Modigliani och Miller (1958) även hävstångseffekt. Vi vill här studera i vilken form fastighetsbolagen använder sig av effekten genom att deras höga skuldsättningsgrad kan ge dem minskade skattekostnader. Teorin om en optimal skuldsättningsgrad grundar sig även den på skattefördelar. Den optimala skuldsättningsnivån uppnår företaget genom en trade-off, där företaget ska belåna sig till den grad där skattemässiga fördelarna balanseras med eventuella kostnader för finansiell stress (Brealey et. al., 2014). Vi kommer därför att resonera kring fastighetsbolagens skuldsättningsnivå för att se om företagsledningen arbetar mot en bestämd nivå för att kunna utnyttja skattefördelar.

Att fastighetsinvesteringar kräver mycket kapital gör att finansiering är av stor vikt. Hur fastighetsbolag väljer att finansiera sig samt vilket finansieringsalternativ som anses attraktivt och som de använder går att koppla till pecking order teorin som för resonemang kring vilket alternativ som är bäst (Myers, 1984). Myers (1984) argumenterar för att nyemission är det sämsta alternativet till finansiering vilket vi vill se om det överensstämmer med fastighetsbolagens syn på finansieringssättet. Market timing för fram ett antagande om att en företagsledning vid en investering kommer att välja att finansiera sig med det finansieringsalternativ som medför lägst kostnad (Baker & Wurgler, 2002). Vidare diskuterar Graham och Harvey (1999, 2001) att även företagets marknadsvärde/bokförda värde har betydelse för vilket finansieringsalternativ som en företagsledning kommer att välja när de ser till främmande kapital.

Då fastighetsbolagen vi studerar har olika förutsättningar är de påverkande faktorerna lönsamhet, storlek, skuldränta och ägarstruktur av stor vikt för att se skillnader och likheter mellan dem. Alla dessa faktorer påverkar hur ett företags kapitalstruktur är uppbyggd (Brealey et al., 2014; Harris & Raviv, 1991; Morri & Cristanziani, 2009). Vi vill studera hur stor betydelse samtliga har i förhållandet till att det är expansiva fastighetsbolag vi har valt att studera.

3. Metod

I metodkapitlet diskuterar vi de olika metodval som har gjorts under studiens gång för att uppfylla syftet med studien. I detta avsnitt presenteras följande metoddelar: forskningsansats, kvalitativ metod, datainsamling, operationalisering, val av företag och respondenter, empirisk studie samt validitet och reliabilitet.

3.1 Forskningsansats

För att koppla samman teori och empiri har vi valt att använda den abduktiva metoden som har drag från både den deduktiva- och induktiva metoden. Det möjliggör att vi kan arbeta med olika infallsvinklar vilket vi ser som en fördel då vi arbetar med kapitalstruktur då det är ett ämne som kan uppfattas känsligt. Det ses som ett induktivt angreppssätt att utgå från varje fall (Jacobsen, 2002) och vi har utgått enskilt från varje företag. När vi sedan har provat de olika teorierna på företagen blir det ett deduktivt förfarande (Jacobsen, 2002). Genom den abduktiva metoden får vi mer frihet samtidigt som det som vi antar utvecklas till att bli mer generellt gällande fastighetsbranschen jämfört med att arbeta enbart utifrån en av de andra metoderna. Det kritiska med den abduktiva metoden är, som med all forskning, risken att forskaren omedvetet påverkas av sitt tankesätt och utgår ifrån sina tidigare erfarenheter i processen (Patel & Davidson, 2003).

Den abduktiva metoden accepterar även att nya infallsvinklar uppstår under studiens gång (Alvesson, & Sköldberg, 1994). Till en början utgick vi från en frågeställning som handlade om finansiell stress för att sedan utveckla den till inriktning mot kapitalstruktur vilket då den abduktiva metoden möjliggjorde. Vi insåg att finansiell stress är ett svåråtkomligt ämne vilket medförde att vi istället reglerade huvudfokus till kapitalstruktur. Eftersom vi genomför en kvalitativ studie kommer vi att använda oss av induktiva metoder genom att vi ser på ämnet med ett nytt perspektiv samt att vi drar slutsatser från det vi observerat i verkligheten genom vår empiriska undersökning (Patel & Davidson, 2003).

3.2 Kvalitativ metod

Det finns två olika forskningsmetoder som kan användas vid utförandet av en studie, en kvalitativ metod eller en kvantitativ metod. Vi har valt att genomföra en studie med en kvalitativ forskningsansats då empiri från vår studie kommer resultera i en slutsats av ord och inte siffror. Vi anser därför att studien är mest lämpad att utföra efter en kvalitativ metod (Bryman & Bell 2011; Jacobsen, 2002). Valet av en kvalitativ ansats ligger även i att vi vill gå in på djupet och undersöka några få respondenter istället för att gå in på ytan hos ett större antal respondenter. En kvalitativ forskningsmetod går mer på djupet, är öppen för ny information samt mer mottaglig för de oväntade (Jacobsen, 2002). Enligt Jacobsen (2002) finns det kritik mot den kvalitativa metoden genom att den kan ge oss nyanserad data. Detta eftersom den teoretiska sekundärdata vi använt oss av i studien gör att vi går in i intervjuerna med utvald teori som kunskapsbas. Detta är något vi är medvetna om och det är inte självklart att alla respondenter har samma teoretiska förkunskap.

I vår teoretiska referensram handlar ett avsnitt om *finansiell stress*. Sett till vår problemformulering som fokuserar på företagsledningens resonemang kring företagets kapitalstruktur vill vi även föra resonemang kring om finansiell stress är något som företagsledningen har med i beaktning i arbetet med kapitalstruktur. Att vi vill undersöka företagsledningens resonemang kring finansiell stress motiverar även det vårt val av en kvalitativ metod. Begreppet finansiell stress är väldigt brett och måste sättas till den enskilda situationen, vilket gör begreppet svårt att operationalisera. Vidare lyfter Jacobsen (2002) fram

att en kvalitativ metod som utgångspunkt är att föredra när resultatet inte är generaliserbart. En annan anledning till att vi valt att använda oss av den kvalitativa metoden är för att den ger oss möjligheten att få mer utvecklade och fördjupade svar av våra respondenter vilket en kvantitativ studie med enkäter eller frågeformulär inte skulle ge oss möjligheten till (Backman, 2008).

3.3 Datainsamling

I vår studie kommer vi använda oss av både primär- och sekundärdata. Primärdata är data som kommer direkt ifrån källan och som samlas in av forskaren själv, vilket gör att personen själv har kontroll och är ansvarig över datainsamlingen (Jacobsen, 2002). I vår studie är intervjuerna vi kommer att genomföra med företagen primärdata då vi kommer få direkt information från källan utan att den går via en andra part. Intervjuerna kommer även vara kvalitativa då de kommer att genomföras med utvalda intervjupersoner från utvalda företag. Kvalitativa intervjuer förklarar Svensson, Starrin, Henriksson, Månsson, Renck och Dahlgren (1996) som en vägledd konversation där de tidigare svaren utvecklar de kommande frågorna. Det är därför den intervjumetod vi kommer att använda oss av då vi har förhoppningen att våra respondenter kommer utveckla svar som leder till fler följdfrågor.

Vi kommer även att använda oss av sekundärdata vilket Jacobsen (2002) förklarar är tidigare insamlat material från forskning vilket kan exempelvis vara böcker och vetenskapliga artiklar. I vårt fall finns det mycket tidigare forskning kring ämnet och att använda oss av den gör att vi kan nyttja oss av trovärdiga teorier och vetenskap som finns kring kapitalstruktur. Jacobsen (2002) diskuterar däremot att det även finns problem kring sekundärdata då författare kan ha lagt ner sina personliga åsikter i den insamlade data vilket gör att den inte är helt objektiv. Ur den aspekten är det viktigt att vi som författare till vår studie urskiljer och sammanfattar sekundärdata från olika författare samt ifrågasätter den för att kunna ta en objektiv ställning i ämnet.

Vi har använt oss av sekundärdata i form av böcker, vetenskapliga artiklar och företagsidor. Litteraturen är funnen vid Högskolebiblioteket i Halmstad. Vi har även använt oss av Högskolebibliotekets databas ”Summon” för att hitta vetenskapliga artiklar. För att hitta ett brett utbud av artiklar använde vi oss av flera olika engelska sökord för att få data från flera olika håll. Sökorden vi använt oss av är: *capital structure factors*, *capital structure and financial distress*, *debt ratio*, *capital structure theories* samt *cost of financial distress*. Teorierna vi har använt oss av är kopplad till grundläggande information om kapitalstruktur och hur den påverkas samt finansiell stress för att kunna få en grundläggande kunskap i ämnet samt annan relevant teori som förklarar företagsledningens resonemang kring kapitalstrukturen.

3.4 Operationalisering

För att ett begrepp ska kunna mätas måste det genomgå en process som kallas operationalisering. Utgångspunkten är oftast att en immateriell teoretisk förklaring ska kunna förgrena sig samt delas upp i flera olika dimensioner. Dimensionerna bör förgrenas till den grad att begreppet blir materiellt och greppbart (Jacobsen, 2002). I vår studie har teorin om *påverkande faktorer*, *kapitalstruktur*, *teorier om kapitalstruktur* samt *finansiell stress* brutits ner och omvandlats till frågor som används för att kunna besvara vår uppsatta problemformulering samt syfte. Detta hoppas vi leder till att vi kan säkerställa att vi får in den information vi behöver för att kunna besvara problemformuleringen.

De frågor som vi tagit fram med hjälp av operationaliseringsprocessen samt med hjälp av vår analysmodell har vi sammanställt i en operationaliseringsguide, se bilaga 1. Med vår operationaliseringsguide vill vi visa på hur vi har gjort för att ta fram våra intervjufrågor genom vårt teorikapitel. Guiden är uppdelad i fyra olika kolumner. Ur den första kolumnen går det att utläsa vilket som är huvudteorin till frågan, i kolumn nummer två går det att förstå vad frågan syftar till, ur tredje kolumnen hänvisar vi till referenser och i den fjärde kolumnen går det att utläsa själva frågan. Vi började med några inledande frågor där respondenten får presentera sig själv och företaget. Frågorna är till för att mjuka upp respondenterna samt för att intervjuerna ska få en så naturlig start som möjligt.

Vid utformningen av operationaliseringsguiden är vi medvetna om att några av de empiriska frågorna är väldigt raka och konkreta vilket för läsaren kan upplevas som ledande. Detta är något vi tar med oss vidare i studien och som vi vet påverkar validiteten för studiens resultat. Exempel på frågor som kan uppfattas som ledande är: "Vi har i skolan läst om något som heter hävstångseffekten, hur resonerar ni kring den?", "Idag är räntan väldigt låg, vilket gör att de skattemässiga fördelarna inte får samma effekt. För ni ändå resonemang kring avvägningen mellan skattefördelar och de kostnader som en högre skuldsättningsgrad medför", "Vi har i skolan även läst om fenomenet finansiell stress, är det något ni funderar kring?" och "Vi har läst om en relativt ny teori som heter market timing, är de något ni resonerat kring vid finansieringsbeslut?". Att vi har valt att formulera frågorna något ledande beror på att vi ansåg att det var ett lämpligt sätt för att kunna få ett konkret resonemang men ändå ge respondenten möjligheten att tala fritt. Sedan har vi kompletterat studien med en enskild intervjuguide, se bilaga 2, där vi enbart presenterar intervjufrågorna i sin enkelhet.

3.5 Val av företag och respondenter

I vår studie har vi valt att fokusera på några expansiva fastighetsbolag. Främsta anledningen att vi valde just fastighetsbolag är för att det är en bransch vi är väldigt intresserade av och ser oss själva arbeta inom i framtiden. Att vi har valt att inrikta oss mot expansiva företag beror på att vi tror att företagen befinner sig i en intressant fas där företagen genomgår stora investeringar, men även för att vi tror att expansiva företag kan ge oss mer stöd empiriskt. Att expansiva fastighetsbolag kan ge oss ett bättre empiriskt resultat anser vi beror på att expansiva företag som genomför många investeringar behöver arbeta mer med sin kapitalstruktur för att just kunna genomföra investeringar. Detta är alltså ett val vi gjort för att vi tror att de ger oss en bättre möjlighet att besvara vår problemformulering på bästa sätt. Vi ville även att företagen skulle skilja sig åt sett till faktorer så som ägarstruktur, lönsamhet samt storlek eftersom vi ville se vilken påverkan dessa faktorer har på kapitalstrukturen. De krav vi hade vid urvalet av företag var att det skulle vara ett fastighetsbolag, de ska vara expansiva samt att de ska skilja sig åt sett till storlek, ägarstruktur och lönsamhet.

Under processen gång fick vi göra två olika urval. Som utgångspunkt vid första urvalet var att företagen skulle finnas inom ett rimligt avstånd för att kunna genomföra en besöksintervju. Då sådana minskar felkällor men även för att viss ämnen är känsligare och svårare att diskutera om intervjun inte sker fysiskt på plats (Jacobsen, 2002). Efter det urvalet fick vi fram fastighetsbolagen Wihlborgs och ett företag vi valt att kalla företag X eftersom företaget och respondenten har valt att vara anonyma. Dock fick vi ett nej från flera av företagen vi hörde av oss till, detta främst på grund av att de inte hade tid eller för att de redan medverkade i flera andra studier. Efter den första urvalsprocessen fick vi gå ifrån kriteriet om att kunna besöka företagen på plats och vi kontaktade då flertalet företag och frågade ifall de kunde ställa upp på en längre telefonintervju. Detta urval gjorde att vi fick kontakt med fastighetsbolaget Klöver.

För att vi på bästa sätt skulle kunna besvara vår uppsatta problemformulering var det viktigt att vi valde respondenter som hade rätt kunskap och som är relevant för studien men även respondenter som hör till företagets företagsledning eftersom vår problemformulering fokuserar på *företagsledningens* resonemang. I vår studie handlar det om personer som är med och tar viktiga finansiella beslut som påverkar kapitalstrukturen, exempelvis personer med VD-post och finanschefer. På Wihlborgs fick vi möjligheten att intervjua deras ekonomi- och finanschef, på Klöver genomfördes intervjun med företagets COO och på företag X med vice VD.

3.6 Empirisk studie

Det empiriska materialet har vi samlat in genom tre stycken djupintervjuer. Till en början hade vi tänkt genomföra fler intervjuer men efter tre intervjuer upplevde vi att vi hade fått bra respons samt att svaren från de tre respondenterna hade tillräckligt stor variation. Detta då vi fått svar från tre vitt skilda företagsstrukturer som gav oss den information som vi behövde för att få insikt i hur fastighetsbolag resonerar kring kapitalstrukturer. Vi hade tidigt i urvalsprocessen, vid val av företag kriteriet att vi ville genomföra alla intervjuer på plats. Dock hade vi i slutändan bara möjlighet att genomföra intervjun med Wihlborgs på plats. Detta eftersom företag X sedan bad om att få genomföra intervjun per telefon, precis som intervjun med Klöver gjordes. Efter att samtliga intervjuer hade genomförts kunde vi se vissa fördelar i den intervjun som genomfördes på plats. Vi tyckte det var lättare att få en avslappnad stämning mellan oss och intervjupersonen som vi tror resulterade i att personen kände att han kunde tala mer fritt till oss. Denna känsla fick vi inte med samtliga intervjuer när vi genomförde telefonintervjuerna. I intervjun med företag X kändes respondenten mer återhållsam med information, vilket kan förklaras av att känsliga frågor ibland kan upplevas svårare att diskutera när intervjun sker per telefon (Jacobsen, 2002). I motsats till det Jacobsen (2002) beskrev upplevde vi inte alls denna problematik vid telefonintervjun med Klöver. I efterhand tyckte vi att det var den intervjun som gav oss mest empiriskt material och respondenten på företaget var den person som upplevdes minst återhållsam med information. Respondenten upplevdes inte ha något problem att prata fritt kring ämnet och frågorna. Följaktligen är en fördel med telefonintervjuerna att risken för att påverka respondenten minskar (Jacobsen, 2002).

Samtliga tre intervjuer genomfördes den 29 mars 2016. Två på telefon med företag X och Klöver och en på plats på Wihlborgs huvudkontor i Malmö. Alla intervjuer kändes glada och samarbetsvilliga. Vidare hade vi låtit intervjuerna bestämma tiden för intervjun för att de inte skulle känna sig stressade och kunna planera en bra tid för intervjun. Samtliga intervjuer varade omkring 45 minuter upp mot en timme vilket gav oss möjlighet för en öppen intervju. Tiden var tillräcklig för att besvara de frågor vi hade samt prata fritt omkring de ställda frågorna. Detta utan att intervjun blev för utdragen och intervjupersonen tappade intresse, följaktligen är denna aspekt med tid något Jacobsen (2002) förespråkar. Samtliga intervjuer som genomfördes spelades in. Vi var vid varje intervjutillfälle väldigt noga med att fråga respondenterna om det var något de ville ställa upp på.

När en studie genomförs finns det etiska regler att förhålla sig till. De etiska reglerna rör de personer som är direkt kopplade till studien, reglerna rör konfidentialitet, frivillighet och integritet (Bryman & Bell, 2011). Regeln om integritet har vi förhållit oss till genom att vi låtit respondenterna vara anonyma och att de getts rätten att medverka under andra namn. Detta var något som ett av företagen valde att göra, företaget X. I de två andra fallen fick vi referera både till företagsnamnet och intervjupersonens namn. De här

förhållningsreglerna kring integritet tror vi kan medföra att minska känsligheten kring ämnenas skuldsättningsgrad, finansiell stress och annan finansiell information. Gällande konfidentialitet har vi förhållit oss till det genom att informationen vi erhållit enbart kommer användas till den här studien. Följaktligen har vi också varit noga med att lagra informationen på ett sådant vis att den inte går att nå av utomstående, vilket Bryman och Bell (2011) betonar är viktigt. Vi har även informerat de tillfrågade respondenterna om att det är frivilligt för dem att ställa upp samt att de har möjligheten att avbryta sitt deltagande. Studiens syfte klargjorts för respondenterna vilket är viktigt för att respondenternas inte ska vilseledas under studiens gång samt för att känna att studien är av betydelse (Bryman & Bell, 2011).

3.7 Validitet och reliabilitet

Jacobsen (2002) anser att insamlad empiri bör uppfylla två krav. Det första kravet är att empirin måste vara giltig, valid samt relevant. Det innebär att vi faktiskt mäter det vi önskar mäta, att det uppfattas som relevant samt att det vi mäter hos några få även skulle kunna vara gällande i det större sammanhanget. Det andra kravet är att empirin måste vara tillförlitlig och trovärdig vilket kallas reliabel. Det betyder att undersökningen måste gå att lita på genom att undersökningen är genomförd på ett trovärdigt sätt (Jacobsen, 2002).

Genom att studien enbart genomförts på tre fastighetsbolag medför det att studiens reliabilitet blir lägre. När studien genomförts på få respondenter är det inte möjligt att generalisera i samma utsträckning som annars hade gått ifall antalet respondenter hade varit flera. Att vi i studien även resonerar kring begreppet finansiell stress medför även det att generaliseringen blir svårare eftersom begreppet i sig i svårt att generalisera. Just generalisering är viktig för att kunna tala om i hur hög utsträckning studiens resultat även gäller på andra företag som inte medverkat i studien (Jacobsen, 2002). Vidare har vi i metodkapitlet noga och tydligt beskrivit hur vi gått tillväga för att genomföra studien vilket gör det möjligt för någon annan att genomföra studien igen. Detta medför att studiens reliabilitet ökar.

Vad som talar för att studien har en god validitet är att de teorier och annan forskning som studien baseras på är hämtade från forskning som publicerades i välkända vetenskapliga tidskrifter eller från världskända författare inom området.

4. Empiri/Datainsamling

4.1 Bakgrund Wihlborgs

Wihlborgs Fastigheter AB är ett publikt aktiebolag som äger, förvaltar och utvecklar kommersiella fastigheter. Företaget har valt att fokusera sitt ägande kring Öresundsregionen, där de har fastigheter i de större städerna Malmö, Lund, Helsingborg och Köpenhamn. Detta kallar företaget att de arbetar med ett koncentrerat fastighetsbestånd. Det totala värdet på fastighetsbeståndet på de totalt 276 fastigheterna uppgår till ett värde på 13 miljarder kronor, där kontor står för ca 80 procent av fastighetsbeståndets värde och de resterande 20 procenten står industribyggnader för. Wihlborgs Fastigheter AB arbetar med ett långsiktigt ägande av fastigheterna, vilket för dem även betyder att de står för förvaltningen av alla byggnader.

Under åren 2004-2005 genomgick företaget en stor omorganisering vad gäller bolagsformen. Företaget hade tidigare även fastigheter i Stockholm, men valde att skilja på dem två olika bestånden och sätta dem i två enskilda bolag. Stockholmsbeståndet går nu under företagsnamnet Fabege AB och Öresundsregionsbeståndet hamnade under Wihlborgs Fastigheter AB.

Personen som intervjuades från Wihlborgs fastigheter heter Arvid Liepe och han arbetar som CFO och är ekonomi- och finanschef på företaget. Liepe har arbetat på företaget sedan år 2012 och har i grunden en civilekonomexamen.

4.1.1 Kapitalstruktur

Liepe talar om att företaget har satt upp ett par riktlinjer och begränsningar till hur de som företag ska förhålla sig till främmande och eget kapital. Grunden till de uppsatta förhållningsreglerna är att företaget ska ha en sund kapitalstruktur men ändå skapa goda förutsättningar för att företagets ska kunna växa. Vidare talar Liepe om att de inte förhåller sig till någon särskild skuldsättningsgrad utan att Wihlborgs Fastigheter AB istället fokusera mycket på företagets belåningsgrad. Kopplat till de begränsningar och förhållningsregler som företaget arbetar efter har de satt upp ett mål om att belåningsgraden ska ligga på 60 procent. De vill ha en soliditet på 30 procent och även en räntetäckningsgrad på två gånger. Liepe påtalar vidare att det viktigaste är att hitta en sund balans mellan att ha en finansiell stabilitet och ändå ha möjlighet att växa som företag.

Wihlborgs ser till belåningsgraden istället för att se till företagets skuldsättningsgrad. Historiskt sett har både belåningsgraden och övriga finansiella nyckeltal alltid haft samma riktning sedan bolaget fick sin nuvarande form och Liepe tror inte att den över tid kommer att ändras något nämnvärt. Utöver belåningsgraden väljer Wihlborgs fastigheter AB även att fokusera på företagets förvaltningsresultat och driftnetton. Genom att arbeta med förvaltningsresultat och driftnetto påtalar Liepe att företaget på ett bättre sätt kan se sin motståndskraft och att de får bättre verktyg för att behålla en stark position på marknaden. Detta genom att de sätter driftnettot i relation till räntan och jämför scenarion för att se vilken ränta de skulle klara av att betala.

När Liepe och företagsledningen för resonemang kring hur Wihlborgs kapitalstruktur ska se ut fokuserar de först och främst på att soliditeten ska vara 30 procent, vilket bestämmer sammansättningen på det egna kapitalet. Vidare görs det en avvägning mellan hur stor del av det främmande kapitalet som ska finansieras med banklån eller med medel från kapitalmarknaden. Fördelning mellan de två finansieringsalternativen brukar hamna kring att banklån står för 80 procent av den totala skulden och de resterande 20 procenten står kapitalmarknaden för. Wihlborgs har en viss sammansättning av kapitalstrukturen som Liepe

uttrycker är optimal just för det egna företaget. Han förklarar igen att i grunden handlar det om att dem vill sträva efter dem uppsatta nyckeltalen med en belåningsgrad på 60 procent, en soliditet på 30 procent och så vidare. Vidare påtalar Liepe att det inte finns någon övergripande optimal sammansättning som funkar för alla företag. Mycket handlar om vilka olika förutsättningar företagen har. Han förklarar att när det gäller fastighetsbolag handlar mycket om hur orterna ser ut där fastighetsbolagen har sina bestånd. Wihlborgs ser till frågor som: hur kvalitén är på fastigheterna, hur tillväxten är samt om det finns fluktuationer i hyrorna? Liepe berättar att dessa olika faktorer bär de med sig vid val av finansieringsalternativen och den valda finansiella risknivån.

Liepe berättar att Wihlborgs gör skillnad på hur företagets finansiering ser ut beroende på om det gäller en investering i nybyggnation eller en befintlig fastighet. Vid ett fastighetsförvärf finansierar de sig med både eget och främmande kapital medan de vid nybyggnation väljer att finansiera sig på enbart egna medel. Liepe berättar att anledningen till att Wihlborgs vid nybyggnation väljer egna medel som finansieringsmedel är en kostnadsfråga. Wihlborgs väljer då att belåna redan befintliga fastigheter, Liepe berättar att de då går ifrån målet med en belåningsgrad på 60 procent och en fastighet kan då belånas till ca 70-80 procent istället. Wihlborgs har även möjligheten att få fram eget kapital genom att emittera icke säkerställda obligationer.

När det gäller Wihlborgs avkastningskrav berättar Liepe att de vill att avkastningen ska överstiga Riksbankens riskfria ränta plus sex procent. Liepe berättar vidare att det är ett nyckeltal som de anser är svårt att använda på grund av derivat och indrivning. Återigen talar Liepe om att Wihlborgs istället fokuserar på förvaltningsresultatet som de anser säger mer om företagets välmående.

Sett till om skuldsättningsgraden har någon påverkan på företagets marknadsvärde förklarar Liepe att skuldsättningsgraden går hand i hand med företagets tillväxt. Detta genom att en högre skuldsättningsgrad medför att företaget kan växa och öka värde. Liepe berättar att detta är ett resonemang som förs genom aktieägarna. Sett till om marknadsvärdet/bokförda värdet har någon påverkan på vilket sorts kapital de väljer som finansieringskälla berättar Liepe att det har det. Detta eftersom att företagets marknadsvärde/bokförda värde måste uppgå till ett visst värde och storlek för att företaget ska få tillgång till obligationsmarknaden. Liepe förklarar att det underlättar för företaget att de är noterade på börsen. Sett till om fastigheternas värde får någon påverkan berättar Liepe att marknadsvärdet får en stor betydelse för hur mycket företaget får låna från bankerna.

När vi diskuterar kring hävstångseffekten talar Liepe om att det är något de hela tiden har med i åtanke vid olika finansieringsbeslut. Wihlborgs arbetar med den genom satt upp att de vill ha en belåningsgrad på 60 procent. Liepe talar igen om att det är viktigt att göra en avvägning mellan att ge företaget tillväxtmöjligheter och att utsätta sig för finansiell risk. Vidare förklarar han att den låga räntan idag medför en väldigt liten effekt samt att fastighetsbolag i sig redan betalar en liten inkomstskatt på grund av de investeringar de gör. Liepe förklarar att Wihlborgs hade fört mer resonemang kring hävstången om dess effekt varit större.

När Wihlborgs ska välja finansieringsalternativ vid investeringar väljer de att se till hela låneportföljen så att den får en bra balans. På det sättet berättar Liepe att de inte finns något finansieringsalternativ de föredrar framför något annat. Det handlar istället om hela låneportföljens löptider och så vidare ska balansera. När de gäller market timing teorin berättar Liepe att de resonerar kring teorin genom Wihlborgs finansiella riskhantering. Han

förklarar att det för dem är viktigt att fokusera på likviditetsrisken. Detta hanterar företaget genom att vårda sina relationer till banker och andra finansiärer väl. Sett till att de har relationerna i kontroll väljer sedan Wihlborgs det finansieringsalternativ som medför lägst kostnad. När det gäller nyemissioner är det inget som Wihlborgs använder sig av längre sedan dem fick sin nuvarande bolagsform. Liepe berättar att företaget använde sig av det tidigare när Wihlborgs köpte upp andra företag samt hade fusioner.

4.1.2 Påverkande faktorer

Sett till ett företags lönsamhet berättar Liepe att lönsamhet påverkar hur kapitalstrukturen ser ut och den valda skuldsättningsgraden. Företag som har en bra lönsamhet klarar av en högre skuldsättningsgrad än vad ett mindre lönsamt företag gör. Liepe berättar att mindre lönsamma företag är mer försiktiga med skuldsättningsgraden och för mer resonemang kring den valda nivån vilket påverkar kapitalstrukturen. Liepe berättar att han inte tror att storleken har någon betydelse för hur företagets kapitalstruktur ser ut. Detta gäller om det talar om en rimlig storleksförändring som varken hade varit. Vidare berättar han det är klart att den har en påverkan för ett företag med tre anställda och omsätter några hundra tusen och om man ser till Wihlborgs som omsätter miljoner kronor. Detta eftersom Liepe berättar att större företag får bättre förutsättningar vid förhandlingar om banklån och andra förhandlingar.

När Liepe berättar om skuldräntans påverkan på kapitalstrukturen och skuldsättningsgrad tror han inte att nivån på dagens ränta medför att Wihlborgs idag föredrar mer främmande kapital som finansieringsalternativ. En låg skuldränta, berättar han, förbättrar det förvaltningsresultatet, vidare medför det även att fastighetsvärdena går upp. Liepe berättar även att han tror att dagens låga ränta istället för bidra till en ökad skuldsättningsgrad bidrar till en ökad försiktighet vid val av skuldnivån. Dagens situation kommer någon gång förändras och räntan kommer att gå upp. Företagets ägarstruktur tror Liepe inte heller har någon vidare påverkan på Wihlborgs kapitalstruktur. Idag är Wihlborgs börsnoterade och företagets största aktieinnehavare är Erik Paulsson som äger 10,1 procent av företagets aktier. Inget av de två nämnda förutsättningarna tror Liepe har någon påverkan på hur företagets kapitalstruktur ser ut.

4.1.3 Finansiell stress

Den finansiella stressen var väldigt påtaglig i Sverige under finanskrisen kring år 2008-2009, följaktligen aldrig så påtaglig att Wihlborgs stod utan kapital. Liepe berättar att det viktigaste för företaget är att föra resonemang kring just likviditetsrisken. Likviditetsrisken arbetar Wihlborgs med genom att arbeta med olika räntescenarion och den ränterisk som företaget påverkas av. Företagsledningen och Liepe skapar scenarion kring olika kassaflöden och resultat för att kunna se vilken uppgång i räntan företaget skulle kunna klara av. Liepe talar om det är de här resonemangen används som utgångspunkt när företaget sätter upp nivån på företagets nyckeltal. Liepe uttrycker att risken för finansiell stress är lägre i fastighetsbranschen eftersom det är en trögrörlig marknad samtidigt som företagen sitter på stora tillgångar. Fastighetsmarknaden är även utmärkande genom att kunderna betalar i förskott vilket minskar risken för företaget att stå utan likvida medel. Liepe påtalar att den viktigaste åtgärden för företaget är att de är observanta på företagets likvida medel. Detta för att Wihlborgs inte vill stå utan betalningsmedel.

4.2 Bakgrund Klöver

Klövern är ett av de större börsnoterade fastighetsbolagen i Sverige och de har ett fastighetsbestånd på 400 fastigheter med ett värde på 35 miljarder. I Stockholm äger och förvaltar bolaget 40 procent av beståndet av kommersiella lokaler. Klöver finns över landet och är aktiva på de större regionsorterna. Företagets lokala förankring säger de själva är avgörande för goda relationer till kunden. Därför är deras organisation inte centrerad utan de har lokala kontor på de orter de verkar på samtidigt som huvudkontoret ligger i Stockholm. Deras främsta fokus ligger på kontorslokaler men Klöver erbjuder även lokaler anpassade till utbildning, vård samt detaljhandel.

Klöverns målsättning är att vara en stor fastighetsägare och för att fortsätta att växa vill de öka sitt fastighetsbestånd. För att lyckas med det ska Klöver leva upp i ännu högre grad till hyresgästernas önskemål. Det ska ske med finansiell noggrannhet och balans. Vår intervjuperson från Klöver är Jakob Mörndal som arbetar som COO, operativ chef närmst företagets VD. Han har arbetat på Klöver sedan 2013 och har en utbildning som civilekonom.

4.2.1 Kapitalstruktur

Mörndal talar om att för Klöver är det viktigt att de har balans i delarna av eget och främmande kapital. Basen ska vara eget kapital på 40 procent för att sedan kunna låna så mycket pengar som möjligt. Sett till främmande kapital vill Klöver ha så mycket som möjligt i vanliga banklån eftersom det är det billigaste finansieringsalternativet. Sett till fastighetens värde består ca 60-65 procent av finansieringen av banklån, tio procent obligationslån och resterande del av värdet finansieras med eget kapital. Mörndal berättar att vid finansiering väljer Klöver att låna ca 70 procent och då gärna så mycket det går som banklån eftersom det är det mest förmånliga finansieringsalternativet. Det Klöver inte lånar som banklån är annars obligationslån. Mörndal berättar vidare att företaget inte arbetar utifrån skuldsättningsgrad utan de för istället resonemang om belåningsgrad och där deras mål är att graden ska vara omkring 60 procent.

Klövern arbetar idag med en hög finansiell risk vilket är en följd av att bolaget har en hög belåningsgrad. Klöverns kapitalstruktur har växt fram över tid och under förändring till den sammansättning de har idag berättar Mörndal. I dagslägen är hälften av bolagets aktier stamaktier och andra hälften är preferensaktier som i sin tur medför högre finansiell risk. Klöver fick möjlighet att ge ut mycket preferensaktier under år 2014 då det fanns många intressenter på dessa. Bolaget har i nuläget 20 miljarder i skulder och tre miljarderna av dem är i obligationer. Sett till om kapitalstrukturen ska ha någon specifik sammansättning ser Klöver till vad som är billigt i nuläget. Investerar vill i nuläget gärna investera i korta räntefonder med kort löptid vilket medför att obligationsmarknaden för tillfället går lite trögt och bolaget ser till andra alternativ.

Mörndal berättar vidare att Klöverns avkastningskrav är satt till nio procent plus riksbankens långsiktiga referensränta. Av detta mål når kassaflödena upp till fem till sex procentenheter och resterande når bolaget genom att justera värdeökningarna i fastigheterna. Mörndal påtalar att företagets skuldsättningsgrad påverkar företagets marknadsvärde. Klöver är ett företag med lite högre finansiell risk än sina konkurrenter vilket är följd av sin skuldsättningsgrad. Ett företag med hög finansiell risk är lite mindre värt än ett företag med lägre risk. Klöver hamnar därför under sina konkurrenter sett till bolagets värde. Aktievärdet är även det lite lägre men aktieägarna tjänar istället lite mer i form av högre avkastning.

Klövern arbetar mycket med sina skulder och ser därför till hävstångseffekten berättar Mörndal. Detta är ett resonemang Mörndal för argument för att alla fastighetsbolag arbetar med. Går de in med 100 procent eget kapital vid en investering jämfört med 40 procent blir effekterna av en skattesköld stora. Mörndal talar för att fastigheterna i sig är enkla att hantera och istället ligger arbetet i att hantera skulderna. Gällande en optimal skuldsättningsnivå resonerar Mörndal kring att det finns en sådan, men vad som anses som optimal beror på vad företaget vill uppnå. Det är viktigt att ha en blandning i kapitalstrukturen och i botten ska det finnas ett billigt banklån som ska vara den största delen. Efter det fyller Klövern på med eget kapital, obligationslån osv.

I och med dagens låga ränta anser Mörndal att de skattemässiga fördelarna är sekundär i avvägningen mellan skattefördelar och en högre skuldsättningsgrad. Klövern vill istället få tag i så mycket pengar som möjliggör att de kan expandera som bolag. Därför har det ingen påverkan, utan Klövern hade lånat lika mycket pengar även om räntan varit hög. Mörndal förklarar däremot att Klöverns mål är att inte behöva skatta på vinsten vilket gör att de köper bolag med underskott. Dessa bolag kan Klövern sedan kvitta vinsterna mot för att undvika vinstskatt de annars hade behövt betala om överskottet legat kvar i bolaget.

Vilket av finansieringsalternativ Klövern föredrar att använda beror på vilken typ av investering de ska göra. Vid fastighetsförvärv använder de kapitalet banken lånar ut och sedan fyller bolaget ut resterande del själva. Banken för då fram sin åsikt kring förvärvet och dess värde. Gällande projekt, bygga om, till eller nytt, förklarar Mörndal att när kostnaden är 50 miljoner eller mer då får Klövern kreditiv från banken på ca 70 procent av kostnaden. De själva tillsätter pengar efter hand i projektet.

Klövern har använt sig av nyemission vid två olika sammanhang. Det första var 2012 när Klövern köpte upp börskollegan Dagon och därmed gav ut preferensaktier vilket var en emission som gick till de tidigare ägarna. 2014 var det andra tillfället där Klövern behövde likvida medel och gav ut preferensaktier till marknaden på ett värde av två miljarder. Detta lockade investerare utanför Sverige, bland annat Japan. Preferensaktier uttrycker Mörndal är ett attraktivt alternativ som idag har en avkastning på sju till sju och en halv procent.

4.2.2 Påverkande faktorer

Klövern vill nå avkastningen och stundtals hamna över den vilket det som bolaget fokuserar kring. Indirekt påverkar det lönsamheten och därmed även skuldsättningen. Fastighetsbranschen tar lång tid att förändra med ett genomsnitt på 3,6 år att gå igenom. Även vid en finanskris flyttar ingen och det är allmänt svårt att göra justeringar. Därför bedömer Mörndal att en avkastning på nio procent är en rimlig nivå. Gällande om Mörndal tror att Klöverns kapitalstruktur påverkas av dess storlek förklarar han att det gör det. Det är ett stort företag vilket därmed gör det mer allmänt känt i och med att Klövern finns med på stora börslistan blir de erkända inom branschen. Mörndal förklarar att det öppnar dörrar för andra investerare vilket gör att marknadsföring och liknande åtgärder numera är av stor vikt. Att bolaget är stort gör även att det har ett index som utomstående kan följa. Klövern är däremot inte tillräckligt stort för att låna från andra aktörer förklarar Mörndal. Hade de varit dubbelt så stora hade de vänt sig till euromarknaden istället där det finns mycket mer möjligheter.

Enligt Mörndal påverkar den låga räntan Klöverns skuldsättningsgrad genom att de hellre väljer främmande kapital för eget kapital. Det finns mycket pengar i ekonomin som ska placeras samtidigt som fastighetspriserna ökar vid en låg ränta. Mörndal anser att Klöverns ägarstruktur påverkar kapitalstrukturen. Rutger, som är VD, äger privat tio procent av aktierna

i bolaget och genom hans andra börsbolag äger han 20 procent vilket gör att han har 30 procent av de totala aktierna. Familjen Svensson i Västerås äger 15 procent vilket gör att deras och Rutgers totala mängd uppgår till 45 procent. Därmed är det dem tillsammans som kontrollerar Klöver. Mörndal menar att övriga aktieägare vill tjäna pengar och är inga stora aktörer. En ägare som är villig att ta risk får en högre riskpremie vilket Klöver har.

Klöven använder sig utöver det billigaste finansieringsalternativet av andra finansieringskällor vilket har gjort att bolaget har vänt sig till certifikatmarknaden. Då är det tre till sex månader till förfall vilket gör det till ett billigare och mer flexibelt alternativ än obligationsmarknaden. För obligationspengar tar processen tre till fem år vilket gör det mindre anpassbart än certifikatmarknaden. Enligt Mörndal är banken fortfarande den mest attraktiv då det är billigast att låna pengar av dem. Mörndal berättar vidare att företaget måste vara medvetna om risken för finansiell stress som kan uppstå om de skulle få problem med betalningarna, vilket de även har med i beaktning vid finansiering.

Enligt Mörndal har marknadsvärdet/bokförda värdet en påverkan genom vilket kapital Klöver väljer. Banken behöver alltid en extern värdering av fastigheten när fastighetsbolag ansöker om ett lån och banken förlitar sig på och tittar på detta vilket gör att det bokförda värdet ska stämma överens med det verkliga värdet. Fastighetsbolagen kan därmed själva dra upp värdet genom det bokförda värdet. Enligt Mörndal vill fastighetsbolag som har samma förutsättningar som Klöver gällande att låna 60 procent av banken. Detta eftersom att alla fastighetsbolag enligt Mörndal vill låna så mycket som möjligt.

4.2.3 Finansiell stress

När det gäller finansiell stress diskuterar Mörndal utifrån att det gäller att hålla sig på tå och alltid tänka ”borde vi göra annorlunda?”. Om fastighetsmarknaden fryser till ordentligt gör det att bopriserna faller vilket även kan leda till att bankerna inte vill låna ut till kommersiella sidan heller. Om exempelvis en miljard förfaller varje år, i form av outhyrda lokaler, hade Klöver resonerat kring de olika alternativ de haft. De alternativen hade exempelvis varit om Klöver ska sälja eller låna upp pengarna etc. Då bankerna har sju av tio kr hos Klöver menar Mörndal att de högst troligt hjälpt till med villkorsändringar m.m. samtidigt som bankerna inte vill ha tillbaka fastigheterna. Däremot hade investeringsprojekt bromsat. Fastighetsbranschen har en tröghet på ett och ett halvt år samtidigt som det finns en kapitalbindning på tre år med bankerna.

4.3. Bakgrund Företag X

Företag X är ett helägt familjeföretag som bildades i slutet av 1990-talet med sina rötter i Ängelholm och på Bjärehalvön. Företagets verksamhet grundar sig i att äga, förvalta och utveckla fastigheter i dessa områden. Totalt är verksamheten indelad i sex olika affärsområden och alla grundar sig i fastigheter och utvecklingsprojekt. Företag X ambition är tillika att vara en långsiktigt partner i projekt som skapar tillväxt samt glädje för många människor.

Person Z vi har intervjuat på företag X arbetar som COO samt vice VD. Hen har tidigare arbetat som ekonomichef fram tills hösten 2015 och har totalt arbetat på företaget sedan år 1999. Han är utbildad civilekonom.

4.3.1 Kapitalstruktur

Gällande eget och främmande kapital hos företag X ser de mycket till främmande kapital när det rör fastighetssidan. Vid investeringar i bostäder använder företaget sig av mer främmande kapital jämfört med när de investerar i hotell och industrier då de använder sig av en större andel eget kapital. Företag X vill finansiera sig med omkring 60 procent främmande kapital och 40 procent eget kapital. Eftersom företaget vill se till ett långsiktigt ägande vill de på lång sikt få ner den främmande andelen till 30 procent över tid. Företag X ser fastigheter i området de verkar i som en säker och stabil tillgång och är de duktiga på det dem gör kommer de inte utsättas för några vakanser. Det är därför ingen risk i fastighetsinvesteringar vilket gör att de tar in mer främmande kapital i fastigheterna.

Företag X tittar inte mycket på skuldsättningsgraden utan soliditeten hamnar i fokus. De har på koncernnivå en väldigt hög soliditet. Det göra att företagets skuldsättningsgrad är låg vilket även leder till en låg finansiell risk. Soliditeten har dock förändrats under tid och kommer göra det i framtiden när företag X expanderar. Större affärer medför att balansomslutningen ökar och det gör att företaget belånar sig mer och därmed sjunker även soliditeten. Företag X resonerar även att det är den underliggande tillgången som styr hur kapitalstrukturen ser ut vilket därmed gör att det förändras beroende på vilken typ av investering de gör.

När det gäller finansiering av nya fastigheter eller nybyggnation förklarar person Z att det finns underliggande avtal till storbankerna som styr detta. Vid nybyggnation vill företaget låna så mycket som möjligt och delar upp lånet efter vilket skede investeringen är i då det finns ett utförandeskede och sedan ett slutskede. Detta är kopplat till vilken typ av fastighet det gäller då företag X följer den kodning som skatteverket satt upp, en kodning för att en fastighet ska ha rätt pris och förvaltning.

Gällande avkastningskravet är det inte publikt på grund av ägarfamiljen. Person Z förklarar däremot att ägarfamiljen är en entreprenörsfamilj där de vill utveckla och sätta igång nya projekt. Dock är soliditeten alltid ett viktigt mål som står i fokus innan de gör nya investeringar och utveckla nya projekt. Enligt Person Z har skuldsättningsgraden en påverkan på företagets marknadsvärde då det påverkar soliditeten. När ett fastighetsbolag värderas ser värderaren till balansräkningen och eget kapital vilket är en substansvärdering. Ju lägre skuldsättning ett fastighetsbolag har, desto mindre sårbar är det.

Företag X resonerar inte kring hävstångseffekten. Eget kapital leder inte till en snabb utveckling utan det är externt kapital som gör att det går att växa snabbt. Person Z berättar att de har vuxit under tid utan att resonera kring det. Om det finns en optimal kapitalstruktur förklarar person Z att det beror på och varierar kring bransch och ägarstruktur. Ett noterat bolag behöver alltid ge avkastning. En direktavkastning på tre till fem procent samtidigt som främmande kapital kostar. Därmed talar person Z om att balans är alltid viktigt då svängningar inte ska påverka amorteringar samtidigt som det ska finnas marginaler för nedgång.

Företag X utnyttjar inte skattefördelar genom en högre skuldsättning. De räknar på att affären ska tåla andra räntor då den långsiktiga räntan är högre än vad den är idag. Person Z berättar att de förvaltar familjeinvesteringar vilket måste göras med känslighet och får de en kassaflödesförbättring amorterar de istället. Som finansieringsalternativ använder de sig endast av den traditionella banken.

4.3.2 Påverkande faktorer

Person Z berättar att lönsamheten inte påverkar företag X kapitalstruktur. Gällande om kapitalstrukturen påverkas av företagets storlek talar person Z om att det gör det i högsta. De använder sig av eget kapital vid investeringar och gör större amorteringar om de får möjlighet till det. För företag X påverkar inte den låga räntan att de har en högre skuldsättningsgrad jämfört med vad de annars hade haft. De fokuserar mest på soliditeten, jämfört med lönsamheten, och den ska vara svår att rubba och inte beroende av annat vilket är viktigt för företaget. Ägarstrukturen och att företag X är ett helägt familjeföretag påverkar kapitalstrukturen i högsta grad. Detta då det är en ägarfamilj vars intresse är vad företaget utgår ifrån.

När det gäller finansieringen och att använda sig av det billigaste alternativet gör företag X det i den mån de kan. Person Z förklarar att de inte lägger alla ägg i samma korg genom att bara använda sig av en bank. De jobbar mot flera av de svenska storbankerna och jämför hur länge både kapital- och räntebindningen är hos de olika. Företag X vill ha kapitalbindningen så länge som möjligt och räntebindningen så kort som möjligt. Kapitalbindningen är enligt facilitetsavtal på fem år och räntebindning i tre månader. Person Z anser att företag X jobbar rätt med de olika tankarna.

4.3.3 Finansiell stress

Gällande finansiell stress anser person Z att den är kopplad till förhandlingslägen och där är soliditeten och kassaflöden viktiga vilket de arbetar med mot trygghet i kapitalstrukturen. Företag X har bra historik gällande sin ekonomi vilket även leder till att de befinner sig i en bra förhandlingssits mot bankerna. Detta har förändrats under tid för företag X vilket gör att de har befunnit sig i olika förhandlingslägen jämfört med vad de är nu.

5. Analys

*I analyskapitlet förs en analys kring de teoretiska påståendena och empiriska materialet som samlats in för att kunna besvara studiens problemformulering, som i denna studie är: **Hur resonerar företagsledningen i expansiva fastighetsbolag kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar?** Analysen baseras på den analysmodell som tagits fram för studien där påverkande faktorer står i fokus.*

5.1 Lönsamhet

Respondenten från Wihlborgs överensstämmer med att lönsamheten påverkar skuldsättningsgraden vilket motsvarar hur Brealey et al., (2014) och Morri och Cristanzian (2009) resonerar. Enligt Wihlborgs måste mindre lönsamma företag vara mer försiktiga med skuldsättningsgraden samt föra resonemang kring den valda nivån för att klara av sina fodringar. Klöveren resonerar kring att lönsamheten har en indirekt påverkan på fastighetsbolaget. De vill nå avkastningskravet vilket även därmed påverkar skuldsättningsgraden. Har de för hög skuldsättning kan de inte nå avkastningskraven då de inte får ut likvida medel att betala aktieägarna med.

Företag X fokuserar inte på lönsamhet utan soliditeten är deras huvudfokus. Det motsäger vad Westgaard et al., (2008) när de säger att hos fastighetsbolag är lönsamheten som påverkande faktor extra stark. Att företag X resonerar på detta sätt visar ännu en gång hur starkt förankrad säkerheten och vikten av lite risktagande är i företaget vilket då gör att lönsamheten inte är i största fokus för dem. Resonemangen företag X för överensstämmer med Titman och Wessels (1988) som anser att lönsamhet och kapitalstruktur är negativt kopplade till varandra. När det går bra för företag X väljer de istället att amortera på sina lån vilket sänker deras skuldsättningsgrad vilket för dem är viktigt. Även Helwege och Liang (1996) går emot uppfattningen vilket även ses hos företag X då de heller inte talar för att lönsamheten är en avgörande faktor för företagets kapitalstruktur.

5.1.1 Kapitalstruktur

Modigliani och Miller (1958) menar att den förväntade avkastningen på eget kapital är positivt relaterad till skulder då högre risk kräver högre avkastning. Wihlborgs avkastningskrav är att det ska överstiga riksbankens riskfria ränta med 6 procent. Enligt Klöveren handlar en stor del av det finansiella arbetet handlar om befintliga lån. Fastigheterna står där de står med sin utformning medan finansiering och befintliga lån är något som är påverkbart för bolaget. Klöveren arbetar därför mycket med sina skulder vilket gör att de ser till hävstångseffekten för att kunna placera pengar på bästa sätt med en avkastning som överstiger upplåningsräntan. Då Klöveren är ett fastighetsbolag med hög risk gör det att det stämmer med vad Brealey et al., (2014) påstår om hävstångseffekt, att det är riskfyllt. Mörndal från Klöveren talar om att det blir effekten av att fastighetsbolaget arbetar på det sätt de gör, att de vill investera och expandera leder det till att riskerna blir högre. Likheten mellan Klöveren och Wihlborgs är att de vill betala så lite vinstskatt som möjligt och lägger därför vikt vid att placera vinsten i projekt för att undvika detta.

Enligt Westgaard et al., (2008) finns det även ett samband mellan trade-off teorin och lönsamhet då det ökar incitamentet för en ökad hävstångseffekt. Hur de olika fastighetsbolagen arbetar med hävstångseffekten skiljer sig åt. Företag X använder sig inte alls av hävstångseffekten. Både Klöveren och Wihlborgs resonerar kring fenomenet men i olika utsträckning. Liepe berättar att Wihlborgs arbetar med hävstångseffekten utifrån förutsättningen att belåningsgraden ska vara på 60 procent. De har tydliga riktlinjer för detta

vilket Brealey et al., (2014) menar att det är riskfyllt att som företag använda sig av hävstångseffekten. Klöver ser däremot mycket till hävstångseffekten och arbetar aktivt med den.

Något som inget av fastighetsbolagen gör är att arbeta med skatteskuld då respondenterna anser att det ger en liten effekt på fastighetsbolag i stort. Liepe från Wihlborgs förklarar att det ger en liten effekt på Wihlborgs som fastighetsbolag då de betalar en liten inkomstskatt vilket är en följd av att de investerar pengarna istället. Modigliani och Millers (1963) resonemang om att en ökad skuldsättning som gör att det beskattningsbara resultatet inte fungerar är därför inget Wihlborgs för resonemang kring. Liepe uttrycker däremot att hade effekten varit större för Wihlborgs hade de lagt mer vikt vid den. Klöverns fokus ligger på att få tag i pengar vilket gör att de skattemässiga fördelarna är sekundär för bolaget. Därmed lånar inte Klöver utifrån Modigliani och Millers (1963) resonemang om minskade skattekostnader utan för att få mer pengar. Klöver har istället som mål att inte behöva skatta på vinsten vilket gör att de köper upp bolag med finansiellt underskott vilka de kan kvitta vinsterna mot. Företag X för heller inte några resonemang kring skattefördelar då de inte vill ha en hög skuldsättningsgrad som en högre skuldsättning medför.

Ingen av respondenterna från företagen resonerar kring att ett företags marknadsvärde är oberoende av skuldsättningsgraden vilket motsätter sig Modigliani och Millers (1958) teori. Det överensstämmer med Ross (2013) åsikt om att teorin inte fungerar i praktiken där det inte finns perfekta marknader.

Vidare resonerar Westgaard et al., (2008) att pecking order teorin visar på sambandet mellan lönsamhet och kapitalstruktur. Detta i form av att företag med hög lönsamhet i första hand använder sig av eget kapital vid finansiering vilket pecking order förespråkar. Gällande finansiering så väljer Wihlborgs att se till hela låneportföljen, Liepe berättar att det är viktigt för företaget att ha balans i den hela. Deras val av finansiering är beroende av bland annat löptider vilket gör att de inte föredrar något speciellt finansieringsalternativ före ett annat. Att Wihlborgs inte har någon rangordning av finansieringsalternativen utan istället kollar på vad som fungerar bäst som helhet överensstämmer med Shyam-Sunders och Myers (1999) samt Atiyets (2012) kritik mot pecking order. Deras argument är att rangordning av finansieringsalternativ inte redogör för ett bredare perspektiv samt en längre tidsperiod. Det blir därför inte är ett bekymmer för Wihlborgs.

Även Klöver går emot pecking order teorin då fastighetsbolaget föredrar att använda olika typer av finansiering beroende på vilken typ av investering det är som ska genomföras. Vid fastighetsförvärv är det banken som är den första källan de vänder sig till vilket enligt Brealey et al., (2014) ska ses som den säkraste externa källan. När banken har fört fram sin åsikt om förvärvet och dess värde fyller Klöver ut resterande del med interna medel vilket blir omvänt jämfört med pecking order (Brealey et al., 2014). Att Klöver inte har en rangordning av finansieringsalternativen överensstämmer med Myers och Majluf (1984) kritik mot pecking order teorin genom att den i många fall anses otillräcklig för att kunna klargöra för alla finansiella beslut. Företag X arbetar däremot på ett annat sätt då de se interna medel som det första valet av vid finansiering vilket pecking order också förespråkar (Brealey et al., 2014).

5.2 Storlek

Klöver var det företaget som förde mest resonemang kring företagets storleks påverkan på företagets kapitalstruktur. Att Klöver är stora ger dem fler investeringsalternativ att använda sig av. Storleken på företag X uttrycker person Z får betydelse för att de hellre väljer att

använda sig av eget kapital och att de prioriterar att amortera. Likt både Klöver och företag X anser Wihlborgs att företagets storlek påverkar resonemangen kring kapitalstrukturen. Ett betydligt mindre företag ges inte samma möjligheter som ett företag som omsätter flera miljoner. Samtliga tre respondenters svar går emot de linjer som Oois (1999) tar upp i sin studie samt Brealey et al., (2014) påståenden att mindre företag hellre väljer främmande kapital och tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad än större företag. Företag X som är betydligt mindre än Klöver och Wihlborgs väljer hellre eget kapital vid fastighetsinvesteringar. Företag X arbetar samtidigt med att få ner sin skuldsättningsgrad genom att amortera så mycket som möjligt vilket Oois (1999) studie visar det motsatta. Studien visade på att mindre företag tenderade till att hellre välja främmande kapital vilket medför att deras skuldsättningsgrad ökar.

Klöver och Wihlborgs förklarar att dem som stora företag ges fler alternativ att finansiera sig på samt att aktörerna ser på dem på ett annat sätt än på mindre företag. De två respondenternas resonemang kring att de som stora företag påverkar kapitalstrukturen stämmer överens med Fama och Frenchs (2002) diskussioner kring att större företag i större utsträckning finansierar sig med främmande kapital och därmed får en högre skuldsättningsgrad. Mörndal på Klöver uttrycker att det för deras företagsledning handlar om att få tag på så mycket främmande kapital som möjligt. Klöver styrker Ennis, Huberto och Maleks (2005) antagande om att större företag hellre föredrar att finansiera sig med främmande kapital och har en kapitalstruktur med en hög skuldsättningsgrad.

5.2.1 Kapitalstruktur

Samtliga teorier om hur företag ska arbeta med sin kapitalstruktur går att koppla an till den påverkande faktorn storlek. Sett till Modigliani och Millers teori arbetar varken Wihlborgs, Klöver eller företag X utifrån nyckeltalet skuldsättningsgrad, vilket både Modigliani och Miller (1958) samt Brealey et al., (2014) talar för är ett grundläggande begrepp för kapitalstruktur. Däremot arbetar de utifrån motsvarande nyckeltal som kan läsa ut liknande fakta om företagets kapitalstruktur. Samtliga tre företag arbetar på olika sätt gällande risk. Klöver är ett riskfyllt fastighetsbolag som vill ha en hög skuldsättningsgrad då deras mål är att kunna låna så mycket pengar som möjligt. Wihlborgs är inte lika riskbenägna då de alltid gör avvägningen mellan tillväxt och finansiell risk. Företag X är inte ett riskbenäget företag utan för dem är soliditeten alltid av stor vikt innan ett investeringsbeslut.

Modigliani och Miller (1958) menar att en ökad skuldsättningsgrad leder till en högre förväntad avkastning. Även det går att jämföra mellan Klöver och Wihlborgs då det skiljer två till tre procentenheter mellan de båda företagens avkastningskrav. Respondenternas resonemang styrks av Fama och Frenchs (2002) studie som visar på att stora företag tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad och föredrar främmande kapital och att mindre företag har en lägre skuldsättningsgrad och hellre föredrar eget kapital.

Samtliga respondenter uttrycker att företagen har en viss specifik sammansättning som de vill att företagets kapitalstruktur ska ha. Detta går att kopplas ihop med trade-off teorins utgångspunkt om att det finns en optimal kapitalstruktur (Brealey et al., 2014). Däremot är inte respondenternas svar i linje med den optimala kapitalstrukturen som trade-off teorin anser är när genom att ett företag ska belåna sig till den grad där de skattemässiga fördelarna med eventuella kostnader för finansiell stress balanseras (Kraus & Litzenberger, 1973; Berk & DeMarzo, 2013). Både Mörndal och Liepe på Klöver respektive Wihlborgs uttrycker att företagsledningen inte har skuldsättningsgraden i fokus vid arbetet med kapitalstrukturen utan att de istället talar om belåningsgraden och att det är den som påverkar resonemangen kring

kapitalstrukturen vid fastighetsinvesteringar. Detta går emot antagandet som Brealey et al., (2014) samt Kraus och Litzenberger (1973) beskriver om att företagets optimala kapitalstruktur uppnås genom en avvägning mellan de fördelar och kostnader som uppstår genom att företagets skuldsätter sig. Det går alltså att se två skillnader i respondenternas resonemang kring vad som anses vara en optimal kapitalstruktur.

Både Wihlborgs och Klöverner resonerar om att främmande kapital och en högre skuldsättningsgrad ansågs som fördelaktigt. Företag X som är ett betydligt mindre företag resonerade istället kring att få ner skuldsättningsgraden och uttrycker risker kring en hög skuldsättningsgrad. Deras olika resonemang stärks av Bond och Scott (2006) samt Ooi (1999) antagande om att större företag har och klarar av en högre skuldsättningsgrad än mindre företag samt att de större företagen får bättre villkor av bankerna. Vidare knyter detta starkt an till Fang Li och Songs (2014) studie som visar på att just storleken är en av de faktorer som har stor påverkan på den valda skuldsättningsgrad, storleken är en av de faktorer som är särskilt påverkande hos fastighetsbolag.

Klöverner och Wihlborgs resonerar även kring att de till största del vill finansiera sig med främmande kapital, helst genom banklån vilket medför en låg kostnad. De två respondenternas resonemang går inte i linje med Brealey et al., (2014) syn om att skuldsättningsgraden bestäms efter avvägningarna mellan skattefördelar och kostnader för finansiell stress. Vidare uttryck respondenterna även att eftersom Klöverner och Wihlborgs är en sådana stora aktörer på marknaden kommer bankerna ändå hjälpa till med kapital om företaget hamnar under finansiell stress. Detta bidrar till att resonemang kring finansiell stress är av liten betydelse, vilket förkastar trade-off teorins relevans. Dock går det ändå att koppla båda respondenternas resonemang till trade-off teorin genom teorins antagande om att företagets skuldsättningsgrad är högre när företaget är större (Bond & Scott, 2006; Ooi, 1999).

Wihlborgs och Klöverner har använt sig av nyemissioner. Liepe förtydligar att Wihlborgs inte har genomfört några nyemissioner sedan bolaget fick sin nuvarande form 2004. Företag X har aldrig använt sig av nyemissioner. Respondenternas agerande kring nyemissioner är helt i linje med Morri och Cristanzianis (2009) konstaterande att små företag istället för nyemissioner väljer kortfristiga skulder som finansieringsalternativ. Detta på grund av att dem inte klarar av de kostnader en nyemission kostar.

Både Wihlborgs och Klöverner uttrycker att de föredrar att finansiera sig med främmande kapital framför eget kapital vid fastighetsinvesteringar. Företag X däremot finansierar i första hand sina investeringar med eget kapital för att sedan fylla på med främmande kapital. Wihlborgs och Klöverners resonemang kring val av kapital går helt emot pecking order teorins antagande om val av kapital. Enligt Brealey et al. (2014) borde företag i första hand välja interna medel som finansieringsalternativ innan de väljer främmande kapital. Vidare går företag Xs agerande helt i linje med det Brealey et al. (2014) beskriver vilket styrker teorins relevans. Hur samtliga respondenter resonerar kan förklaras av Fama och Frenchs (2002) studie som diskuterar kring att större företag hellre väljer främmande kapital framför eget kapital, medan mindre företag i första hand finansiera sig på eget kapital.

Samtliga respondenter uttryckte sig lika gällande marknadsvärdet/bokförda betydelse för valet av kapital. Vidare var deras svar inte alls i linje med teorins antaganden. Market timing teorin bygger på antagandet om att marknadsvärdet/bokförda värdet påverkade företagets kapitalstruktur. Flera studier visar på att företagsledningen föredrar eget kapital som

finansieringsalternativ när företaget är högt värderat och att de föredrar främmande kapital när företaget är lågt värderat (Rajan & Zingales 1995, Baker & Wurgler 2002). Respondenterna menade istället att marknadsvärdet/bokförda värdet enbart var av betydelse för att stora företag med högt värde gavs bättre förutsättningar och mer valmöjligheter men att de inte påverkade valet mellan eget eller främmande kapital. Både Klöver och Wihlborgs är två företag som är betydligt större än företag X och båda företagens marknadsvärden är betydligt högre än företag X. Vidare var de enbart företag X som resonerade kring om att de ville få ner sin skuldsättningsgrad och andelen främmande kapital på lång sikt. Företag X uttryckte att de gärna vill amortera när företaget går bra. Samtliga respondenters resonemang är helt i motsats till teorins antaganden där de menar att det är företag med högt marknadsvärde/bokfört värde som hellre föredrar eget kapital (Rajan & Zingales, 1995; Baker & Wurgler, 2002).

Mörndals och Liepes resonemang kring att ett högre marknadsvärde/bokförda medför att företaget har fler valmöjligheter men även större tillväxtpotentialer. Det går att koppla an till Rajan och Zingales (1995) studie som visade på att företag med höga marknadsvärden/bokfört värde var de företag som drev utveckling framåt och inte trade-off teorins antagande som mynnar ut i att utvecklingen drivs av företag med lågt marknadsvärde/bokfört värde. De två respondenternas resonemang går även att koppla an till market timing teorins antagande om att sambandet mellan marknadsvärdet/bokförda värdet och skuldsättningsgrad beror på att en företagsledning försöker dra nytta av felprissättning mellan eget och främmande kapital (Rajan & Zingales, 1995; Baker & Wurgler, 2002). Sett till hur respondenterna resonerar kan detta antagande förkastas eftersom företagen inte arbetar med det främmande kapitalet på kort sikt utan vill använda kapitalet för långsiktiga investeringar. Vidare är deras resonemang istället i linje med pecking order teorins antagande om att ett företags marknadsvärde/bokförda värde och skuldsättningsgrads samband beror på att företag vill använda sig av främmande kapital när de är i en expansiv fas och vill växa och bli större (Frank & Goyal, 2003). Detta är något som är gemensamt för samtliga tre respondenter. Alla resonerade kring att just främmande kapital är viktigt för företagen för att de ska få möjlighet att växa och bli större.

5.3 Skuldränta

De tre respondenterna hade skilda åsikter kring dagens skuldränta. Mörndal på Klöver hävdade att dagens låga ränta medför att det idag finns mycket mer pengar i ekonomin som ska placeras och att den låga ränta medför att företag idag tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad än tidigare. Person Z och Liepe på Företag X respektive Wihlborgs påstår istället det motsatta, att den låga räntan inte medför att företag väljer en högre skuldsättningsgrad. De två respondenterna resonerar istället kring att den låga räntan snarare bidrar till att expansiva fastighetsbolag är mer försiktig med skuldsättningsgraden, för någon gång kommer räntan att stiga. Mörndals resonemang är i linje med Morri och Cristanzianis (2009) studie som visar på att när företag ges möjlighet att låna främmande kapital till en låg ränta kommer det leda till att efterfrågan på främmande kapital ökar. Gemensamt för alla tre respondenter är att de är medvetna om att skuldräntan har en stor påverkan för branschen genom att respondenterna resonerar kring att skuldräntan påverkar fastighetspriserna. En låg ränta pressar fastighetspriserna uppåt medan en hög ränta pressar ner priserna. Respondenternas resonemang styrks av McCue och Kling (1994) som understryker att fastighetsbolag påverkas av skuldräntan genom att den har en inverkan på fastighetspriser, fastighetspriserna kommer stiga om skuldräntan är låg medan en hög skuldränta kommer bidra till att fastighetspriser sjunker.

5.3.1 Kapitalstruktur

Sett till Baker och Wurglers (2002) beskrivning om att en företagsledning väljer de kapital som för stunden medför lägst kostnad för företaget, så stämmer det överens med alla tre respondenternas svar. Detta under förutsättningen för Wihlborgs och företag X att de är i god relation med bank och kreditgivare. Vidare finns det en olikhet i respondenternas svar som inte går i linje med teorins antagande vilket är att samtliga företag redan innan menar på att främmande kapital är det som är det billigaste finansieringsalternativet. Vi resonerar vidare kring att företagsledningen i respektive företag för en aktiv diskussion kring vilket kapital som är mest fördelaktigt vid tillsättning av kapital. Alternativet är om företagen faktiskt bortser från det finansieringsalternativ som *för stunden* innebär lägst kostnad vid tillfället som kapitaltillskottet behövs (Baker & Wurgler, 2002).

Baker och Wurgler (2002) beskriver att utgångspunkten i market timing teorin grundar sig i ett antagande om att en företagsledning vid ett finansieringsbeslut kommer att välja de finansieringsalternativ som för stunden innebär lägst kostnad för företaget. Det antagandet går att koppla till Liepes resonemang kring att Wihlborgs vid nybyggnation av fastigheter föredrar att finansiera sig med eget medel. Liepe uttrycker sig om att företaget väljer egna medel för att det är den lägsta kostnaden för företaget vid nybyggnation. Wihlborgs väljer då att öka belåningen på redan befintliga fastigheter. Vidare resonerar vi kring om att market timing teorins antagande ändå går att förkasta då teorin handlar om att välja det finansieringsalternativ som vid tillfället som kapitaltillskott behövs medför lägst kostnad (Graham & Harvey, 2001; Baker & Wurgler, 2002). Liepe uttrycker att Wihlborgs gör skillnad på hur de väljer att finansiera nybyggnation eller fastighetsförvärv. Nybyggnation finansieras med egna medel och fastighetsförvärv genom främmande kapital. Eftersom Wihlborgs redan innan har satt upp ramar för vilket finansieringsalternativ som ska användas resonerar vi kring att företaget ändå bortser från att välja den finansieringsalternativ som för stunden är billigast. Detta trots att Liepe uttrycker att de väljer egna medel vid nybyggnation på grund av det medför lägst kostnad.

Återigen kan vi se att fastighetsbolagen ställer sig olika till teorin beroende på hur riskbenägna de är. Liepe berättar att för Wihlborgs handlar finansieringsalternativet om riskhanteringen då likviditetsrisken är i fokus, att de inte blir stående utan likvida medel. För att undvika detta vårdar de sina relationer till banken och övriga finansiärer. Det är först om detta är under kontroll som Wihlborgs väljer det alternativ som medför lägst kostnad. Anledningen till att Klöver har vänt sig till certifikatmarknaden är just för att det är det billigaste alternativet för dem att få tag i främmande kapital. Denna åtgärd hade inte ett fastighetsbolag som inte är riskbenäget kunnat vidta då det är en förfallotid på 3 till 6 månader. Det kan jämföras med företag X som endast vänder sig till bankerna för finansiering. De kan i stunden välja det finansieringsalternativ som är billigast för dem beroende på vilken av storbankerna de väljer. Det är däremot viktigt att de har en balans mellan de olika bankerna då de inte vill satsa allt hos endast en bank.

5.4 Ägarstruktur

Beroende på hur fastighetsbolagets ägarstruktur är uppbyggd är det en påverkande faktor för hur företagsledningen resonerar kring kapitalstrukturen. Hos Wihlborgs har den största aktieägaren ett innehav på 10,1 procent jämfört med den näst största aktieinnehavaren som har en andel på 4 procent. Det är en markant skillnad vilket gör att den största aktieägaren har mer än dubbelt så stor andel än övriga. Jämförs procentandelen med Klöver är det skillnad storleksmässigt på procenten för de stora aktieägarna i de båda fastighetsbolagen. Gällande Klöver äger Vd:n totalt genom privat ägande samt andra börsbolag totalt 30 procent av

aktierna vilket är en stor andel. Hos Klöver finns det även en familj som äger 15 procent av aktierna vilket gör att dem och Vd:ns totala ägarandel uppgår till 45 procent. Det gör att det är de aktieägarna som styr Klöver vilket gör att deras intressen och värderingar styr fastighetsbolaget. Morri & Cristanzianis (2009) resonemang kring att stora aktieägare har stor makt och inflytande över företaget, och stämmer därför in på Klöver i största grad. De har två stora aktieägare vars åsikter och meningar styr fastighetsbolaget i den riktning deras intresse visar. Företag X är ett familjeföretag vilket i sin tur gör att det är familjen som styr och kontrollerar företaget utan att invändningar från utomstående måste tas i beaktning då familjen äger 100 procent av aktierna. Trots att Klöver och företag X har skilda ägarstrukturer måste chefer och ledning ta ägarnas intresse i beaktning då stora aktieägare har det inflytandet på företaget (Liang et al, 2014; Morri & Cristanziani, 2009).

5.4.1 Kapitalstruktur

Gällande trade-off teorins antagande om en optimal skuldsättningsgrad i kombination med ägarstrukturen är det inget som går att utläsa från de tillfrågade fastighetsbolagen. Ingen av Wihlborgs, Klöver eller företag X arbetar utifrån teorins grundantaganden vilket vi menar beror på den bransch de verkar i, att det ger liten effekt. De skattemässiga fördelarna en ökad skuldsättningsgrad medför för fastighetsbolag är för små för att ha en avgörande betydelse för företagsledningen när de resonerar kring kapitalstrukturens sammansättning. Vidare resonerar vi kring att samtliga tre respondenter ändå menade på att de arbetar efter vad som anses vara en optimal kapitalstruktur. Här skiljer sig respondenternas syn på vad som anses som optimalt vilket troligen påverkas av ägarstrukturen och deras synsätt i de olika fastighetsbolagen. Vidare knyter detta starkt an till Fang Li och Songs (2014) studie som visar på att just storleken och ägarstrukturen är två faktorer som har stor påverkan på den valda skuldsättningsgraden, de två faktorerna är särskilt påverkande hos fastighetsbolag.

Myers (1984) argument om att informationsasymmetri är av stor vikt då företag ska välja finansieringsalternativ är något som Wihlborgs resonerar kring. Detta genom att 100 procent av Wihlborgs lån kommer från banken och kreditgivare vilket kan anses som de säkraste externa källorna (Brealey et al., 2014). Även företag X använder sig av den säkraste externa källan vid finansiering men de vänder sig endast till banken och inga kreditgivare. Genom att Wihlborgs och företag X lånar från dessa aktörer behåller de samma ägarandel av aktiekapitalet samtidigt som de endast behöver redovisa detaljer i affären för långgivaren (Frank & Goyal, 2003). Det leder till att viktig information kan stanna inom företaget och inte spridas till utomstående. Klöver resonerar däremot inte på detta sätt utan Mörndal talar inte om några nackdelar han har upplevt med nyemissionerna utan talar endast om fördelar. En av fördelarna är att preferensaktierna som gavs ut i nyemissionen lyckades locka investerare som kommer utanför Sverige vilket Mörndal ser till Klöverns fördel. Klöver vill få tag i så mycket pengar som möjligt och lyckas de få investerare från utlandet att få upp ögonen för fastighetsbolaget anser Mörndal att det är till deras fördel.

Sett till ägarstrukturen och pecking order teorin kan företaget tvingas öka sin andel främmande kapital om de tvingas öka sin lönsamhet (Morri & Cristanziani, 2009). Detta är inget som företag X tvingas göra då person Z är noga att förklara att det inte är lönsamheten som är i fokus. För företag X är detta en trygghet då det inte är en åtgärd de behöver genomföra under de förutsättningar att fastighetsbolagets ägarstruktur och arbetssätt ser ut som det gör idag. För Wihlborgs och Klöver kan det däremot vara något de måste genomföra för att kunna ge den avkastning som aktieägarna kräver. Vi kan se att Wihlborgs är ett fastighetsbolag med en medelrisknivå vilket gör att åtgärden högst troligt inte heller blir nödvändig om de arbetar på samma sätt som de gör idag. För Klöver kan det däremot bli

mer aktuellt då det är ett fastighetsbolag med hög risk som måste leverera avkastning till aktieägarna. Som Mörndal berättade använder sig Klöver redan idag av åtgärder, som att skriva upp värdet på fastigheterna, för att få upp lönsamheten och nå avkastningskravet om det inte når dit med verksamhetsresultatet. Short, Keasey och Duxbury (2002) menar att kapitalstrukturens skuldkvot är negativt relaterad till de stora aktieägarnas ägande, vilket kan ses som att fastighetsbolagen får belåna sig mer. Detta går att se hos Klöver då risktagandet hos de stora aktieägarna gör att fastighetsbolaget idag är väldigt belånat, samtidigt som de önskar vara det då de vill expandera i den utsträckning de har möjlighet till.

5.5 Finansiell stress

Gemensamt för de tre respondenter är att de påpekar att de vid investeringsbeslut och arbetet med kapitalstrukturen resonerar kring den finansiella risken och risken för att hamna under finansiell stress. Respondenternas syn på finansiell stress är helt i linje med Bjuggrens (1995) diskussion kring att ett företags arbete med kapitalstrukturen minskar risken för att hamna under finansiell stress. Liepe och Mörndal förklarar att mycket av deras arbete handlar om att se till likviditetsrisken, att Wihlborgs och Klöver aldrig ska stå utan likvida medel. De två respondenternas resonemang stämmer överens med den definition av finansiell stress som används under vår studie, att finansiell stress uppstår när företaget inte har tillräckligt med likvida medel för att betala sina fodringar (Almeida & Philippon, 2008; Brealey et al., 2014; Bjuggren, 1995).

Både Wihlborgs och Klöver har en väldigt hög skuldsättningsgrad i jämförelse med Företag X. Detta förklaras av att både Wihlborgs och Klöver föredrar främmande kapital vid fastighetsinvestering medan Företag X föredrar eget kapital. Liepe och Mörndal på Wihlborgs respektive Klöver är de två som tydligast uttrycker att de resonerar mycket kring företagets likviditetsrisk och risken att hamna i betalningssvårigheter. Person Z på Företag X resonerar istället kring att det för dem handlar om förhandlingssituationer som motverkar finansiell stress och att företag haft en bra position under lång tid och att de inte väljer att fokusera lika mycket på risken att hamna i betalningssvårigheter. Hur respondenterna resonerar kan förklaras av Brealey et al., (2014) och Bjuggrens (1995) konstaterande att finansiell stress kopplas ihop företagets skuldsättningsgrad. Företag X som har en lägre skuldsättningsgrad resonerar inte lika mycket kring finansiell stress som Wihlborgs och Klöver som har en betydligt högre skuldsättningsgrad. Detta styrker antagandet om att risken för finansiell stress ökar med ett företags skuldsättningsgrad (Brealey et al., 2014).

Gemensamt för de tre respondenterna är att när de talar om finansiell stress ser till kostnaden för företagen om de hamnar i svårigheter med finansiärer. Kostnader för att företaget hamnar i svårigheter med finansiärer under en tid tillhör de indirekta kostnaderna för finansiell stress (Almeida & Philippon, 2008; Brealey et al., 2014). Att respondenterna resonerar kring de indirekta kostnaderna för finansiell stress går inte ihop med Almeida och Philippons (2008) diskussion kring att de indirekta kostnaderna är komplexa samt svåra att förutse. De direkta kostnaderna, som exempelvis kostnader för advokatarvode, är betydligt lättare för en företagsledning att räkna på (Brealey et al., 2014). Vidare analyserar vi kring att respondenternas resonemang kring att lägga vikt vid de indirekta kostnaderna grundar sig i den kulturella skillnaden mellan Sverige och USA. I Sverige finns det en kulturell skillnad i att företag inte anser att det är bra att gå i konkurs, medan i USA råder synen att ett företag som gått i konkurs sedan kan bli mer framgångsrikt efter rekonstruktion (Almeida & Philippon, 2008; Bjuggren, 1995). Genom den kulturella skillnaden väljer därför respondenterna att fokusera på de kostnaderna som uppstår när de hamnar i betalningssvårigheter och inte de direkta kostnaderna som uppstår på grund av en konkurs.

Risken för finansiell stress är lägre i fastighetsbranschen uttrycker både Liepe och Mörndal. Detta eftersom det är en trögrörlig marknad samt att företagen sitter på stora tillgångar. Liepe på Wihlborgs uttrycker även att fastighetsmarknaden är utmärkande på det sättet att kunderna betalar i förskott vilket minskar risken för företaget att stå utan likvida medel. Samtliga tre respondenter understryker dock att den viktigaste åtgärden för att företag ska klara sina investeringar och fortsätta vara i balans är att se till likviditetsrisken och att företagen har jämna kassaflöden. Respondenternas resonemang är i linje med Pindado och Rodrigues (2005) diskussioner kring att en av de viktigaste åtgärder är att snabbt få in likvida medel för att betala sina skulder.

Vidare resonerade samtliga respondenter kring att de vid fastighetsinvesteringar hade finansiell stress i beaktning och hur det kan påverka företaget. Att respondenterna har finansiell stress i beaktning vid sina beslut går att koppla till de åtgärder som Zall (2013) förespråkar. Enligt Zall (2013) är den viktigaste åtgärden att företagsledning kan erkänna att det finns ett problem. Genom att respondenterna redan innan investeringen resonerar kring finansiell stress går det att diskutera kring att de i förväg vidtar denna åtgärd för att motverka det. Mörndal anser att stora och viktiga aktörer, så som Klöver, hade fått hjälp av bankerna och andra finansiärer genom att få ändrade villkor. Hade de åtgärderna varit tillräckliga hade det till en början stoppat olika projekt och parera efter situationen. Det som Mörndal påpekar är i linje med de riktlinjer som ett företag bör vidta när de hamnar i finansiell stress. En företagsledning kan då arbeta för att få ändrade betalningsvillkor, skjuta fram investeringar och få kontroll och förståelse för situation och över affärsmässiga och juridiska frågorna som uppstår (Bjuggren, 1995; Zall, 2013).

5.5.1 Kapitalstruktur

Alla tre respondenter var eniga i att branschen de verkar i kräver att fastighetsbolagen till stor del finansierar sig med främmande kapital. Dock skiljdes deras åsikter i att både Klöver och Wihlborgs ansåg det som fördelaktigt medan Företag X hellre ville finansiera sig med eget kapital när det var möjligt. Deras resonemang går att koppla till Modigliani och Millers (1958) teori om hävstångseffekten, där företag ska låna pengar för att sedan placera dem där avkastningen överstiger inlåningsräntan. Sett till finansiell stress bidrar Modigliani och Millers (1958) teori till att sannolikheten för att hamna under finansiell stress ökar eftersom risken ökar med en ökad skuldsättningsgrad (Brealey et al., 2014). Vidare arbetar ingen av respondenterna på sättet med hävstången att de planerar det främmande kapitalet mot en högre avkastning. Enligt de tre respondenterna används det främmande kapitalet alltid för att finansiera investeringar. Deras resonemang gör att Modigliani och Millers (1958) teori om hävstångseffekten i det här fallet kan förkastas.

Samtliga tre respondenter hade en likande syn på diskussionen kring en optimal kapitalstruktur. Enligt respondenterna är det inte nivån på skuldsättningsgraden det som sätts i fokus vid arbetet med kapitalstrukturen. Det går emot trade-off teorins fokus kring att ett företag ska sträva efter att belåna sig till den grad där man balanserar de skattemässiga fördelarna med eventuella kostnader för finansiell stress (Brealey et al., 2014). Att trade-off teorins utgångspunkt helt förkastas menar vi handlar mycket om branschen de verkar i. De skattemässiga fördelarna en ökad skuldsättningsgrad medför är för fastighetsbolag för små för att ha en avgörande betydelse för företagsledningen när de resonerar kring kapitalstrukturens sammansättning. Vidare resonerar vi kring att samtliga tre respondenter ändå menade på att dem arbetar efter vad som anses vara en optimal kapitalstruktur för dem. Här skiljer sig respondenternas syn på vad som anses som optimalt. Klöver och Mörndal ansåg att en

optimal kapitalstruktur uppnås genom mycket främmande kapital medan Företag X ansåg att den skulle bestå av mycket eget kapital. Att respondenternas svar skiljer sig åt beror troligen på de olika företagens ägarstruktur och storlek ser olika ut. Vidare knyter detta starkt an till Fang Li och Songs (2014) studie som visar på att just storleken och ägarstrukturen är två faktorer som har stor påverkan på den valda skuldsättningsgraden. De två faktorerna är särskilt påverkande hos fastighetsbolag.

Vidare resonerar vi kring trade-off teorins relevans genom att Liepe och Mörndal uttrycker att Klöver och Wihlborgs anser att det är av stor vikt att företaget talar om de risker den valda kapitalstrukturen medför, särskilt likviditetsrisken. Detta går att koppla ihop med den avvägning företaget bör gör sett till finansiell stress (Berk & DeMarzo, 2013; Brealey et al., 2014). Utifrån det båda respondenterna berättar kan en diskussion föras kring om att istället för att fokusera på de skattemässiga fördelarna som en ökad skuldsättningsgrad medför väljer Wihlborgs samt Klöver att istället sätta sannolikheten och kostnaderna för finansiell stress i centrum för resonemangen. Detta går i linje med trade-off teorins antagande om att göra avvägningar för de kostnaderna för finansiell stress innebär (Brealey et al., 2014; Kraus & Litzenberger, 1973).

Både Liepe och Mörndal uttrycker att de vid investeringar använder sig av det billigaste finansieringsalternativet, där respondenterna anser att främmande kapital är det mest förmånliga för företagen. Sättet som respondenterna arbetar efter är i linje med market timing teorins antagande om att företag ska använda sig av de finansieringsalternativ som för stunden medför lägst kostnad för företaget (Rajan & Zingales 1995, Baker & Wurgler 2002). Vidare resonerar de två respondenterna kring att de vid tillsättning av kapital ser till likviditetskrisen samt att företagen måste vara medvetna om risken för finansiell stress som kan uppstå om de skulle få problem med betalningarna. För Wihlborgs innebär det att vårda sina relationer till finansiärer och banker. Är dessa två relationerna under kontroll menar Liepe att Wihlborgs sedan väljer det kapitalet som medför lägst kostnad. Detta går helt i linje med Graham och Harveys (2002) studie som visade på att kostnaden för eget kapital och främmande kapital är en av de viktigaste beslutsfaktorerna som företagsledningen tar i beaktning vid tillsättning av kapital.

6. Slutsats och diskussion

Syftet med studien är att förklara hur expansiva fastighetsbolag företagsledning resonerar kring sin kapitalstruktur när de ska göra investeringar i fastigheter. Genom en analys av studiens teori- och empirikapitel kan syftet med studien besvaras nedan med hjälp av författarnas slutsatser.

Efter vår analys har vi utifrån vår problemformulering samt de tre respondenternas resonemang och uttalanden kommit fram till tre viktiga slutsatser.

Storlek och ägarstruktur är de faktorer som har störst påverkan på företagsledningens resonemang kring kapitalstruktur i expansiva fastighetsbolag.

Utifrån de tre respondenternas resonemang och uttalanden drar vi slutsatsen att ett företags storlek och ägarstruktur är de två faktorer som har störst påverkan på hur företagsledningen resonerar kring hur de ska tänka kring företagets kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar.

Storlek påverkar på det viset att de påverkar valet mellan eget eller främmande kapital, vilka finansieringsalternativ som erbjuds, nivån på skuldsättningsgrad samt vilket finansieringsalternativ som föredras. Wihlborgs och Klöver som är de stora företagen uttrycker själva att de som stora aktörer på marknaden ges fler finansieringsalternativ än mindre aktörer. Vi anser även att resonemangen kring nivån på skuldsättningsgrad och vilket kapital företagen föredrar har ett samband med företagets storlek. Både Liepe och Mörndal uttrycker att Wihlborgs och Klöver föredrar främmande kapital vid finansiering av fastigheter, samt förespråkar en hög skuldsättningsgrad eftersom främmande kapital är mer fördelaktigt. Person Z som arbetar på det mindre företaget X föredrar istället eget kapital som finansieringsalternativ, samt förespråkar att företag ska arbeta mot en lägre skuldsättningsgrad. Vår slutsats kring storlekens påverkan tyder på att Fang, Li och Songs (2014) slutsats kring att just storleken är en av de faktorer som har stor påverkan på den valda skuldsättningsgraden och val av kapital hos fastighetsbolag stämmer.

Ägarstrukturen har istället den påverkan på kapitalstrukturen genom att olika ägarformer styr, hur ägandet är fördelat men framförallt att risktagandet skiljer sig åt. Här såg vi de största olikheterna mellan att jämföra framförallt Klöver och Företag X med varandra. Klöver är ett aktiebolag med framförallt två stora aktieägare vilka står tillsammans för 45 procent av det totala aktieägandet. Mörndal talar själv om att man arbetar med en hög finansiell risk och även är väldigt riskbenägna eftersom en av de stora ägarna ses som väldigt riskbenägen. Vidare påverkar de även företaget i den utsträckningen att företaget får en högre riskpremie hos bankerna eftersom bankerna inte förespråkar hög risk. Företag X är istället ett familjeägt aktiebolag som inte alls är villiga att ta risker. Utifrån de två företagens olika sätta att hantera risk tolkar vi det som att Klöver som är det större företaget också har större möjlighet att utöva risk medan företag X inte har samma möjlighet att vara riskbenägna. Vidare tror vi att ett mindre familjeägt företag även kan ha mer hjärta och omsorg för verksamheten eftersom företaget ändå hör till familjen. Ett stort företag som Klöver med två stora ägare kanske ibland agerar efter sina egna preferenser istället för att se till företagets bästa. Ett exempel på detta är Mörndals uttalande om att när Klöver inte når upp till avkastningskravet skriver de upp värdet på sina fastigheter för att kompensera. Vi menar att detta är ett agerande som vi inte kunnat se hos Företag X.

Skuldränta och lönsamhet är två faktorer som inte har stor påverkan på företagsledningens resonemang kring kapitalstruktur i expansiva fastighetsbolag.

Vår studie visade på att faktorerna skuldränta och lönsamhet inte har stor påverkan på företagsledningens resonemang kring kapitalstrukturen i expansiva fastighetsbolag. Det är två faktorer vi från studiens start trodde skulle vara mer betydande än vad de visade sig vara.

Skuldräntan har en liten betydelse och effekt på fastighetsbranschen då den inte påverkar hur mycket främmande kapital expansiva fastighetsbolag lånar. För att genomföra en fastighetsinvestering krävs det mycket kapital som gör att fastighetsbolagen lånar oavsett vad skuldräntan är då fastighetsbolagen väldigt sällan går in med hela summan från likvida medel. Därför är expansiva fastighetsbolag helt beroende av externa finansiärer för att låna så mycket kapital som krävs för investeringen. För ett expansivt fastighetsbolag så är även lånat främmande kapital det mest fördelaktiga finansieringssättet jämfört med att få in kapital på andra sätt, genom exempelvis nyemissioner. Därmed är det även det billigaste alternativet för finansiering oavsett nivå skuldränta. Vi drar även slutsatsen utifrån respondenternas svar att hade effekten av skuldräntan varit större hos fastighetsbolag och följaktligen haft mer påverkan hade de arbetat mer utifrån den.

Då de tillfrågade företagen i studien inte i stor utsträckning resonerade kring *lönsamhet* med koppling till kapitalstruktur är vår slutsats att det inte är av stor betydelse för företagsledningens resonemang i expansiva fastighetsbolag. De tillfrågade respondenterna diskuterar lönsamhet på olika sätt och påverkar i olika grad utan något samband företagen emellan. Att lönsamhetens påverkan på skuldsättningsgraden gav oss svaren att det hade en direkt, en indirekt samt ingen påverkan gör att vår slutsats blir att det inte påverkar kapitalstrukturen för expansiva fastighetsbolag. Vår studie visar därför på motsatsen jämfört med vad tidigare forskning av Westgaard et al., (2008) visar. Lönsamhet är viktigt för expansiva fastighetsbolag för företaget som helhet men inte när företagsledningen för resonemang kring kapitalstrukturens uppbyggnad i kombinationen mellan eget och främmande kapital.

Finansiell stress tas med i beaktning vid resonemang om kapitalstruktur.

Vi visste att de fanns en viss kulturell skillnad sett till finansiell stress mellan Sverige och framförallt USA och vidare fann vi även väldigt lite forskning som studerat fenomenet bland svenska företag. De två aspekterna gjorde att vi i förväg var skeptiska till om fenomenet faktiskt var något som företag i Sverige arbetade med. Dock visade vår studie på det motsatta, att samtliga respondenter säger att de aktivt för resonemang kring finansiell stress när de arbetar med kapitalstrukturen. Alla respondenter understryker att det är viktigt för företagsledningen att beakta finansiell stress vid val av skuldsättningsgrad och att ha med det i åtanke vid stora finansiella beslut. Vår slutsats är även att vikten av att arbeta emot finansiell stress blir större med en ökad skuldsättningsgrad, vilket även gick att se bland respondenternas uttalande. Klöver och Wihlborgs har en högre skuldsättningsgrad än företag X. Vidare var det Klöver och Wihlborgs som var tydligaste med att påtala vikten av att se till att företagen aldrig ska stå utan likvida medel. Dock anser vi fortfarande att det finns en kulturell skillnad sett till finansiell stress. Studierna ifrån USA betonar vikten av att se till kostnaderna som uppstår när företag faktiskt hamnar i konkurs medan vår studie visar på att respondenterna hellre ser till kostnaderna för att hamna i betalningssvårigheter.

Till sist vill vi även förutom de tre slutsatserna vi presenterat uppfattar vi att expansiva fastighetsbolag inte arbetar utifrån de befintliga teorierna om kapitalstruktur. Det vardagliga arbetet med kapitalstrukturen är mer komplext och de teoretiska modellerna är svåra att applicera i verkligheten.

6.1 Förslag på vidare forskning

Vår studie har gett oss en bra inblick och förståelse för hur en företagsledning i expansiva fastighetsbolag resonerar kring fastighetsinvesteringar och sitt arbete med kapitalstrukturen. Under studiens gång har vi sött på lite olika funderingar som vi anser kan ligga till grund för vidare forskning på ämnet.

- ❖ I vår studie har vi valt att utgå ifrån *expansiva* fastighetsbolag. Detta perspektiv gör att vi funderar kring vilket resultat vår studie hade fått ifall vi bortsett från expansiva fastighetsbolag och istället tittat på fastighetsbolag i allmänhet. Som förslag ger vi därför att vidare forskning hade kunnat studera hur företagsledningen i fastighetsbolag resonerar kring kapitalstruktur vid fastighetsinvesteringar.
- ❖ Under studiens gång har de påverkande faktorerna lönsamhet, storlek, ägarstruktur och skuldränta varit de faktorer som varit i fokus. Det vore intressant att undersöka om även Harris och Raviv (1991) faktorer som anläggningstillgångar, skattesköld och investeringsmöjligheter haft någon påverkan i samma utsträckning.
- ❖ Urvalet i studien slutade även med att vi tittade på företag som var olika riskbenägna. Vårt urval avspeglades även i studiens resultat där vi kunde se stora skillnader mellan de olika företagen. Därför förslår vi att en studie som har ett annat urval där företagen har samma riskbenägenhet hade varit intressant att titta på. Detta anser vi hade varit av intresse för att se om de även går att se likheter mellan hur lika riskbenägna företag arbetar med sin kapitalstruktur.

Referenser

- Almeida, H., & Philippon, T. (2008). Estimating Risk-Adjusted Costs of Financial Distress. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 105-109.
- Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994). *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.
- Asquith, P. och Mullins, D. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.
- Atiyet, B. A. (2012). The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4, 1-14.
- Backman, J. (2008). *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of finance*, 57, 1-32.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance* (3 uppl.). Pearson Education Limited.
- Brealey, R., A., Myers, S., C. & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance. MacGraw-Hill Global Edition* (11:e uppl.). New York: Mcgraw-Hill Companies.
- Bryman, A. & Bell, E. (2011). *Business Research Methods* (3:e uppl.). New York: Oxford University Press Inc.
- Bjuggren, P-O. (1995). A transaction cost perspective on financial distress and capital structure. *International Review of Law & Economics*, 15(4), 395-404.
- E-conomic. (2016). Bokföringsprogram, ordlista, konjunktur. Hämtad 2016-05-11 från E-conomic. Webbsidan: <https://www.e-conomic.se/bokforingsprogram/ordlista/konjunktur>
- Ennis, Huberto, M, & Malek, H, S. (2005). Bank Risk of Failure and the Too-Big-To-Fail Policy. *FRB Richmond Economic Quarterly*, 2005, 21–44.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1–33.
- Finansinspektionen (2016). Sen fondhandel och market timing (2004:3). Hämtad 2016-05-09 från Finansinspektionen. Webbsidan: <http://www.fi.se/Tillsyn/Rapporter/Listan/Sen-fondhandel-och-market-timing-20043/>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Frisell, L., & Yazdi, M. (2010). Prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden - en fundamental analys. *Penning- och valutapolitik 3/2010*, 37-47.

Forss Sandahl, J., Holmfeldt, M., Rydén, A., & Strömqvist, M. (2011). Ett index för finansiell stress för Sverige. Hämtad 2016-02-06 från Riksbanken. Webbssidan: http://www.riksbank.se/Upload/Rapporter/2011/POV_2/pov_2011_2_ForssSandahl_Holmfeldt_Ryden_Stromqvist.pdf

Graham, J.R. & C.R. Harvey. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.

Hakkio, C. S., & Keeton, W. R. (2009). Financial stress: What is it, how can it be measured, and why does it matter?. *Economic Review (Kansas City)*, 94(2), 5-50.

Hallgren, Ö. (2002). *Finansiell strategi och styrning* (8:e uppl.). Helsingborg: Ekonomibok Förlag AB.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46, 297–355.

Helwege, J., & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, 40, 429–458.

Hillier, D., Ross S., & Westerfield, R. (2010). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.

Jacobsen, D., J. (2002) *Vad, hur och varför?* Malmö: Studentlitteratur

Kindahl, I., Ohlin, J., & Lundbäck, D, (2013). *Vad var finanskrisen 1990?* Hämtad den 2016-03-27 från Forskning.se. Webbssidan: <http://www.forskning.se/nyheterfakta/teman/varldsekonomi/tiofragorochsvar/vadvarfinanskrisen1990.5.227e434213e2118426e1c3.html>

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

Lucas, D., & McDonald, R. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*, 45, 1019–1043.

Liang, J., Fang Li, L., & Song, H.-S. (2014). An explanation of capital structure of China's listed property firms. *Property Management*, 32, 4–15.

Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *Journal of Finance*, 37, 121-144.

McCue, T. E., & Kling, J. L. (1994). Real estate returns and the macroeconomy: some empirical evidence from real estate investment trust data. *Journal of Real Estate Research*, 1994, 277–287.

Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller H. M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

- 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, 318–372.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- 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, 187-221.
- Ooi, J. (1999). The determinants of capital structure Evidence on UK property companies. *Journal of Property Investment & Finance*, 17, 464–480.
- Ooi, J. (1999). The debt maturity structure of UK property companies. *Journal of Property Research*, 16, 293–307.
- Patel, R. & Davidson, B. (2003). *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur, Lund
- Pindado, J., & Rodrigues, L. (2005) Determinants of financial distress costs. *Financial markets and portfolio management*, 9(4), 343-359.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Riddiough, T. (2004) Optimal Capital Structure and the Market for Outside Finance in Commercial Real Estate. *Real Estate Finance*, 21, 3-13.
- Ross, S. A. (2013). *Corporate finance* (10:e uppl.). New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis. *International Journal of the Economics of Business*, 9(3), 375–399.
- Shyam-Sundars, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-224.
- Titman S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure, *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Svensson, P.G., Starrin, B., Henriksson, B., Månsson, S.A., Renck, B., & Dahlgren, L. (1996). *Kvalitativa studier i teori och praktik*. Lund: Studentlitteratur
- Westgaard, S., Eidet, A., Frydenberg, S., & Grosås, T. C. (2008). Investigating the Capital Structure of UK Real Estate Companies. *Journal of Property Research*, 25(1), 61–87.
- Zall, R. J. (2003). Navigating Financial Distress. *Trustee*, 66(3), 3-21.

Bilaga 1 – Operationalisering

Teori	Frågans syfte	Referens	Empiriskfråga
Inledande fråga.	Att mjuka upp respondenten.	Jacobsen (2002).	Kan ni kort presentera företaget och dess verksamhet?
Inledande fråga.	Att mjuka upp respondenten.	Jacobsen (2002).	Beskriv din egen roll på företaget, vad har ni för arbetsuppgifter?
Inledande fråga.	Att mjuka upp respondenten.	Jacobsen (2002).	Hur länge har ni arbetat på företaget?
Inledande fråga.	Att mjuka upp respondenten.	Jacobsen (2002).	Vad har ni för utbildning?
Kapitalstruktur.	Personlig åsikt kring gällande eget och främmande kapital.	(Westgaard et al., 2008).	Hur tänker ni kring främmande och eget kapital?
Kapitalstruktur, Trade-off teorin och Modigliani & Miller.	Syftet är att undersöka om hur företaget resonerar kring skuldsättningsgraden samt om den förändrats över tid.	Modigliani & Miller (1958) och (1963), Kraus & Litzenberger (1973) och Brealey et al., (2014).	Vi har läst i er årsredovisning att ni har en skuldsättningsgrad på XX, hur resonerar ni kring den? Har den förändrats under tiden?
Kapitalstruktur och trade-off teorin.	Personlig åsikt kring kapitalstrukturen. Finns de någon optimal sammansättning som de arbetar efter.	Kraus & Litzenberger (1973), Berk & DeMarzo (2013) och Brealey et al., (2014).	För ni några resonemang kring att ni vill att kapitalstrukturen ska ha någon specifik sammansättning?
Kapitalstruktur och market timing.	Syftet är att se ifall företaget fördrar något kapital vid de olika investeringarna.	Rajan & Zingales (1995) och Baker & Wurgler (2002).	Hur resonerar ni kring finansiering av nya fastigheter eller nybyggnation?

Teori	Frågans syfte	Referens	Empiriskfråga
Kapitalstruktur och Modigliani & Miller.	Avkastningskravets betydelse.	Modigliani & Miller (1958) och (1963) och Brealey et al., (2014).	Hur resonerar ni kring företagets avkastningskrav?
Modigliani & Miller.	Undersöka Modigliani & Millers teorins relevans.	Modigliani & Miller (1958) och (1963), Hallgren (2002) och Brealey et al., (2014).	Tror ni att skuldsättningsgraden har någon påverkan på företagets marknadsvärde?
Modigliani & Miller.	Undersöka hävstångseffektens relevans.	Modigliani & Miller (1958) och (1963), Hallgren (2002) och Brealey et al., (2014).	Vi har i skolan läst om något som heter hävstångseffekten, är det något ni för resonemang kring?
Kapitalstruktur och trade-off teorin	Syftet är att undersöka trade-off teorins relevans.	Kraus & Litzenberger (1973), Berk & DeMarzo (2013) och Brealey et al., (2014).	Resonerar ni kring om att det finns någon optimal kapitalstruktur?
Trade-off teorin	Att undersöka om trade-offs teorins antagande om att företaget försöker dra nytta av skattefördelar är relevant.	Kraus & Litzenberger (1973), Berk & DeMarzo (2013) och Brealey et al., (2014).	Idag är räntan väldigt låg, vilket gör att de skattemässiga fördelarna inte får samma effekt. För ni ändå resonemang kring avvägningen mellan skattefördelar och de kostnader som en högre skuldsättningsgrad medför?
Pecking order teorin och Market timing	Undersöka pecking order teorins relevans.	Myers (1984), Frank & Goyal (2003) och Brealey et al., (2014).	Finns de något finansieringsalternativ som ni föredrar att använda er av vid investeringar? Varför?
Pecking order teorin	Undersöka om antagandet om teorin kring nyemissioners relevans.	Myers (1984), Frank & Goyal (2003) och Brealey et al., (2014).	Har ni använt er av nyemissioner för att tillsätta mer eget kapital till företaget?
Påverkande faktorer - storleksfaktorn.	Undersöka om företagets storlek påverkar kapitalstrukturen.	Myers (1984), Westgaard et al. (2008) och Brealey et al., (2014).	För ni resonemang kring företagets storlek? Tror ni det påverkar era val?

Teori	Frågans syfte	Referens	Empiriskfråga
Påverkande faktorer - ägarstrukturfaktorn.	Undersöka om ägarstrukturen har någon påverkan på kapitalstrukturen.	Short et al, (2002), Morri & Cristanziani (2009) och Liang et al, (2014).	Hur ser ägarstrukturen ut på företaget? Tror ni den påverkar era resonemang?
Påverkande faktorer - skuldräntefaktorn.	Undersöka om skuldräntan påverkar företaget.	McCue & Kling (1994), Ooi (1999) och Morri & Cristanziani (2009).	Historiskt sett är räntan idag osedvanligt låg, tror ni det medföra att ni nu har en högre skuldsättningsgrad då ni hellre väljer främmande kapital?
Påverkande faktorer - lönsamhetsfaktorn	Undersöka om företagets lönsamhet har någon påverkan på företagets kapitalstruktur.	Ooi (1999), Fama & French (2002), Ennis et al., (2005), Bond & Scott (2006), Morri & Cristanziani (2009) och Brealey et al., (2014).	Hur tänker ni kring företagets lönsamhet? Tror ni den påverkar nivån på skuldsättningsgraden?
Market timing	Syftet är att undersöka market timing teorins relevans.	Rajan & Zingales (1995), Graham & Harvey (1999) & (2001) och Baker & Wurgler (2002).	Vi har läst om en relativt ny teori som heter market timing, den bygger på ett antagande om att företagsledningen kommer välja att finansiera sig på det finansieringsalternativ som medför lägst kostnad för tillfället, resonerar ni också kring detta?
Market timing	Syftet är att undersöka market timing teorins relevans och om företaget anser att marknadsvärdet/bokförda värdet har någon påverkan.	Rajan & Zingales (1995), Graham & Harvey (1999) & (2001) och Baker & Wurgler (2002).	Hur resonerar ni kring företagets marknadsvärde/bokförda värde? Tror ni de påverkar vilket sorts kapital ni väljer att finansiera er med?
Finansiell stress	Att undersöka om finansiell stress är något företag resonerar aktivt kring.	(Almeida & Philippon, 2008; Brealey et al., 2014; Bjuggren, 1995).	Vi har i skolan även läst om fenomenet finansiell stress, är det något ni resonerar kring?
Finansiell stress	Syftet är att undersöka om de åtgärderna är relevanta.	(Bjuggren, 1995; Pindado & Rodrigues, 2005; Zall, 2013)	Finns de några särskilda åtgärder ni hade vidtagit om ni hamnat under finansiell stress?

Bilaga 2 – Intervjuguide

Inledande frågor:

1. En kort presentation av företaget och dess verksamhet.
2. Beskriv din roll på företaget, vad har ni för arbetsuppgifter?
3. Hur länge har ni arbetat på företaget?
4. Vad har ni för utbildning?

Frågor om främmande och eget kapital:

5. Hur tänker ni kring främmande och eget kapital?
6. Vi har läst i er årsredovisning att ni har en skuldsättningsgrad på XX, hur resonerar ni kring den? Har skuldsättningsgraden förändrats över tid?
7. För ni några resonemang kring att ni vill att kapitalstrukturen ska ha någon specifik sammansättning?
8. Hur resonerar ni kring finansiering av nya fastigheter eller nybyggnation?
9. Hur resonerar ni kring företagets avkastningskrav?
10. Tror ni att skuldsättningsgraden har någon påverkan på företagets marknadsvärde?
11. Vi har i skolan läst om något som heter hävstångseffekten, är det något ni för resonemang kring?
12. Resonerar ni kring om att det finns någon optimal kapitalstruktur?
13. Idag är räntan väldigt låg, vilket gör att de skattemässiga fördelarna inte får samma effekt. För ni ändå resonemang kring avvägningen mellan skattefördelar och de kostnader som en högre skuldsättningsgrad medför?
14. Finns de något finansieringsalternativ som ni föredrar att använda er av vid investeringar? Varför?
15. Har ni använt er av nyemissioner för att tillsätta mer eget kapital till företaget?

Frågor om påverkande faktorer och finansiell stress:

16. För ni resonemang kring företagets storlek? Tror ni det påverkar era val?
17. Hur ser ägarstrukturen ut på företaget? Tror ni den påverkar era resonemang?
18. Historiskt sett är räntan idag osedvanligt låg, tror ni det medföra att ni nu har en högre skuldsättningsgrad då ni hellre väljer främmande kapital?
19. Hur resonerar ni kring företagets lönsamhet? Tror ni den påverkar nivån på skuldsättningsgraden?
20. Vi har läst om en relativt ny teori som heter market timing, den bygger på ett antagande om att företagsledningen kommer välja att finansiera sig på det finansieringsalternativ som medför lägst kostnad för tillfället, resonerar ni också kring detta?
21. Hur resonerar ni kring företagets marknadsvärde/bokförda värde? Tror ni de påverkar vilket sorts kapital ni väljer att finansiera er med?
22. Vi har i skolan även läst om fenomenet finansiell stress, är det något ni resonerar kring?
23. Finns de några särskilda åtgärder ni hade vidtagit om ni hamnat under finansiell stress?

Malin Andersson

Rebecca Edling



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